



**LUT School of Business and Management**

Kauppätieteiden kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

**Listautumisen motiivit, tavoitteet ja niiden saavuttaminen finanssialalla**  
**The motives and goals behind an initial public offering in the financial sector**

25.08.2019

Tekijä: Larissa Riedler

Ohjaaja: Elina Karttunen

## TIIVISTELMÄ

<b>Tekijä:</b>	Larissa Riedler
<b>Tutkielman nimi:</b>	Listautumisen motiivit, tavoitteet ja niiden saavuttaminen finanssialalla
<b>Akateeminen yksikkö:</b>	School of Business and Management
<b>Koulutusohjelma:</b>	Kauppatiede / Talousjohtaminen
<b>Ohjaaja:</b>	Elina Karttunen
<b>Hakusanat:</b>	pörssiin listautuminen, IPO, finanssiala, motiivit

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena on tarkastella finanssialan yrityksen pörssiin listautumisen taustalla olevia motiiveja ja motiiveista muodostuneita tavoitteita, sekä näiden tavoitteiden saavuttamista ja listautumisen onnistumista. Tutkielma on toteutettu kvalitatiivisena, eli laadullisena tutkimuksena. Aineisto tutkielmaan on kerätty puolistrukturoitujen haastatteluiden avulla, sekä kohdeyrityksen julkaisemista dokumenteista. Dokumentit, joita tutkielman aineistossa on hyödynnetty, ovat kaikki julkisia ja löytyvät kohdeyrityksen verkkosivuilta.

Tutkielmassa on hyödynnetty aiempia tutkimuksia, joita aiheesta on tehty ja niiden pohjalta on muodostettu tutkielmalle teoreettinen viitekehys. Teoreettisessa viitekehyksessä on esitetty listautumisen taustalla olevia mahdollisia motiiveja. Tutkielman toisessa kappaleessa on käyty läpi myös listautumisprosessia ja listautumisen tuomia muutoksia yhtiön toimintaan.

Tutkielman tuloksena saatiin finanssialan yrityksen listautumisen taustalla oleviksi motiiveiksi kolmeen pääkategoriaan jaettavissa olevat motiivit: taloudelliset motiivit, imagomotiivit ja muut motiivit. Yrityksen sisällä oltiin melko yhtenäisiä motiiveista pääpiirteittäin, mutta niiden taustalla olevissa tavoitteissa oli pieniä eroavaisuuksia. Kaiken kaikkiaan yrityksessä listautumista pidettiin onnistuneena ja tavoitteet oli suurimmaksi osaksi saavutettu.

## **ABSTRACT**

**Author:** Larissa Riedler  
**Title:** The motives and goals behind an initial public offering in the financial sector  
**School:** School of Business and Management  
**Degree programme:** Business Administration / Financial Management  
**Supervisor:** Elina Karttunen  
**Keywords:** IPO, initial public offering, financial sector, motives

The aim of this Bachelor's thesis is to find the motives and goals behind an initial public offering (IPO) done by a company in the financial sector and to see whether or not these goals were reached by the company doing the IPO. The used method of analysis in this thesis is qualitative. The data used in this thesis was collected via semi-structured interviews and by going through documents published by the researched company. The documents were all public and can be found on the company's website.

Existing research on IPO's was used in the making of the theoretical framework for the thesis. The theoretical framework showcases the different motives behind an IPO. The second chapter of the thesis also showcases the process of an IPO and the changes that an IPO requires in a company.

As the result of this thesis we found out that the motives behind an IPO for a company in the financial sector can be divided into three main categories: financial motives, image related motives and other motives. Within the company there was a mutual understanding of what the main motives where, but there where small differences in the goals that came from the motives. All in all the company agreed that the IPO was a success and they achieved most goals.

## Sisällys

1.	Johdanto.....	1
1.1	Tutkimusongelmat ja työn tavoitteet .....	2
1.2	Tutkimusmenetelmä .....	3
1.3	Tutkielman rakenne .....	4
2.	Listautuminen, sen motiivit ja mittarit.....	5
2.1	Listautuminen .....	5
2.1.1	Listautumisprosessi ja listautumisen edellytykset .....	6
2.1.2	Tiedonanto ja sijoittajaviestintä .....	7
2.1.3	Markkinatilanne.....	8
2.2	Listautumisen taustalla olevat mahdolliset motiivit .....	9
2.2.1	Motiivina taloudelliset tekijät.....	10
2.2.2	Motiivina imago .....	11
2.2.3	Muut motiivit.....	12
3.	Aineiston keräys ja analyysi .....	15
3.1	Haastateltavat ja heidän roolinsa listautumisessa .....	16
3.2	Kohdeyrityksen julkaisemat dokumentit.....	17
4.	Tutkimuksen tulokset.....	19
4.1	Taloudelliset motiivit .....	19
4.2	Imagomotiivit .....	24
4.3	Muut motiivit .....	26
5.	Yhteenveto ja johtopäätökset .....	28
5.1	Tulokset tutkimuskysymyksittäin .....	29
5.2	Johtopäätökset .....	31
5.2.1	Mahdollisia jatkotutkimuskysymyksiä .....	31
	LÄHTEET .....	32
	LIITTEET .....	35

# 1. Johdanto

Pörssiin listautumista pidettiin 1980 -luvulle asti yhtiön kasvun luonnollisena vaiheena, eli osana sen elinkaarta (Zingales, 1995, 425). Näin ei kuitenkaan voida enää ajatella, sillä esimerkiksi Paganon, Panettan ja Zingalesin (1998, 28) mukaan listautuminen ei ole enää vaihe, jonka jokainen yhtiö saavuttaa, vaan se on valinta muiden joukossa. Pörssiin listautumisen taustalla on nykyisin eri motiiveja eri yrityksille ja näiden motiivien mukana tulevat tavoitteet sille, mitä listautumisella halutaan saavuttaa. Minkälaisia motiiveja ja tavoitteita listautumisen taustalla voi olla ja mitä pörssiin listautuessa kannattaa ottaa huomioon, ovat tärkeitä kysymyksiä, joita yrityksen tulisi pohtia ennen listautumista. Näiden kysymysten lisäksi listautuvalle yhtiölle on olennaista myös onnistua listautumisessaan, joten sen tulisi myös ajatella etukäteen sitä, kuinka nämä tavoitteet saavutetaan.

Tämä kandidaatintutkielma käsittelee pörssiin listautumista sekä yleisellä tasolla, että finanssialan yrityksen näkökulmasta. Tutkielman tarkoituksena on selvittää mitä motiiveja, ja niiden pohjalta muodostuvia tavoitteita, pörssiin listautumisella aiempien tutkimuksien perusteella voidaan olettaa olevan ja tämän pohjalta pyritään selvittämään pätevätkö aiemmