



Kauppätieteellinen tiedekunta

A250A5000 Kandidaatintutkielma, Talousjohtaminen

Mikael Collan

Yrityksen listautuminen Suomessa: Tutkimus suomalaisten yritysten  
listautumishalukkuudesta

Going public decision in Finland: A study of Finnish companies' willingness to go  
public

**Tekijä:** Sami Juhani Kallio

**Tutkielman nimi:** Yrityksen listautuminen Suomessa: Tutkimus suomalaisten yritysten listautumishalukkuudesta.  
Going public decision in Finland: A study of Finnish companies' willingness to go public

**Osasto:** Kauppatieteiden tiedekunta  
Talouden ja Yritysjuridiikan laitos

**Vuosi:** 2012

**Kauppatieteiden kandidaatin tutkinnon tutkielma,** Lappeenrannan Teknillinen Yliopisto, 33 sivua, 2 taulukkoa, 5 kaaviota, 0 liitettä

**Tarkastaja:** Mikael Collan

**Hakusanat:** Listautuminen, Listautumisanti, Osake, Osakeanti

**Keywords:** Going public, Initial Public Offering, Stock, Stock issue

Listautuminen on yksi kiistellyimpiä osa-alueita yritysrahoituksessa. Se on yksi tärkeimmistä päätöksistä, minkä yritys kohtaa elinkaarensa vaiheissa. Sen toteuttaminen on monimutkainen prosessi, mikä pitää sisällään useita eri vaiheita ja näiden vaiheiden aikana yrityksen tulisi pitää kokonaisuus hallinnassa ja huolehtia samalla ydinliiketoiminnastaan.

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää suomalaisten yritysten viiden viimevuoden listautumishalukkuutta ja tarkastella onko vallitseva laskusuhdanne vaikuttanut listautuneiden yritysten määrään jollain tietyllä toimialalla tai yrityksen koolla mitattuna. Taustalla tukitaan myös muitakin pohjoismaita joiden osalta tutkimus keskittyy vain yritysten absoluuttisten määrien muutoksien tarkasteluun, laajemman vertailukohteen saavuttamiseksi.

Tutkimuksessa data-aineistona on hyödynnetty NASDAQ OMX:n teettämää tutkimusta tiettyjen pohjoismaiden listatuista yrityksistä vuodelta 2006, aina nykyhetkeen asti. Aineistosta on kerätty tarpeellinen data tutkimusta varten ja muokattu lukijaystävällisempään muotoon.

## Sisällys

1 Johdanto.....	2
1.1 Tutkimuksen taustaa .....	2
1.2 Tutkimuskysymykset ja työn tavoitteet .....	2
1.3 Tutkimusmenetelmä .....	3
1.4 Tutkielman kulku .....	4
2 Tutkimuksen teoreettinen viitekehys .....	4
2.1 Osakemarkkinat .....	4
2.1.1 Yksityiset ja julkiset osakeyhtiöt .....	5
2.1.2 Osakeanti ja osakemyynti.....	6
2.2 Yrityksen erilaiset pääoman lähteet.....	6
2.2.1 Oman ja vieraan pääoman vertailua.....	8
2.2.2 Pääomarakenne .....	9
2.3 Listautumisen teoriaa ja listautumismotiivit .....	10
2.3.1 Listautuminen .....	10
2.3.2 Oikea-aikainen IPO ja alihinnoittelu.....	11
2.3.3 Listautumisen hyödyt sekä haitat .....	13
2.4 Listautumisen tuomat muutokset yritykselle .....	18
2.4.1 Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuudet .....	18
2.4.2 Muutokset omistusrakenteessa ja johtamisessa .....	19
3 Aineiston esittely.....	19
4 Tulokset .....	20
4.1 Maakohtainen kehitys.....	20
4.1.1 Kehitys Suomessa.....	21
4.2 Toimialakohtainen kehitys .....	23
4.3 Yrityskokoon liittyvä kehitys.....	25
4.4 Helsingin pörssin tulevaisuus .....	26
5 Yhteenveto ja johtopäätökset.....	27
6 Lähteet .....	29

## 1 Johdanto

### 1.1 Tutkimuksen taustaa

Finanssikriisi on pysäyttänyt yritysten listautumishalukkuuden. Vuonna 2007 listautumiset Suomessa pysähtyivät kuin seinään ja seuraavana vuotena Helsingin pörssiin ei listautunut yhtään uutta yritystä. Tällaista ei ole tapahtunut sitten 1990-luvun laman. (pörssisäätiö.fi 2009) Myös muutkin pohjoismaat ovat kärsineet laskusuhdanteen vaikutuksista ja pörseistä näyttää lähteneen reilusti enemmän yrityksiä kuin niihin on listautunut (pörssisäätiö.fi 2012).

Asiantuntijoilla on kuitenkin toiveikkaat tulevaisuudennäkymät ja esimerkiksi NASDAQ OMX:n Helsingin pörssin toimitusjohtajan Lauri Rosendahlin mukaan *”pörssi pyörii nykyään tehokkaasti kaikesta huolimatta ja listautumishalukkuuden odotetaan kasvavan lähitulevaisuudessa.”* (taloustaito.fi 2012)

Listautuminen on yritysrahoituksessa yksi kiistellyistä aiheista. Tutkijat ovat eri mieltä sen hyödyistä ja haitoista. Yritykselle listautuminen on yksi tärkeimmistä päätöksistä sen koko elinkaaren aikana. Yritysjohdon merkittävä haaste onkin saada sijoittajat kiinnostumaan yrityksestä sekä toteuttaa listautuminen oikealla hetkellä ja kannattavasti. Varsinkin laskusuhdanteen aikana tämä haaste käy entistä vaikeammaksi johtuen taloudellisesta epävarmuudesta ja tilasta, jossa riskinottoa rajoitetaan ja pyritään välttämään.

Kirjallisuudessa suurin osa tutkimuksista keskittyy listautumisen tai sen tekemättä jättämiseen liittyvien syiden pohdiskeluun. Listautumiseen on nähty tutkimuksissa vaikuttavan taloudellinen ja sosiaalinen näkökulma, joiden sisältämät erilaiset syyt listautumiseen luovat erimielisyyksiä tutkijoiden välille. (ks. Pagano et al., 1995; Fischer, 2000; Bharath & Dittmar, 2006; Bancel & Mittoo, 2009; Marchisio et al., 2001)

### 1.2 Tutkimuskysymykset ja työn tavoitteet

Tutkimuksessa tarkastellaan pohjoismaisten yhtiöiden listautumisessa tapahtuneita muutoksia NASDAQ OMX:ssä viiden viimevuoden ajanjaksolla. Tarkoituksena on

selvittää, miten nykyinen laskusuhdanne on vaikuttanut pohjoismaalaisiin pörssiin ja minkälaisiin yrityksiin vaikutus on kohdistunut eniten. Asiaa tarkastellaan aluksi yleisesti, eli miten listautuneiden yritysten määrä on muuttunut viime vuosina, sekä pureudutaan tarkemmin maiden sisäisiin toimialakohtaisiin tapahtumiin ja muutoksiin. Lopuksi tehdään vielä katsaus siihen ovatko muutokset vaikuttaneet mahdollisesti pieniin, keskisuuriin vai suuriin yrityksiin eniten. Näin ollen tarkasteluun saadaan siis maakohtaiset, toimialaluokkaiset ja yrityskokoon vaikuttaneet muutokset. Kyseiset tarkastelut perustuvat absoluuttisiin arvoihin ja näin ollen antaa suuntaa siitä, mihin päin tilanne näyttää olevan kehittymässä. Suomen osalta tutkimme asiaa hieman tarkemmin ja käytämme sitä tutkielmassa esimerkkinä, jonka listautumisia ja listalta poistumisia tarkastelemme lähemmin. Suomen osalta pyrimme myös selvittämään, mitkä seikat ovat mahdollisesti syynä saatuihin tuloksiin nähden.

Tutkimuskysymyksiksi muodostuvat:

- Mitkä ovat aikaisemmissa tutkimuksissa ilmenneet syyt listautumiseen?
- Miten Suomen listautumishalukkuus on kehittynyt laskusuhdanteen aikana?
- Onko nykyinen laskusuhdanne vaikuttanut listattujen yritysten määrään pohjoismaissa ja mihin suuntaan kehitystä on tapahtunut?
- Minkälaisiin yrityksiin vaikutukset ovat kohdistuneet voimakkaimmin?

### **1.3 Tutkimusmenetelmä**

Tämä tutkielma koostuu kahdesta osasta, aihepiirin teoriaan kohdistuvasta kirjallisuuskatsauksesta sekä kvantitatiivisesta tutkimuksesta.

Teoria on kerätty erilaisista lähteistä, kuten tieteellisistä artikkeleista, kirjallisuudesta sekä luotettavista internet lähteistä. Tieteelliset artikkelit ovat pääasiassa peräisin Emerald Journals ja EBSCO tietokannoista, mutta työssä on hyödynnetty myös Googlen artikkelitietokantaa.

Artikkelien haku tapahtui kolmivaiheisesti, jossa ensimmäisen vaiheen tehtävänä oli lähteä rajaamaan hakua avainsanoilla (going public, IPO, decision to go public). Koska tuloksia syntyi tuhansia, hakua oli lähdettävä rajaamaan tarkemmin. Toisessa

vaiheessa hakua oli tarkennettava aiheen perusteella, jossa valinta kohdistui IPO:n. Tarkennettu rajaus poisti aiheen ulkopuoliset artikkelit jättäen vain 44 aiheeseen liittyvää artikkelia. Näiden 44 artikkelin otsikkoja ja tiivistelmiä selaillessa, löytyivät avainartikkelit, jotka muodostivat pohjan työn teoriaosuudelle. Muita artikkeleja oli tämän jälkeen helppo etsiä avainartikkelien lähdeluetteloista.

Tutkimuksessa käytettävä data on peräisin nasdaqomxnordic.fi internet sivulta ja data sisältää pohjoismaalaiset pörssit ja niiden sisällä listautuneet yritykset (esim. NASDAQ OMX Helsinki). Data ei tosin sisällä Norjan tietoja, joten se jää tarkastelusta pois ja tarkastelun kohteena ovat Suomi, Ruotsi, Tanska ja Islanti.

Tutkielma ei huomioi tai ota kantaa pohjoismaisiin yrityksiin, jotka ovat listautuneet ulkomaalaiseen pörssiin. Työ keskittyy nimenomaan vain NASDAQ OMX Nordic-listan tapahtumiin ja siellä listattuihin yrityksiin.

#### **1.4 Tutkielman kulku**

Jotta on helpompi tuoda esiin tutkimuksen kvantitatiivinen osuus, on syytä hieman selvittää listautumisen teoriaa. Kappaleet 2.1 ja 2.2 vastaavat kysymyksiin: Millainen yrityksen tulee olla pystyäkseen listautumaan pörssiin? Mikä on yrityksen pääomarakenne ja miten sen eri komponentit eroavat toisistaan? Kappaleessa 2.3 selvitetään listautumisen etuja ja haittoja ja teoriaosuuden viimeisessä kappaleessa tarkastellaan listautumisen tuomia muutoksia yritykselle.

Kappaleessa kolme esitellään tutkimusaineisto, jonka jälkeen esitellään tutkimustulokset. Saatuja tuloksia esitellään kaavioina ja verrataan lehtiartikkeleihin sekä aikaisempiin tutkimuksiin ja analyytikoiden mielipiteisiin tilanteen kehityksestä.

Viimeisessä kappaleessa käydään lyhyesti läpi tutkimuksen pääkohdat ja tehdään niistä johtopäätökset sekä mahdolliset uudet syntyneet tutkimuskysymykset.

## **2 Tutkimuksen teoreettinen viitekehys**

### **2.1 Osakemarkkinat**

Suomessa osakkeita voivat julkisesti vaihtaa vain yksityiset (Oy) tai julkiset (Oyj) osakeyhtiöt. Julkiseen pörssiin kautta tapahtuvaan kaupankäyntiin on oikeus vain jälkimmäisillä. Muut yhtiömuodot, kuten kommandiitti- tai avoin yhtiö, ei voi jakaa osakkeitaan yleisölle. (Hoppu & Hoppu, 2005, 276–287) Osakkeet ovat oman pääoman ehtoista rahoitusta, joita vaihdetaan osakemarkkinoilla. Suomessa osakemarkkinat jakautuvat kolmeen ns. markkinapaikkaan. Tärkein osakemarkkinapaikka on Helsingin Pörssi, jota kutsutaan myös päälistaksi. Sen lisäksi kauppaa käydään myös I-listalla ja NM-listalla (Neuer Markt). Erona näillä listoilla on lähinnä suunnattu kohderyhmä sekä listautumisvaatimukset. (Mäkelä 1999, liite 1; Leppiniemi & Puttonen 2002, 32) Ennen varsinaista listautumista, yritykset käyvät ensin ns. Prelistalla, jonka enimmäiskesto on vuosi (Niskanen & Niskanen 2000, 25). Näiden lisäksi pörssissä on myös nk. Broker's List Market eli MLmarkkina. Näillä markkinoilla käydään listaamattomien yritysten osakkeilla vaihdantaa, joissa vaihdantaosapuolina toimivat pääsääntöisesti ammattimaiset sijoittajat. (Inha et al. 2003,14)

Suomalaisen yhtiön on mahdollista listautua myös ulkomaiseen pörssiin. Myöskään osakkeet eivät ole ainoa mahdollinen kaupankäynnin väline, vaan myös suomalaisen yhtiön liikkeeseen laskemat muutkin arvopaperit, voivat olla julkisen kaupankäynnin kohteena. Näistä esimerkkinä, joukkovelkakirjalainat. (Inha et al., 2003, 5)

Maiden oma kansallinen pörssi, johon yritykset listautuvat on tärkeä informaatiolähde, josta voi saada tietoa yritysten taloudellisen tilanteen kehittymisestä. Pörssissä tapahtuvaa kurssikehitystä voidaan kuvata erilaisilla indekseillä. (Knüpfer & Puttonen, 2007, 56–57)

### **2.1.1 Yksityiset ja julkiset osakeyhtiöt**

Osakeyhtiöt voivat olla joko julkisia tai yksityisiä osakeyhtiöitä. Osakeyhtiö voi tosin olla julkinen vain jos se täyttää kaikki julkiselle osakeyhtiölle määrätyt ehdot. Jaon perusteena on luottamuksen lisääminen julkisiin arvopaperimarkkinoihin, koska pörssissä on mahdollista käydä kauppaa vain julkisesti noteeratun yrityksen arvopapereilla ja osakkeilla. (Hoppu & Hoppu, 2007, 280) Osakekauppaa on toki mahdollisuus käydä myös pörssin ulkopuolella, mutta tässä tilanteessa ostajan ja myyjän on löydettävä toisensa kuten ennen vanhaan vaihdantataloudessa. Myös

verotukseen liittyvät syyt antavat kannusteen käydä kauppaa pörssissä, sillä sen ulkopuolella tapahtuvista kaupoista on maksettava 1.6 % varainsiirtovero kun taas pörssissä kauppa on verotonta. (Leppiniemi & Puttonen, 2002, 33)

Yksityisiä osakeyhtiöitä on Suomessa huomattavasti enemmän kuin julkisia. Esimerkiksi vuonna 2002 listattujen yritysten määrä koko Suomen, noin 10 000 yrityksestä oli vain noin 150 kappaletta. (Leppiniemi & Puttonen, 2002, 32)

### **2.1.2 Osakeanti ja osakemyynti**

Osakeanteja on erilaisia ja yleisin niistä on uusmerkintäannit. Nämä uusmerkintäannit voivat olla joko listautumisanteja (engl. initial public offering, IPO), tai listautumisen jälkeisiä osakeanteja (engl. seasoned public offering, SPO). Listautumisen jälkeiset osakeannit jakautuvat vielä merkintäoikeusanteihin sekä suunnattuihin osakeanteihin, joissa erona on lähinnä se, kuka osakkeet merkitsee. (Niskanen & Niskanen, 2000, 23) Nämä merkintäoikeusannit on mahdollista toteuttaa rahastoanteina tai uusanteina, joiden erona on se, että rahastoannissa osakkaan varallisuusasema pysyy ennallaan, kun taas uusannissa se voi muuttua (Mäkelä, 1999, 14). Merkintäoikeus- ja suunnattu anti sekä rahoitusanti on mahdollista toteuttaa samaan aikaan eri tahoille. Myös listautumisanti on mahdollista ohjata eri tahoille ja tästä esimerkkinä instituutioanti, yleisöanti ja yhdistetty osakeanti. (Niskanen & Niskanen, 2000, 23–24)

Osakemyynti tulee kysymykseen silloin, kun listautumisen yhteydessä myytävät osakkeet tuovat rahaa yrityksen vanhoille omistajille. Tällöin listautumisannista saatavat varat eivät kartutakaan yrityksen varallisuutta, eivätkä näin ollen kasvata sen pääomaa, vaan vaikutus kohdistuu ainoastaan yrityksen omistuspohjaan. Tällöin yrityksen omistuspohja laajenee ja vanhat omistajat menettävät asemansa yrityksessä, mutta vastaavasti saavat siitä rahallisen korvauksen. (Mäkelä, 1999, 13)

### **2.2 Yrityksen erilaiset pääoman lähteet**

Luonnollisin jako yrityksen erilaisiin pääoman lähteisiin, on jako omaan ja vieraaseen pääomaan. Oma pääoma voi olla yrityksen itseensä sijoitettua pääomaa, tai se voi olla toiminnan tuotoista kertyvää tulorahoitusta. Vieras pääoma on lainarahoitusta,



tyypillisimmin pankkilainaa. Välirahoitus (engl. mezzanine) sisältää molempien, sekä oman- että vieraan pääoman tunnusmerkkejä, mutta luetaan tyypillisesti vieraan pääoman ehtoiseksi pääomaksi. Muun muassa vaihtovelkakirjalainat ovat tyypillisiä välirahoitusinstrumentteja. (Leppiniemi, 2005, 73)

Oma pääoma voi olla joko sijoitettua tai sisäistä omaa pääomaa. Sijoitettu pääoma on omistajien yritykseen kiinnittämä rahapanos, joka realisoituu takaisin osakkeina. Se voi olla joko osakepääomaa tai muuta sijoitettua omaa pääomaa. Sisäinen pääoma on joko tulorahoitusta tai hallussapitovoittoja. Tulorahoitusta yritykselle kertyy varsinaisen liiketoiminnan tuotoista. (Leppiniemi, 2005, 73–80) Tulorahoituksella ei ole kustannuksia, kuten muilla rahoitusmuodoilla ja sitä pidetäänkin niin sanottuna ilmaisena pääomana. Tulorahoituksella ei ole niinkään minkään näköisiä liikkeellelaskukustannuksia. (Knüpfer & Puttonen, 2007, 33) Hallussapitovoitot puolestaan ovat seurausta yrityksen varojen arvonnoususta. Kokonaisuudessaan myös sisäinen rahoitus kuuluu pääsääntöisesti omistajille. (Leppiniemi, 2005, 73–80)

Tirole (2006, 92) jakaa oman pääoman ehtoisen rahoituksen neljään vaiheeseen. Ensimmäisessä vaiheessa pääomaa hallitsee yksi tai useampi yrittäjä, jotka voivat toisessa vaiheessa nostaa pääomaa yksityisiltä investoijilta suunnatun osakeannin kautta, tai heillä voi olla etuoikeus nostaa sitä pankilta. Useimmat yritykset eivät ikinä pääse tai edes halua jatkaa kolmanteen vaiheeseen. Vaihe on listautuminen, jonka johdosta yritys tekee listautumisannin. Neljännessä vaiheessa yritys voi tehdä kausittaisia osakeanteja. (Tirole, 2006, 92)

Vieras pääoma käsittää yrityksen pitkä- ja lyhytaikaiset velat. Toisin kuin oma pääoma, vieras pääoma ei ole yrityksen omistamaa pääomaa vaan sen omistaa ulkoiset instituutiot. Näin ollen esimerkiksi konkurssitilanteessa vieraan pääoman ehtoinen velka on maksettava ennen oman pääoman ehtoista. (taloussanomat, 2012a; Knüpfer & Puttonen, 2004, 31)

Suomessa pankkilainat ovat suurin ja tärkein vieraan pääoman lähde. Pankkilainoissa lainaehdot kuten korot ja takaisinmaksuajat perustuvat neuvotteluihin sekä lainanantajan ja ottajan välisiin sopimuksiin. (Niskanen & Niskanen, 2000, 26)

Jokapäiväisen toiminnan rahoittaminen eroaa hieman listatuilla ja listaamattomilla yrityksillä. Listautumattoman yrityksen kohdalla rahoitus hankitaan yleensä vieraana pääomana, kuten pankkilainana, tai jos yrityksen toiminta tuottaa tulosta, niin mahdollisena tulorahoituksena. Myös mahdolliset pääomasijoitukset ovat keino rahoituksen kasvattamiseen. Listattu yritys voi myös käyttää edellä mainittuja vaihtoehtoja, mutta lisäksi, sillä on helpommin käytettävissään myös edellä mainitut osakeannit. (Mäkelä, 1999,17)

### 2.2.1 Oman ja vieraan pääoman vertailua

Velan kasvaessa liian suureksi, yrityksen konkurssiriski sekä rahoitusriski kasvaa. Tämä kasvattaa osaltaan myös sijoittajien tuottovaatimusta, jonka seurauksena pääoman hinta kallistuu. Yrityksen joutuessa konkurssiinhan alle, oma pääoma on joustavampaa, koska vieraan pääoman lainat on maksettava vaikka yritys tekisikin tappiota. Osinkoja on mahdollisuus pienentää tai jättää kokonaan maksamatta. (Leppiniemi & Puttonen, 2002, 153–154)

**Taulukko 1. Oman ja vieraan pääoman keskeisimmät erot** (Knüpfer & Puttonen, 2007, 31)

	Oma pääoma	Vieras pääoma
<i>Asema konkurssitilanteessa</i>	Maksu viimeisenä	Ennen omaa pääomaa
<i>Tuotonmaksuvelvollisuus</i>	Ei	Sopimusoikeudellinen
<i>Tuotto ja riski</i>	Korkea riski, korkea tuotto	Pieni riski, pieni tuotto
<i>Äänioikeus</i>	Kyllä	Ei
<i>Pääoman palautus</i>	Ei yleensä palauteta	Takaisinmaksu lainasopimuksen mukaan

Toisaalta vieras pääoma on halvempaa kuin oma pääoma johtuen pääoman riskistä ja siitä johtuvasta korkeammasta tuottovaatimuksesta. Myös erilaiset kiinteät ja muuttuvat kustannukset, kuten liikkeeseenlaskukustannukset ja järjestelykustannukset ovat vieraalla pääomalla vähäisempiä. Tämä johtuu vakiintuneista käytänteistä ja tarkemmasta informaatiosta. Yrityksen johto ei myöskään menetä äänivaltaansa yrityksessä hankkiessaan velkarahoitusta. Tämä voi olla merkittävä syy velkarahoituksen suosimiseen yrityksissä. Lopuksi vieraalla

pääomalla on veroetu verrattuna omaan pääomaan. (Leppiniemi & Puttonen, 2002, 153–154)

Pörssin merkitys yrityksen rahoituskanavana kasvaa rahoitusmaailman muutosten kasvaessa. Suomessa rahoitusmarkkinat ovat muihin Euroopan maihin nähden selkeästi pankkikeskeisimmät. Toisin sanoen, kun yritys tarvitsee pääomaa, se hakee lainaa pankista. Nykyinen eurokriisi vaikuttaa pankkien sääntelyyn ja rahoitusmarkkinoiden rakenteisiin. Tämä tarkoittaa pankkien vakavaraisuusvaatimusten tiukentumista sekä likviditeettipuskurien lisääntymistä, joka vaikuttaa lainan hintaan. Lainan hinnan kallistuessa yritysten lainansaantimahdollisuudet heikkenee. He tarvitsevat enemmän omaa pääomaa saadakseen pankkilainaa järkevään hintaan. (taloustaito.fi 2012, taloussanomat.fi 2012b)

### **2.2.2 Pääomarakenne**

Modigliani & Miller (1958) tutkivat yhtiön pääomarakennetta ja heidän tutkimuksensa tuloksena syntyi teoreema, joka perustui kahteen ehdotukseen. Ensimmäisen ehdotuksen mukaan, yrityksen pääomarakenne ei vaikuta sen arvoon, eli rahoitusrakenteella keinottelulla ei voida saavuttaa arvonnousua. Toisen ehdotuksen mukaan, velan määrän muutos pääomarakenteessa vaikuttaa oman pääoman hintaan eli mitä suurempi on velan suhde pääomarakenteessa, sitä korkeampi on oman pääoman tuottovaatimus. (Modigliani & Miller, 1958, 268–271 & 279)

Yrityksen optimaalinen pääomarakenne ei ole yksiselitteinen käsite. Teoriassa voidaan kuitenkin sanoa, että optimaalisin pääomarakenne on silloin kun rahoituksen hinta eli keskimääräinen painotettu rahoituksen kustannus minimoituu (engl. weighted average cost of capital, WACC). Jos ajatellaan asiaa vieraan pääoman kannalta, niin velkarahan korot ovat verovähennyskelpoisia. Oman pääoman osingot eivät ole. Tämän vuoksi voitaisiin ajatella että optimaalinen pääomarakenne koostuisi pelkästään vieraasta pääomasta. Koska yrityksellä kuitenkin on riski mennä konkurssiin, 100-prosenttinen velan määrä ei ole optimi. Yrityksen optimaalinen pääomarakenne sisältää näin ollen molempia pääomainstrumentteja. Se, missä suhteessa eri pääomaa pitäisi yrityksessä olla, on mahdotonta määrittää ja se riippuu

maasta, toimialasta, suhdanteista, verojärjestelmästä ja monista muista tekijöistä. (Kinnunen et al., 2006, 146–148)

Euroopassa pienet yritykset suosivat vierasta pääomaa pitkäaikaisen rahoituksen lähteenä. Erääseen kyselyyn vastanneista eurooppalaisista yrityksistä noin 70 % suosi pankkilainaa ja noin 55 % tekisi osakeannin rahoituksen saamiseksi. (Knüpfer & Puttonen, 2007, 38)

## **2.3 Listautumisen teoriaa ja listautumismotiivit**

### **2.3.1 Listautuminen**

Päätös listautumisesta ei ole yksiselitteinen asia. Walker ja Petty II (1978, 338) toteavat että listautumispäätöstä tulee lähestyä varovasti ja ennen sen toteuttamista on syytä olla selvillä sen hyödyistä ja haitoista. Fisherin (2000, 3) mukaan listautuminen on tärkeä tapa muuttaa yrityksen rahoitus- sekä omistusrakenteita tietyssä vaiheessa yrityksen elinkaarta. Tirole (2006, 92) pitää listautumista kalliina vaihtoehtona, koska listautuakseen yrityksen on toimitettava tarkkaa tietoa itsestään investoijille sekä viranomaisille, josta näin ollen syntyy transaktiokustannuksia sekä mahdollisuus strategisen informaation menettämisestä julkisille markkinoille. Myös erilaiset muuttuvat ja kiinteät kulut ja lakiin perustuvat palkkiot seuraavat listautumisen mukana, näitä ovat mm. merkintätakuu maksut (komissiot, oikeudelliset palkkiot, mainonta), painatuskulut, kirjanpitokulut, rekisteröintimaksut, verot ja sekalaiset menot sekä siirtokustannukset (Walker & Petty, 1978, 342; Tirole, 2006, 93; Carpenter & Rondi, 2006, 405).

Vaikka listautumisesta on paljon erilaisia hyötyjä, moni yritys, jopa suuryritys ei sitä koskaan tee. Listautuminen ei myöskään ole lopullista, vaan yritys voi siirtyä takaisin yksityiseen toimintamalliin näin halutessaan. Näin on käynyt mm. vuonna 2006 Isossa-Britanniassa, jossa listayhtiöiden sääntöjen tiukentamisen myötä useat yhtiöt yksityistyivät yritysostojen kautta. (Brealey et al., 2009, 412–414)

Syyt listautumiseen erilaisten yritysten välillä vaihtelevat suuresti ja siihen vaikuttavat monet asiat kuten yrityksen koko, ikä, maantieteellinen sijainti ja oikeusjärjestelmä. Suuret yritykset kokevat eri hyötyjen merkityksen suurempana ja tärkeämpänä kuin

pienet yritykset ja päinvastoin. Pienyrityksille tärkeämpää voi toisaalta olla pääoman saanti kasvutarkoitukseen, kun taas suuret yritykset mahdollisesti saattavat arvostaa enemmän esimerkiksi parempaa ulkopuolista valvontaa. Perheyrityksille listautumisanti voi puolestaan olla keino saada lisää neuvotteluvoimaa ja parempaa asemaa lainanantajia vastaan. (Bancel & Mittoo, 2009, 846)

Listautumisessa on yleensä useita osapuolia: Listautuva yritys, investointipankki, mahdolliset muut sijoituspalveluyritykset (syndikaatit), tilintarkastajat, lainopilliset neuvonantajat, viestintätoimisto sekä sijoittajat. (Inha et al., 2003, 11) Listautumisprosessi etenee yleensä viiden portaan kautta, joita ovat muun muassa: Merkintäsitoumusta edeltävät konferenssit, annin rekisteröiminen ja hyväksyttäminen, osakkeen hinnoittelu, listautumisannin toteuttaminen ja lopuksi markkinoiden palautuminen eli stabiloituminen. Prosessi kestää yleensä useita kuukausia ja kesto vaihtelee tapauskohtaisesti. (Ross et al., 2005, 541)

### **2.3.2 Oikea-aikainen IPO ja alihinnoittelu**

Taskilan (2008, 10–11) mukaan listautumisannin oikea-aikainen toteuttaminen on hyvin tärkeä osa koko listautumisprosessia. Se liittyy markkinatilanteeseen, yrityksen tulevaisuuden kasvuun, tulevaisuuden suunnitelmiin ja yrityksen nykyiseen toimintakuntoon ja valmiuteen. Kun yritys suunnittelee toteuttavansa annin, sen on otettava huomioon ainakin seuraavat asiat:

- 1) *Markkinatilanne*: Jos markkinatilanne on huono listautumisannin aikana, yritys joutuu myymään osakkeensa alle markkinahinnan tai huonoimmassa tapauksessa keskeyttää koko prosessi.
- 2) *Yrityksen suorituskyky*: Yrityksillä tulee olla useamman vuoden kokemus rahoituksestaan ja sen järjestämisestä sekä kasvutavoitteista ja niiden toteutuksesta. Huonot kaudet voivat välittää negatiivisia kuvia sijoittajille, jolloin heidän sijoitusmotivaationsa yritystä kohtaan laskee.
- 3) *Tulevaisuuden näkymät*: Yrityksellä on oltava selvä visio tulevaisuudestaan ja keinoista niihin pääsemiseksi. Jos yrityksen suorituskyky kärsii kilpailun kasvaessa, on syytä hoitaa rahoitus muita reittejä ja listautua vasta kun nämä ongelmat on ratkaistu.

- 4) *Kyvykäs henkilökunta*: Yrityksellä on oltava kyvykäs henkilökunta, joka pystyy hoitamaan listautumisen eri prosessit ja vaiheet sekä toimia jatkuvan muutoksen keskellä.

Brau & Fawcett (2006, 13–15) tunnistavat kolme syytä jotka vaikuttavat listautumisannin toteuttamisajankohdan valintaan. Aluksi yritysjohdon tulisi pyrkiä hyödyntämään mahdollisia markkinatilanteesta riippuvia etuja saadakseen paremman hinnan osakkeilleen. Toiseksi, IPO–markkinoiden houkuttelevuus toimii ajurina ajankohtaa valittaessa. Tämä tarkoittaa sitä, että jos tietyn toimialan markkinoilla toimivia yrityksiä listautuu menestyksekkäästi, se houkuttelee usein muitakin samalla toimialalla toimivia yrityksiä. Kolmanneksi yritys listautuu saavuttaessaan elinkaarensa tietyn pisteen, jonka vuoksi se tarvitsee ulkopuolista rahoitusta jatkaakseen kasvua. (Brau & Fawcett, 2006, 13–15)

Listautumisanti tulee yritykselle yleensä kalliimmaksi kuin tavanomainen osakeanti. Tämä on seurausta siitä, että listattu yritys voi myydä osakkeensa sen todelliseen arvoonsa tai mahdollisesti jopa korkeammalla hinnalla. Päinvastoin, listaamaton yritys saattaa joutua myymään sen todellista arvoaan alemmalla hinnalla, koska listaamattoman yrityksen osakkeille ei ole vielä muodostunut markkinahintaa. Yritys voi toki arvioida osakkeidensa markkinahinnan hyvinkin tarkasti, mutta varmistaakseen listautumisannin onnistumisen, yritykset usein käyttävät tätä arviota alempaa hintaa. (Leppiniemi & Puttonen, 2002, 149–150) Tämä tosiasia voi ilmetä siten, kun yritys tekee listautumisannin ja siirtyy pörssiin listalle, sen osakkeen hinta nousee välittömästi korkeammaksi kuin mitä se oli listautumishetkellä. Tästä voi syntyä sijoittajalle mahdollisuus nk. pikavoittoon. (Niskanen & Niskanen, 2000, 24–25)

Toinen merkittävä syy listautumisantien alihinnoittelulle on epäsymmetrinen informaatio. Tämä epäsymmetrisyys realisoituu yrityksen vanhojen omistajien ja uusien sijoittajien välille epäluuloina merkintähintaa kohtaan. Vanhojen osakkaiden ongelmana on nimenomaan löytää hinta, jolla uudet sijoittajat ovat valmiita merkitsemään osakkeita epäsymmetrisestä informaatiosta huolimatta. (Knüpfer & Puttonen, 2007, 35)

### 2.3.3 Listautumisen hyödyt sekä haitat

Tutkimuksissa on todettu ainakin seuraavien asioiden vaikuttavan yrityksen listautumismotivaatioon:

- *Yrityksen tunnettuus, maine ja uskottavuus*

Pagano et al. (1995, 9) mukaan yrityksen kannattaa tehdä listautumisestaan mainostapahtuma sijoittajille, jotta näiden huomio keskittyisi juuri kyseiseen yritykseen, eikä hukkuisi yritysten massaansa sijoitusportfolioissa.

Bancel & Mittoon (2009, 852) tekemän tutkimuksen mukaan 80 % tutkimukseen vastanneista talousjohtajista oli sitä mieltä että listautuminen on hyvää mainosta yritykselle ja kasvattaa tämän tunnettuutta ja näkyvyyttä. Juuri yrityksen tunnettuus ja maine auttaa sitä houkuttelemaan uusia investoijia ja parantaa suhteita muihin sidosryhmiin kuten esimerkiksi luotonantajiin (Tirole, 2009, 93).

Listautumisen myötä myös kiinnostavuus yrityksen tuotteita ja palveluita kohtaan paranee ja säilyy paremmin ja sen avulla on helpompaa houkutella yritykseen pätevää henkilökuntaa. (Taskila, 2008, 11)

- *Rahoituksen tuomat kasvumahdollisuudet*

Useat tutkimukset ovat todenneet että yritykset listautuvat saadakseen uutta pääomaa ja näin kasvattaakseen yritystä uusien investointien kautta. Tämä koskee varsinkin kasvuhakuisia yrityksiä, joiden sisäinen rahoitus ei riitä kattamaan investointien vaatimia menoja. (Albornoz & Pope, 2004, 5)

Banchel & Mittoon (2009, 861–862) tekemässä tutkimuksessa 70 % kyselyyn vastannasta talousjohtajista sanoivat listautuvansa, koska uusien rahoituskanavien aukeaminen mahdollistaa uusia investointeja, joihin yrityksellä ei mahdollisesti ole aikaisemmin ollut pääomaa. Marchisio & Ravasi (2001, 2–3) tukee tätä tutkimusta ja puolestaan kirjoittaa, että tärkein syy listautumiseen on saada mahdollisimman paljon investointeihin tarvittavaa pääomaa, mikä mahdollistaa pääsyn ulkoisiin rahoitusresursseihin, joilla on mahdollista tasoittaa oman ja vieraan pääoman suhdetta sekä parantaa ja ylläpitää kasvumahdollisuuksia

- *Joustavuus ja neuvotteluvoima*

Koska pankit voivat määritellä omat lainaehdonsa, ei yrityksellä ole juurikaan neuvotteluvoimaa. Listautumalla pörssiin, yritys välittää informaatiota sijoittajille, jolloin lainanantajien välinen kilpailu kasvaa ja vieraan pääomankustannus laskee. Tämä puolestaan kasvattaa yrityksen neuvotteluvoimaa. (Pagano et al., 1995, 7) Bancel & Mittoo (2009, 863) toteaa artikkelissaan että listautuminen parantaa yrityksen rahoituksen joustavuutta ja parantaa neuvotteluvoimaa pankkien ja lainanantajien kanssa, mutta vaikutukset näkyvät lähinnä vain perheyrityksillä.

- *Likviditeetti*

Tutkimuksissa on todettu että listautumisella on positiivinen vaikutus osakkeen likviditeettiin. Tämä parantunut likviditeetti puolestaan kasvattaa yrityksen arvoa. (Bancel & Mittoo, 2009, 865)

Bharath & Dittmar (2006,13) huomasivat, että pörssissä osakekauppa on likvidimpää ja halvempaa kuin sen ulkopuolella ja juuri tämä etu vaikuttaa yrityksen listautumishalukkuuteen. Kuitenkin, jos jostain syystä tämä etu heikkenee markkinoilla, yritysten halukkuus palata yksityiseksi kasvaa (Bharath & Dittmar, 2006, 13). Jos yritys toisaalta haluaisi käydä osakekauppaa listaamattomana, sen olisi etsittävä itse kaupan vastapuoli ja maksettava siitä aiheutuvat kustannukset (Pagano et al. 1995, 8–9).

- *Portfolion diversifiointi*

Pagano et al. (1995) toteaa, että listautumisen myötä yritykselle syntyy uusia mahdollisuuksia monipuolistaa sen sijoitusportfoliota. Yrityksen on mahdollista toteuttaa tämä myymällä osan yhtiöstä ja sijoittamalla varat uusiin sijoituskohteisiin tai hankkimalla uutta pääomaa listautumisen jälkeen ja sijoittamalla ne muiden yritysten osakkeisiin. Tässä tapauksessa tärkeää on valvoa, etteivät osakkeenomistajat myy yrityksestä liian isoa osaa, vaan tekee strategiset päätökset hallitusti. (Pagano et al., 1995)

- *Markkina-arvon kasvu*



Yksityisen yrityksen arvo koostuu sen nettoinvestoinneista. Kun yritys listautuu, se saa osakkeilleen todellisen markkina-arvon. Useimmissa tapauksissa tämä markkina-arvo on suurempi kuin aikaisempi kirja-arvo. (Taskila, 2008, 12)

Toisaalta on väitetty että listautuessaan yritys altistaa itsensä markkinoiden muutoksille ja näin ollen yhtiön markkina-arvoa heilauttelee yleinen markkinatilanne, sekä sijoittajien sekä analyytikoiden mielipiteet. (Inha et al., 2003, 6)

- *Pääomakustannukset*

Yksi tärkeä syy listautumiseen on pääomakustannusten minimoiminen. Mitä pienemmät pääomakustannukset julkisilla markkinoilla on verrattuna yksityisiin, sitä suurempi houkutus yrityksen on listautua. (Bharath & Dittmar, 2010, 8)

Merton (1987, 502–503) toteaa jo 80-luvulla, että omistuspohjan laajentaminen vähentää oman pääoman kustannuksia ja kasvattaa näin yrityksen arvoa.

- *Ulkopuolinen monitorointi*

Yrityksen täydellinen sitoutuminen täyttää erilaiset sääntely ja tiedonantovelvollisuutta koskevat asiat lisää luotettavuutta ja näin ollen vähentää osakkeenomistajien ja johdon välisiä agenttikustannuksia. Koska listautuneesta yrityksestä tulee myös analyytikoiden ja sijoittajien tarkkailun kohde, se luo kuria johdon toimintaan. Listautuminen mahdollistaa myös erilaisten kannustimien kuten osakkeiden tai optioiden käytön, jolla voidaan varmistaa että omistajien ja johdon intressit ovat samat. (Bancel & Mittoo, 2009, 864–865)

- *Exit strategia*

Listautuminen voi myös toimia alkuperäisille omistajille nk. "exit strategiana" eli yrityskauppojen lähtölaukauksena. Ideana on, että listautuessaan yritys voi myydä osan kassavirroistaan ja myöhemmässä vaiheessa omistusoikeuden maksimoidakseen tuoton ja myynnistä saatavan hinnan. Listautumista voidaan pitää myös pääomasijoittajan mahdollisena poistumistienä. (Bancel & Mittoo, 2009, 863)

- *Veroedut*

Varsinkin Suomessa yhtiö on mahdollista saada veroetua listautumalla pörssiin. Päälistalla pörssinoteeratun yhtiön jakamat osingot katsotaan verotuksessa kokonaan pääomatuloksi toisin kuin listaamattomilla yhtiöillä, joilla osingonjako on sidoksissa omaan vapaaseen pääomaan. (Inha et al., 2003, 6)

Listautumisesta on todettu aiheutuvan ainakin seuraavia haittoja:

- *Erilaiset kustannukset ja hallinnolliset kulut*

Listautumisprosessin myötä yritys kohtaa usein paljon erilaisia kuluja, joista yksi ryhmä on hallinnolliset kulut. Näitä ovat mm. erilaiset merkintäsitoumukset, takausprovisiot ja rekisteröintimaksut. Nämä kulut eivät ole riippuvia yrityksen koosta tai elinkaaren vaiheesta, minkä vuoksi ne ovat lähes samat kaikenkokoisille yrityksille. Tämän vuoksi voidaankin olettaa, että pienet yritykset listautuvat suuria harvemmin. (Albornoz & Pope, 2004, 10)

### **Taulukko 2: Listautumisen suorat ja epäsuorat kustannukset**

Taulukkoon kaksi on kerätty Suomessa listautuvien yritysten suoria ja epäsuoria kustannuksia. Nämä kustannukset ovat jatkuvia ja kertaluontoisia ja niiden määrä vaihtelee tapauskohtaisesti sekä listautumistavasta riippuen. (Inha et al., 2003, 7; Goergen et al., 2006, 79)

<b>Suorat kustannukset</b>	<b>Epäsuorat kustannukset</b>
Tiedonantovelvollisuuden täyttämistä aiheutuvat kustannukset	Korvaus sijoituspalveluyritykselle
Sisäisten kontrollien ja raportointisysteemien kehittämiskustannukset	Juridisen ja taloudellisen due diligencen kustannukset
Helsingin pörssin vuosimaksu	Rekisteröintimaksu Helsingin Pörssille
Hallituksen jäsenten palkkiot	Listalleottoesitteen painotus ja jakelu
Vaihtoehtoiskustannukset johdon ajankäytöstä	Tilintarkastajien palkkiot
Henkilöstökustannusten kasvu	Arvo-osuusjärjestelmään liittymisestä aiheutuvat kustannukset

- *Informaation epäsymmetrisyys*

Sijoittajat ovat vähemmän tietoisia yrityksen todellisesta arvosta kuin listautuva yhtiö ja sen omistajat. Tämä voi vaikuttaa yrityksen kiinnostavuuteen sijoittajan näkökulmasta. (Bharath & Dittmar, 2010, 7)

Pagano et al. (1995, 5) toteaa, että epäsymmetrinen informaatio on suurempi uhka pienille ja nuorille yrityksille kuin suurille ja vanhoille koska nuorilla yrityksillä näkyvyys ja tunnettuus sijoittajien keskuudessa ovat vielä vähäistä. Tästä johtuen listautumispäätökseen tulisi vaikuttaa yrityksen koko ja ikä.

- *Johdon ajankäyttö*

Inha et al. (2003) mukaan johdon ajankäyttö siirtyy tärkeistä yhtiön operatiivisten tavoitteiden ja toiminnan johtamisesta vähemmän oleellisten asioiden hoitamiseen, kuten yhtiön hallinointiin. Tärkeiden operatiivisten päätösten sijaan aika kuluu toimintatapojen terävöittämiseen, sijoittajasuhteiden hoitamiseen sekä esimerkiksi yhtiön julkisuuden kysyntään vastaamiseen. Taskila (2008, 14) on asiasta samaa mieltä ja lisää että koko listautumisprosessi vie paljon aikaa ja resursseja ja se voi kestää jopa kaksi vuotta.

- *Tietojen julkistaminen*

Albornoz & Pope (2004, 10) toteaa artikkelissaan, että listautumisesta johtuvan tiedonantovelvollisuuden myötä yrityksen on paljastettava tärkeää informaatiota teknologisesta kehityksestään ja markkinointisuunnitelmistaan kilpailijoilleen. Tästä kilpailuedun menetyksestä johtuen yritykset joutuvat tarkkaan harkitsemaan listautumispäätöstään (Albornoz & Pope, 2004, 10). Fischerin (2000, 7) mukaan ongelma on suurin korkean teknologian yrityksillä ja todennäköisyys listautumatta jättämiselle on niillä myös korkein. Tosin mitä enemmän samalla toimialalla kilpailee jo listautuneita yrityksiä, todennäköisyys uusien yritysten listautumiseen kasvaa. (Fischer, 2000, 7) Tämän lisäksi listautuneiden yritysten veroasioita tutkitaan tarkemmin kuin yksityisten yritysten (Pagano et al., 1995, 6).

- *Päämies-agenttiongelman*

Taskilan (2008, 13) mukaan listautumisen myötä johto saattaa keskittyä lyhyen aikavälin tavoitteiden saavuttamiseen pitkän aikavälin suunnitelmien sijaan.

Koska johto pyrkii tekemään tuottoa sijoittajille lyhyellä aikavälillä ja sijoittajat katsovat yrityksen toimintaa pitkällä aikavälillä, voi syntyä päämies-agenttiongelman. (Taskila, 2008, 13)

## 2.4 Listautumisen tuomat muutokset yritykselle

### 2.4.1 Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuudet

Kuten kappaleessa neljä jo todettiin, listautuminen tuo mukanaan tiukempaa valvontaa niin toiminnan kuin taloudellisen aseman kannalta. On hyvin tärkeää, että listautunut yhtiö täyttää kaikki velvollisuutensa koskien lakiin, asetuksiin, säädöksiin ja sopimukseen sisältyviin velvoitteisiinsa. (Inha et al., 2003, 33)

Listautuneelle yritykselle on asetettu tavallista osakeyhtiötä enemmän lakisääteisiä velvollisuuksia. Myös tiedonantovelvollisuus laajenee ja lisääntyy. Listautuneella yhtiöllä voidaan sanoa olevan *yleinen tiedonantovelvollisuus*. Listautumisesta johtuvaa tiedonantovelvollisuutta hoitaa arvopaperimarkkinalaki (AML). Se antaa säädökset jotka sisältää useita säännöksiä, joita listayhtiöiden on noudatettava. (Inha et al., 2003, 33)

Yleisen tiedonantovelvollisuuden peruslähtökohtana on se, että sillä pyritään turvaamaan kaikkien markkinaosapuolten saama informaatio, joka sisältää kohdeyrityksen arvonmäärityksen kannalta tärkeitä asioita, jotta jokaisella osapuolella olisi riittävä, yhtäläinen ja yhtäaikainen tieto yrityksen liikkeelle laskeman arvopaperin arvosta. Rahoitustarkastus ja Helsingin Pörssi valvovat tiedonantovelvollisuuden noudattamista. Ne pystyvät antamaan määräyksiä AML:n säännösten pohjalta tiedonantovelvollisuuden tarkemmasta sisällöstä. (Inha et al. 2003, 33–34)

Listayhtiöillä on myös nk. *jatkuva tiedonantovelvollisuus*, jonka vuoksi yhtiön on jatkuvasti julkistettava osakkeen arvoon vaikuttavista tekijöistä (finanssivalvonta.fi, 2012a). Tähän liittyy läheisesti nk. *liputussääntö*. Sen mukaan listayhtiön omistusosuuksien muutoksista on ilmoitettava finanssivalvonnalle ja asianomaiselle listayhtiölle ja se koskee muutosta hakevaa osakkeenomistajaa. Yhtiön on itse ilmoitettava osakkeenomistajan tekemä liputus. Arvopaperimarkkinalaissa on

ilmoitettu rajat missä tilanteissa tämä ilmoitus on tehtävä. Tämä nk. liputussäännös antaa osakkeenomistajille mahdollisuuden saada tietoa listayhtiön omistus- ja vallankäyttörakenteesta ja sen muutoksista. (finanssivalvonta.fi, 2012b)

*Säännöllinen tiedonantovelvollisuus* liittyy yrityksen taloudelliseen raportointiin. Se sisältää finanssivalvonnan (FIVA) säännöt tilinpäätöksestä ja siihen liittyvistä asioista kuten toimintakertomuksesta ja osavuosikatsauksesta. (finanssivalvonta.fi, 2012c)

## **2.4.2 Muutokset omistusrakenteessa ja johtamisessa**

Kuten aikaisemmin kävi jo ilmi, listautumisen myötä yrityksen omistusrakenne muuttuu. Uusien osakkaiden myötä johdon päämäärät voivat olla ristiriidassa omistajien kanssa, jolloin voi syntyä agenttiongelmia. Mäkelä (1999, 73) toteaa, että yrityksen johtaminen vahvenee listautumisen myötä, kun johdon on selkeästi päästävä tulostavoitteisiinsa. Myös vastuusuhteet on syytä selkiyttää, koska ne ovat noteerauksen myötä perusteltava ulkopuolisille omistajille. Sääntöjen lisääntymisen myötä toisaalta myös mahdollisuudet lisääntyvät tarkkailu ja valvonta kasvavat. Tämä kasvava valvonta pakottaa yrityksen luomaan uudet ja tehokkaat seurantajärjestelmät. (Mäkelä, 1999, 73–74)

## **3 Aineiston esittely**

Tutkimuksessa käytettävä data on peräisin NASDAQ OMX:n Internet sivulta. *”NASDAQ OMX Group on maailman suurin pörssitoimialan yritys, joka tarjoaa kaupankäynti-, pörssiteknologia- ja listayhtiöpalveluita kuudella mantereella. NASDAQ OMX:n pörssiin on listattu yhteensä yli 3 500 pörssi-yhtiötä. NASDAQ OMX Nordic käsittää NASDAQ OMX -konsernin pohjoismaisten pörssien yhteisen tarjonnan Helsingissä, Kööpenhaminassa, Tukholmassa, Islannissa, Riiassa ja Vilnassa.”* (nasdaqomxnordic.com 2012b)

Data koostuu Pohjoismaiden listautuneista yrityksistä toimialoittain, aina vuodesta 2006 alkaen, vuoteen 2012 asti. Data mahdollistaa Pohjoismaiden yrityksistä Suomen, Ruotsin, Islannin ja Tanskan keskinäisen vertailun. *”NASDAQ OMX:n käyttämä toimiala-luokitus pohjautuu ICB-järjestelmään (engl. Industry Classification Benchmark). Sen mukaan yhtiöt luokitellaan toimialoihin, joista pääosa yhtiön*

*liikevaihdosta muodostuu*” (pörssisaatiö.fi 2012b). NASDAQ OMX muutti vanhasta GICS-toimialaluokitusjärjestelmästä uuteen helmikuun alussa 2012 (cisionwire.fi 2012).

Tietokanta sisältää sekä ”Nordic List”, että ”First North” listat. OMX:n Nordic List, on lista pohjoismaalaisten yritysten NASDAQ OMX pörssiin listatuista yrityksistä. NASDAQ OMX First North on OMX:n omistukseen kuuluva vaihtoehtoinen osakepörssi, joka on tarkoitettu Pohjoismaissa toimiville pienemmille yrityksille. (Zeeland Oyj yhtiöesite 2011, 3) First North markkinapaikassa ei ole EU-direktiivien tuomia velvoitteita ja on siten vähemmän säännelty kuin päämarkkinapaikka. (Nasdaq OMX., 2012, 4). Tässä työssä tarkastelu keskittyy päämarkkinapaikkaan.

Analyysissä tarkasteluajanjakson pituus on viisi vuotta. Suomen osalta tarkasteluajanjakso ulottuu aina vuoteen 2000 asti, kattavamman vertailun saavuttamiseksi. Tarkastelu kohdistuu pohjoismaiden maakohtaisiin ja toimialakohtaisiin tuloksiin. Tämän lisäksi yhtiöitä tarkastellaan myös niiden markkina-arvon perusteella, jonka mukaan ne ovat lajiteltu kolmeen kokoluokkaan: suuret (engl. large-cap), keskisuuret (engl. mid-cap) ja pienet (engl. small-cap). Lisäksi suomen osalta tarkastelemme viimeisen kahdentoista vuoden tapahtumia Helsingin pörssin sisällä, eli listautuneita ja listalta poistuneita yrityksiä.

## **4 Tulokset**

### **4.1 Maakohtainen kehitys**

Kaaviosta 1, voidaan nähdä viimeisen viiden vuoden kehityssuunnan. Listattujen yritysten kokonaismäärä on ollut lievässä laskussa aina vuodesta 2008 lähtien ja se on muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta laskenut jokaisen maan kohdalla tarkastelujakson jokaisen vuoden aikana. Poikkeuksena on ollut tilanne Ruotsissa, jossa vuonna 2010 – 2011 listattujen yritysten määrä on kasvanut hiukan edellisvuoteen nähden mutta jatkanut laskuaan taas vuonna 2012. Islannissa on ollut laskua vuoteen 2011 asti, mutta vuonna 2012 suunta on muuttunut kasvuun.



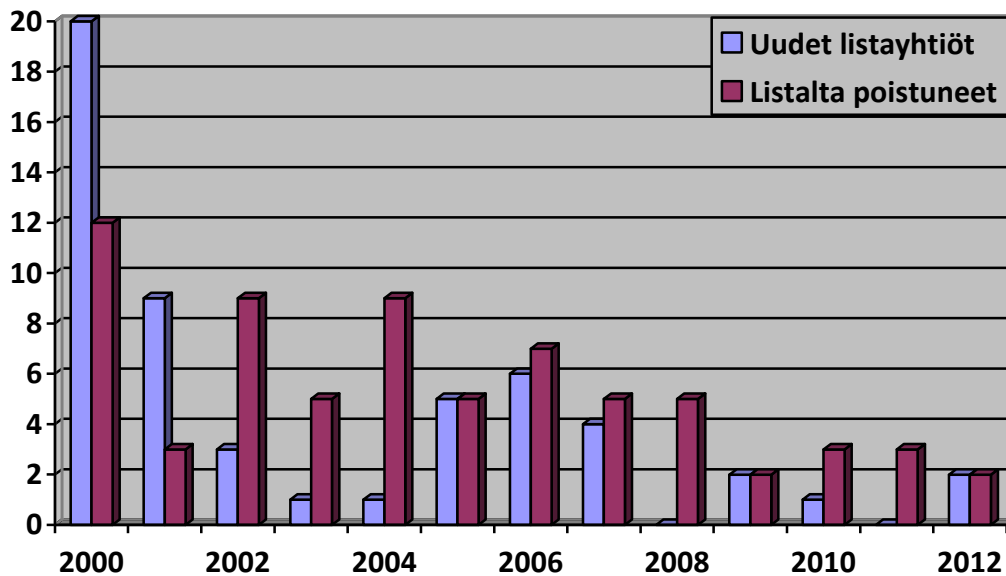
Kaavio 1. Listayhtiöt pohjoismaat

Yritysten vähentyminen listalta voi olla seurausta esimerkiksi siitä, että 1) listayhtiö on siirtynyt takaisin yksityiseen toimintamalliin, 2) listayhtiö on mennyt konkurssiin, 3) listayhtiö on siirtynyt ulkomaalaiseen pörssiin.

#### 4.1.1 Kehitys Suomessa

Listautumisaktiiviteetti on ollut vuoden 2000 ”teknobuumin” jälkeen hiljaista Helsingin pörssissä. Tukholman ja Kööpenhaminan pörssissä, listautumisvilkkaus on ollut selvästi Helsinkiä aktiivisempaa niin päälistalla kuin moninkeskeisessä markkinapaikassa, First Northissa. Tämä vaihtoehtoinen osakepörssi on nykyään esimerkiksi Tukholmassa suosituimpi listautumiskohde kuin itse päälista, mutta Suomessa kyseisellä listalla vaikuttaa tällä hetkellä vain kolme yritystä. (pörssisäätiö.fi 2012a)

NASDAQ OMX:n Helsingin pörssin yritysten syyskuun 2012 markkina-arvo oli noin 120 miljardia euroa. Päivässä tehtävien kauppajen arvo oli yhteensä noin 400 miljoonaa ja kauppaja tehtiin 70 000-75 000. Ennen käynnissä olevaa finanssikriisiä luvut olivat suurempia ja kaupankäynti vilkkaampaa. Kriisi on vaikuttanut pörssiin ympäri maailmaa ja yhtä lailla Helsingin pörssissä vaikutukset olivat huomattavat. Pörssin vaihto on tällä hetkellä alle puolet vuoden 2007 vaihdosta. (taloustaito.fi 2012)



Kaavio 2: Helsingin pörssin listautumisaktiiviteetti (pörssisäätiö.fi 2009, pörssisäätiö.fi 2012a, nasdaqomxnordic.com 2012a)

Kaavio 2 kertoo Helsingin pörssissä tapahtuneiden uusien listautumisten määrän viimeisen 12 vuoden aikana. Vuonna 2012 listautumisia on ollut muutama, joista ensimmäinen tapahtui vuoden alussa Scanfilin listaututtua pörssiin. Syksyllä listalle on tullut Sotkamo Silver. Vuosi 2011 oli listautumisten osalta Helsingin pörssissä hiljaista, koska yksikään yritys ei noussut päälistalle. Tikkurilan irtautuessa Kemirasta vuonna 2010, se listautui Helsingin pörssiin ja oli kyseisen vuoden ainoa listalle nousija. Vuonna 2009 nykyisin uutisotsikoissa oleva Talvivaara listautui aluksi Lontoon pörssiin ja hieman myöhemmin myös Helsingin pörssiin. Talvivaara oli Aktian kanssa 2009 vuoden listalle nousijat. (pörssisäätiö.fi 2012) Vuoden 2008 osalta uusien listautuneiden yritysten määrä jäi nolliin.

Listautumisten määrä on vähentynyt huomattavasti sitten 2000-luvun pörssiromahduksen. Se sai alkunsa IT-alan yritysten ylioptimistisista kasvuodotuksista, näiden listaututtua liian varhaisessa kehitysvaiheessa. Tämän seurauksena sijoittajat kärsivät tappioita ja varovaisuus kasvoi. (Tirroniemi 2009, 2)

Suomalaisyriyten heikkoon listautumishalukkuuteen on etsitty viime vuosina syitä useaan otteeseen. On huomattu että esimerkiksi IFRS-kirjanpidosta ja tiukoista sisäpiirisäädöksistä johtuen suomalaisyritykset eivät halua listautua pörssiin. Yhtenä

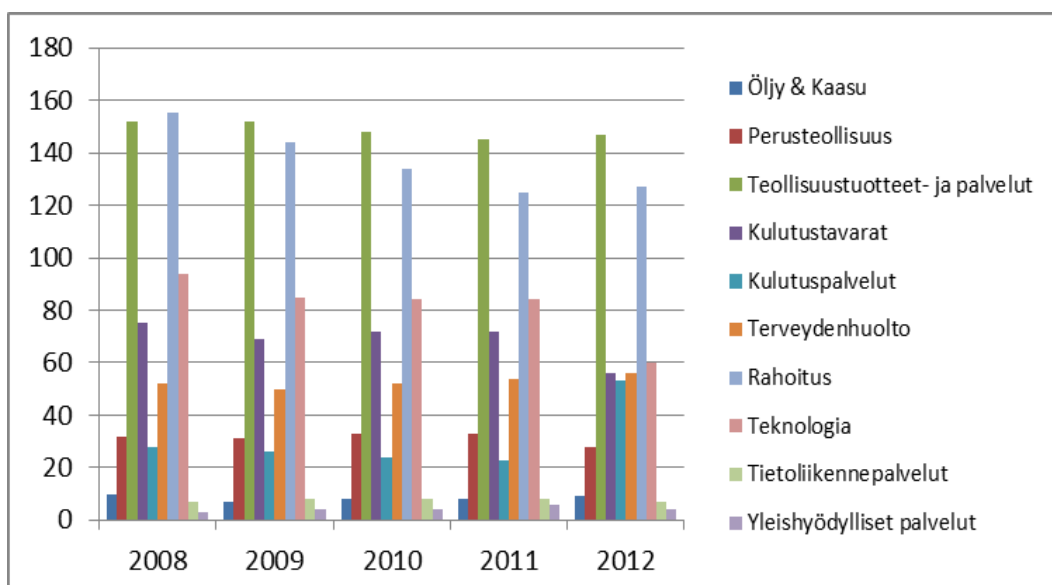


syynä pidetään myös listautuneiden ja listautumattomien yritysten osinkojen erilaista verotusta, jonka on arvioitu vaikuttavan etenkin suurten perheyhtiöiden listautumishalukkuuteen negatiivisesti. (taloussanomat.fi 2012b) Tämän lisäksi alhaiset pankkien korot ovat tehneet velkarahoituksesta halvempaa, minkä vuoksi vieras pääoma on ollut suosittu rahoitusmuoto (Tirroniemi 2009, 1).

Suomessa mietitään jatkuvasti tapoja kehittää ja tehostaa Suomen pääomamarkkinoita. Listautumisen kynnystä on pyritty madaltamaan muun muassa First North -markkinapaikalla. Se tarjoaa yrityksille sääntelyltään hieman päällistä helpomman vaihtoehdon. Sen lisäksi on annettu esityksiä pienten osinkojen verottomuudesta. Tämä tarkoittaa sitä, että pienet listatut kasvuyritykset saisivat säilyttää listaamattoman yrityksen aseman osinkoverotuksessa. Tämä uudistus koskisi First North listalle nousevia yrityksiä. Vuonna 2011 Helsingin pörssi yritti houkutella uusia listautujia erilaisilla listautumis- ja kaupankäyntikuluista myönnettävillä alennuksilla, mutta turhaan. (taloustaito.fi 2012, taloussanomat.fi 2012b)

#### 4.2 Toimialakohtainen kehitys

Listautuneet yhtiöt ovat jakautuneet hyvin epätasaisesti toimialoittain pohjoismaissa. Valtaosa listatuista yrityksistä näyttää toimivan teollisuustuotteet- ja palvelut sekä rahoitus toimialoilla, vähiten yrityksiä on listautuneina yleishyödylliset palvelut, tietoliikennepalvelut ja öljy & kaasu toimialoihin.



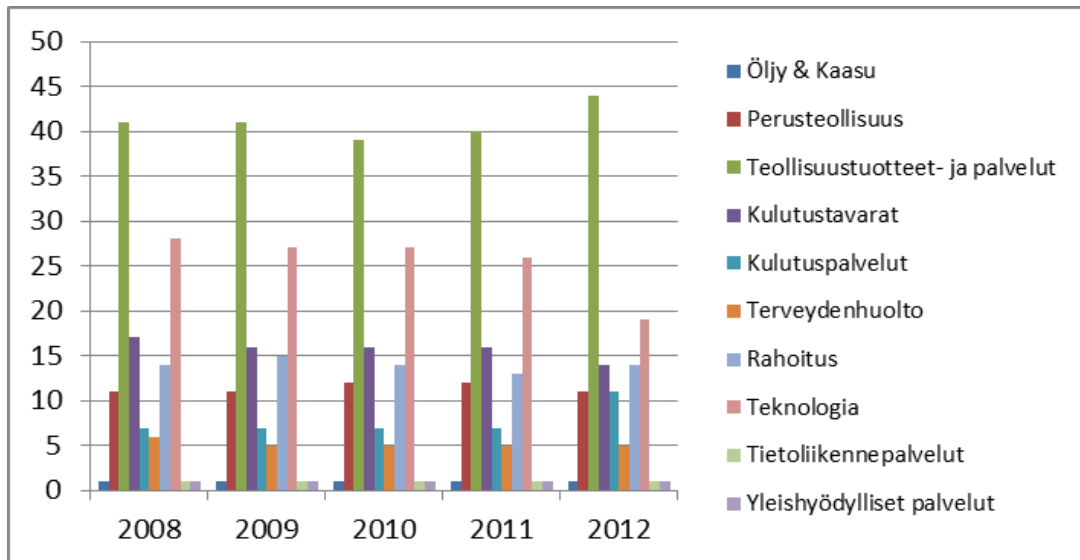
### Kaavio 3. Listayhtiöiden toimialajakauma pohjoismaissa

Suurimmat muutokset näyttävät olevan ”kulutuspalvelut ja teknologia” toimialoilla, joissa molemmissa vuoden 2012 arvot aikaisempiin vuosiin nähden ovat muuttuneet rajusti. Toimialalla ”kulutuspalvelut”, listautuneiden määrä kasvoi vuoden 2011 lukemasta kolmellakymmenellä yrityksellä elokuuhun 2012 mennessä. ”Teknologia” toimialalla suunta on ollut päinvastainen ja siellä puolestaan vuonna 2012 listautuneiden määrä on laskenut 24 kappaleella edellisvuoteen verrattuna.

Koska muutokset liittyvät vuoteen 2012, jolloin NASDAQ OMX otti käyttöön uuden ICB-toimialaluokituksen, on mahdollista että muutos on vaikuttanut toimialaluokkien sisältöön ja näin ollen eriävyyksiä voidaan pitää järjestelmän käyttöönotosta liittyvinä muutoksina. Asiaa tarkemmin tarkasteltuna asia onkin näin, koska suuri harppaus on tapahtunut juuri uuden järjestelmän käyttöönoton aikana helmikuussa 2012 jolloin toimialat ”informaatio teknologia” (engl. information technology) muuttui ”teknologia” (engl. technology) nimeä kantavaksi toimialaksi. Myös ”kulutuspalvelut” (engl. consumer services) muuttui aikaisemmasta ”päivittäistavarat” (engl. consumer staples) nykyiseen toimialaluokkaan.

Muutos johtuu eri toimialaluokitusjärjestelmien tavasta luokitella niihin kuuluvia yrityksiä. Kun puhutaan yritysten luokittelemisesta eri toimialoihin, puhutaan yleensä kahdesta eri lähestymistavasta: 1) *Markkina-orientoitunut lähestymistapa* ja 2) *tuotanto-orientoitunut lähestymistapa*. Jälkimmäinen eli tuotanto-orientoitunut tapa luokittelee yritykset toimialoihin niiden tuotannon perusteella. ICB-järjestelmä on esimerkki tuotanto-orientoituneesta lähestymistavasta. GICS-järjestelmä on markkina-orientoitunut ja näin ollen hieman erilainen kuin ICB. Pienistä muutoksista huolimatta järjestelmät ovat kuitenkin hyvin samanlaisia ja eroavaisuuksia on vain vähän ja ne ovat lähinnä luokittelun alemmilla tasoilla. Näin ollen erot eivät vaikuta suuresti päätasoihin. (Investopedia.fi 2008)

Yleisesti pohjoismaiden kaaviosta voidaan todeta, että listautuneiden yritysten määrä eri toimialoilla on laskenut kohtuullisen tasaisesti toimialoittain. Kun yllä mainitut toimialat jätetään tarkastelusta, eniten muutoksia on tapahtunut rahoitusalaalla, jossa listattujen yritysten määrä on muuttunut vuoden 2008 ja 2011 välillä 30 yksikköä alaspäin ja noussut taas seuraavana vuotena muutamalla yksiköllä. Vallitseva laskusuhdanne on siis vaikuttanut eniten rahoitusalan yrityksiin.



Kaavio 4. Listayhtiöt toimialoittain Suomessa

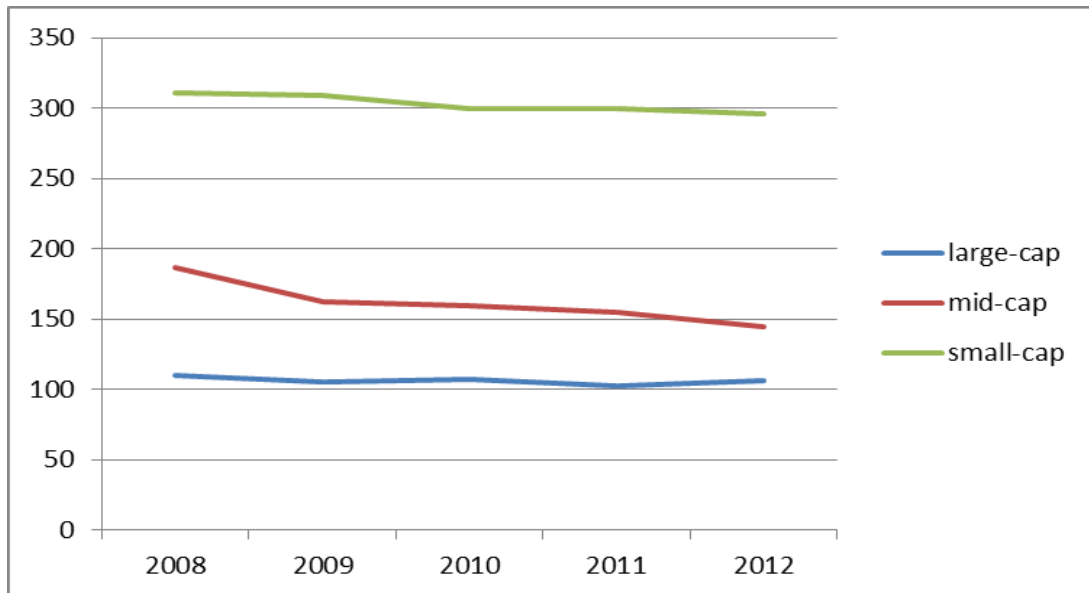
Erot uusien listattujen yhtiöiden ja absoluuttisten listattujen määrän välillä selittyy sillä, että Suomeen ei ole viime vuosina tullut juurikaan uusia listayhtiöitä vaan muutokset pörssissä johtuvat yritysostoista. Toisin sanoen, toinen yritys on ostanut jo listalla olleen yrityksen ja vaihtanut tämän toimialaa poistumatta listalta. Suurin osa tapahtuneista listautumisista liittyykin vain yritysjärjestelyihin. (Tirroniemi 2009, 2)

Kun tarkastellaan pörsseissä toimivien yritysten omistusosuuksia ulkomailla, Helsingin pörssi oli, ja on vieläkin yksi kansainvälisimmistä pörseistä maailmalla. Ennen nykyistä finanssikriisiä Helsingin pörssiyritysten omistuksesta 51 prosenttia oli ulkomailla. Nykyään osuus on noin 44 prosenttia. (taloustaito 2012) Kun Nokia kattoi aikoinaan suurimman osan Helsingin pörssistä, sen omistuksesta oli silloin 70 prosenttia ulkomailla. Vielä nykyäänkin sillä on merkitystä ja se nostaa Helsingin kansainvälisyysprosenttia. Nokian heikkeneminen on kuitenkin muuttanut Helsingin pörssin toimialarakenteita. Nokian ollessa vahva, Helsingin pörssiä pidettiin ”teknopörssinä”, jossa teknologia oli tärkein ja vallitsevin toimiala. Nykyään Helsingin pörssi on tasapainoinen pörssi, jossa on monta vahvaa toimialaa (taloustaito.fi 2012).

### 4.3 Yrityskokoon liittyvä kehitys

Kaaviosta 5 voi huomata, että pk-yritysten listautuneiden määrä pohjoismaissa on laskenut joka vuosi tarkasteluajanjaksolla. Suuryrityksillä puolestaan käyrä on noussut ja laskenut tasaisesti ja muutokset ovat olleet vähäisiä. Toisin kuten pk-

yrittäjillä, suuryrityksillä listautuneiden yritysten määrä näyttää olevan kasvamaan päin. Tästä voi siis päätellä että nykyinen laskusuhdanne vaikuttaa dramaattisemmin pieniin ja keskisuuriin yrityksiin kuin suuryrityksiin.



Kaavio 5. Pohjoismaiden listayhtiöt kokoluokissa

Pk-yritysten katoaminen listalta on ollut määrällisesti suurinta Tanskassa ja Ruotsissa, joissa yrityksiä on poistunut yhteensä 45 kappaletta. Prosentuaalisesti suurin kato on ollut Islannissa, jossa vuosien 2008 ja 2012 välissä, keskisuurten yritysten määrä on pudonnut lähes 73 %. Suomessa muutokset ovat olleet lähes olemattomia.

Koska suuryrityksiä syntyy hyvin harvoin verrattuna pk-yrityksiin, suuryrityksille on rakentunut varmempi ja järkkymättömämpi rahoitusrakenne. Tämä voi osittain olla syynä suuryritysten listalla pysyvyyteen. Epävarmasta taloustilanteesta johtuen pk-yritykset eivät välttämättä uskalla lähteä listautumaan ja näin muuttamaan organisaatorakennettaan koska riskit epäonnistua on olemassa. Niillä ei myöskään välttämättä ole varoja puskurina kuluille, joita listautuminen tuo tullessaan. Tämä voi olla syynä pk-yritysten laskevaan listautumishalukkuuteen.

#### 4.4 Helsingin pörssin tulevaisuus

Helsingin pörssin tulevaisuus näyttää hieman valoisammalta, kuin mitä se on ollut uusien listautumisten kannalta viime vuosina. Vuoden 2012 loppuun mennessä

vaihtoehtoinen markkinapaikka sai jo uuden tulokkaan kun teknologiayritys Siili Solutions listautui pörssiin. (arvopaperi.fi 2012) Myös älypuhelin-yhtiö Jollalla on suunnitelmissa listautua pörssin First North listalle (hs.fi 2012).

Helsingin pörssin toimitusjohtajan Lauri Rosendahlin mukaan kiinnostus pörssiin on kasvussa. Kiinnostuneita ovat niin pienet kuin suuretkin yritykset sekä perheyrietykset. Rosendahlin mukaan varsinkin pienien innovaatiovetoisten yritysten kiinnostus on merkittävästi kasvussa. (taloussanomat.fi 2012b) Rosendahl (2009) myös toteaa, että finanssikriisin jälkeen velkapääomasta on maailmalla pulaa, koska pankkien lainanantokyky on heikentynyt. Tämä vahvistaa pörssin merkitystä yhtiöiden rahoituksen mekanismina, kun listautunut yhtiö voi hakea osakemarkkinoilta riskirahoitusta. (pörssisäätiö.fi 2009)

Ruotsissa on tarkoitus avata lähitulevaisuudessa First North – joukkolainamarkkinat. Nämä uudet markkinat mahdollistavat yksityisten sijoittajien ja yrityslainojen välisen kaupankäynnin. Mikäli markkinat menestyvät Ruotsissa, on Helsingin pörssikin valmis avaamaan kyseisen kaupankäyntikeinon. (taloustaito.fi 2012)

## **5 Yhteenveto ja johtopäätökset**

Yrityksen listautumispäätökseen liittyy useita etuja ja haittoja, joiden vaikutus listautumisen onnistumiseen riippuu monista eri asioista. Näitä ovat yrityksen sisäiset asiat kuten: koko, ikä, elinkaaren vaihe, toimiala sekä ulkoiset asiat kuten: markkinatilanne, taloustilanne, sijainti, ja kulttuuri. Se missä suhteessa yritys joutuu näitä punnitsemaan tehdessään listautumispäätöstä, on täysin tapauskohtaista. Ainoastaan tietyt kustannukset voivat olla samat samalla alueella toimiville yrityksille, mutta muuten listautumisprosessi on ainutlaatuinen tapahtuma jokaiselle yritykselle.

OMX:n päämarkkinapaikalla listautuneiden yritysten määrä on ollut laskussa pohjoismaissa lähes koko tarkasteluajanjaksolla. Ruotsissa ja Tanskassa vaihtoehtoinen listautumiskohde First North, on ollut päämarkkinapaikkaa suositumpi vaihtoehto. Suomessa vain muutama yritys on päätenyt kyseiselle listalle ja keskustelua käydäänkin siitä, kannattaisiko suomalaisyritysten hyödyntää vaihtoehtoista markkinapaikkaa aktiivisemmin.

Laskusuhdanteen vaikutukset ovat tutkimuksen mukaan kohdistuneet eniten rahoituslalle, jossa muutokset listautuneiden määrässä ovat olleet suurimmat. Helsingin pörssissä rahoitusalan yritykset ovat pysyneet listalla, mutta muissa pohjoismaissa ne ovat vähentyneet huomattavasti. Lisäksi vaikutukset näyttävät kohdistuneen vahvemmin pk-yrityksiin. Toisin sanoen pienten ja keskisuurten rahoitusalan yritysten listautuminen on ollut listalta poistumisia reilusti vähäisempää.

Suomessa listautuminen on ollut lähes pysähdyksissä viimeisen viiden vuoden ajan. Listalle on tullut vain kourallinen yrityksiä kun samalla sieltä on poistunut useita. Taloustilanne on osaltaan edesauttanut listautumishalukkuuden katoamista, mutta se ei ole yksinään syy tapahtuneeseen. Lähtölaukauksen listautumisten loppumiselle antoi 2000-luvun pörssiromahdus, joka sai aikaan merkittäviä vähentymisiä listautumisessa. Myös alhaiset korot sekä Suomen verotusjärjestelmä ovat tunnettu esteeksi listautumiselle. Lähitulevaisuudessa uskotaan kuitenkin tilanteen muuttuvan ja pörssin lähtevän paremmin pyörimään. Toimenpiteisiin on ryhdytty ja jatkuvasti pörssin toimintaa pyritään tehostamaan ja parantamaan. Uusia markkinoita on kehitteillä ja tilanteen uskotaan paranevan. Vain tulevaisuus voi näyttää miten taloustilanne jatkossa kehittyy ja tuleeko päämarkkinapaikasta enää yhtä suosittua kuin mitä se oli 2000-luvun alussa.

Mielenkiintoista on nähdä, alkavatko suomalaisyritykset hyödyntämään vaihtoehtoja markkinapaikkaa First Northia jatkossa enemmän, kuten tekee esimerkiksi naapurimaa Ruotsi? Voidaanko sitä kautta pienet kasvuhakuiset innovaatioyritykset saada taas kiinnostumaan listautumisesta ja pääomarahoituksesta?

## 6 Lähteet

- Albornoz, B. G., & Pope, P. F., (2004) The determinants of the going public decision: Evidence from the U.K. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A, 1-33
- Bancel, F., & Mittoo, U. R., (2009) Why do European firms go public? *European Financial Management* 15, 4, 844-884
- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K., (2010) *Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?* Oxford University Press, 1-56
- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K., (2006) To be or not to be (public). Using going private transactions to examine why firms go public. University of Michigan Ross School of Business Research Paper, 1-58
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E., (2006) Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 339-436
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F., (2008) *Principles of corporate finance*, 9<sup>th</sup> edition, New York, McGraw – Hill/Irwin
- Carpenter, R. E., & Rondi, L., (2006) Going public to grow? Evidence from a panel of Italian firms. *Small Business Economics* 27, 387-407
- Ernest, W. Walker. & J. William Petty II, (1978) *Financial management of the small firm*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall Inc.
- Fischer, C., (2000) Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt. Institute for capital market research and finance, Department of finance, Faculty of business administration, Ludwig-Maximilians-University of Munich, 1-43
- Goergen, M., Khurshed, A., & Mudambi, R., (2006) The Strategy of Going Public: How UK Firms Choose Their Listing Contracts. *Journal of Business Finance & Accounting* 33(1) & (2), 79–101

- Hoppu, E. & Hoppu, K. (2007) Kauppa- ja varallisuus oikeuden pääpiirteet. Juva, WS Bookwell Oy
- Taskila, J. (2008) The challenges and opportunities of taking a small software business public: Case of Sparecom PLC. Opinnäytetyö. Jyväskylä University of Applied Sciences, School of Business Administration
- Kim, W., & Weisbach, M. S., (2005) Do firms go public to raise capital? National Bureau of Economic Research, Working paper 11197, 1-35
- Kinnunen, J., Laitinen, E. K., Laitinen, T., Leppiniemi, J., Puttonen, V. (2006) Mitä on yrityksen taloushallinto? Keuruu, Otava Kirjapaino Oy
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2007) Moderni rahoitus, Juva, WS Bookwell Oy
- Leppiniemi, J. (2005), Rahoitus, Helsinki, Werner Söderström Osakeyhtiö
- Leppiniemi, J., & Puttonen, V. (2002) Yrityksen rahoitus. Porvoo, WS Bookwell Oy
- Marchisio, G., & Ravasi, D., (2001) Family firms and the decision to go public: A study of Italian IPO:s', Strategic and Entrepreneurial Management Department, SDA Bocconi – Bocconi University School of Management, 1-21
- Merton, R. C., (1987), A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. The Journal Of Finance 42, 3, 483-510
- Modigliani, F., & Miller, M. H., (1958) The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. The American Economic Review 48, 3, 261-297
- Mäkelä, T. (1999) Listautuminen ja sen aiheuttamia muutoksia yhtiölle. Diplomityö. Lappeenranta, Lappeenrannan Teknillinen Korkeakoulu, Tuotantotalouden osasto.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2000) Yritysrahoitus. Helsinki, Oy Edita Ab.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L., (1995) Why do companies go public? An empirical analysis. Working paper 5367, 1-60
- Ross, S. T., Westerfield, R. W., & Jaffe, J., (2005) Corporate Finance, 7<sup>th</sup> ed. McGraw-Hill/Irwin, a business unit of the McGraw-Hill Companies, Inc., 1221 Avenue of the Americas, New York, NY.



Tirroniemi, M. (2009) Valtionyhtiön Listautuminen Pörssiin, Itella Oyj. Opinnäytetyö. Helsinki, Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tirole J. (2006) The theory of corporate finance. Princeton, Princeton University Press.

### **Internet lähteet:**

Pörssisäätiö.fi (2009) Pörssi odottaa listautumisinnon taas heräävän.

[verkkojulkaisu].[viitattu 14.12.2012]. Saatavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/2009/08/27/porssi-odottaa-listautumisinnon-taas-heraavan/>

Pörssisäätiö.fi (2012a) Listautumiset Pohjoismaissa viimevuosina.

[verkkojulkaisu].[viitattu 14.12.2012]. Saatavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/>

Taloustaito.fi (2012) Helsingin pörssi pärjää kilpailussa. [verkkojulkaisu].[viitattu

14.12.2012]. Saatavissa: <http://www.taloustaito.fi/fi-FI/s/sijoitukset/helsingin-porssi-parjaa-kilpailussa>

Inha, A-M., Kuittinen, E., Makkonen, S., Päällysaho, P., Raunio, M., Reinikainen, M., (2003) Yhtiön Listautuminen Suomessa. [verkkodokumentti]. [viitattu 16.10.2012].

Saatavissa: [http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/pwc\\_listautuminen.pdf](http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/pwc_listautuminen.pdf)

Nasdaqomxnordic.com, (2012a) The Nordic List. [excel data]. [viitattu 16.10.2012]

Saatavissa: <http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/>

Nasdaqomxnordic.com, (2012b). [verkkojulkaisu]. [viitattu 16.10.2012] Saatavissa:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/>

Taloussanomat.fi., (2012a) Taloussanakirja. [verkkojulkaisu]. [viitattu 17.10.2012]

Saatavissa:

<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/termi/vieras%20p%E4%E4oma/>

Taloussanomat.fi (2012b) Scanfilin listautuminen saattoi lopettaa pörssin jääkauden.

[verkkojulkaisu].[viitattu14.12.2012]. Saatavissa:

<http://www.taloussanomat.fi/porssi/2012/01/02/scanfilin-listautuminen-saattoi-lopettaa-porssin-jaakauden/201220130/170>

Finanssivalvonta.fi (2012a)

[verkkajulkaisu]. [viitattu 14.11.2012] Saatavissa:  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Jatkuva/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta.fi (2012b)

[verkkajulkaisu]. [viitattu 7.11.2012]

Saatavissa: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Liputus/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta.fi (2012c)

[verkkajulkaisu]. [viitattu 7.11.2012] Saatavissa:

<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Saannollinen/Pages/Default.aspx>

Pörssisäätiö (2012b) [verkkajulkaisu]. [viitattu 13.11.2012]. Saatavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/yritykset/testpage/>

Zeeland Oyj, (2011) Yhtiöesite, First North Finland. [verkkodokumentti]. [viitattu 13.11.2012] Saatavissa:

[http://zeeland.fi/sites/zeeland.fi/files/documents/investors/Zeeland\\_yhtioesite2011.pdf](http://zeeland.fi/sites/zeeland.fi/files/documents/investors/Zeeland_yhtioesite2011.pdf)

[verkkajulkaisu]. [viitattu 21.11.2012]. Saatavissa: <http://www.cisionwire.fi/omx-ab-g/r/nasdaq-omx-siirtyy-kayttamaan-icb-toimialaluokitusta-maailmanlaajuisesti,e267812>

Nasdaq OMX., (2012) First North Listautumiset Kasvun Tukena.

[verkkodokumentti]. [viitattu 21.11.2012]. Saatavissa:

[http://www.tekes.fi/fi/gateway/PTARGS\\_0\\_201\\_354\\_404\\_1325\\_43/http%3B/tekes-ali1%3B7087/publishedcontent/publish/fi\\_content/news/nasdaq\\_omx\\_firstnorth\\_listautumiset\\_300512.pdf](http://www.tekes.fi/fi/gateway/PTARGS_0_201_354_404_1325_43/http%3B/tekes-ali1%3B7087/publishedcontent/publish/fi_content/news/nasdaq_omx_firstnorth_listautumiset_300512.pdf)

Investopedia., (2008) GICS Vs. ICB: Competing Systems For Classifying Stocks.

[verkkajulkaisu]. [viitattu 21.11.2012]. Saatavissa:

<http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/global-industry-classification-industrial-classification-benchmark.asp#axzz2CruSGeml>

Arvopaperi.fi (2012) Siili Solutions aloitti pörssitaipaleensa. [verkkajulkaisu].[viitattu 10.1.2013]. Saatavissa:

<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/siili+solutions+aloitti+porssitaipaleensa/a847279>

Hs.fi (2012) Älypuhelin-yhtiö Jolla harkitsee listautumista Helsingin pörssiin. [verkkodokumentti].[viitattu 10.01.2013]. Saatavissa:

<http://www.hs.fi/talous/Talousel%C3%A4m%C3%A4+%C3%84lypuhelin-yhti%C3%B6+Jolla+harkitsee+listautumista+Helsingin+p%C3%B6rssiin/a1305608359449>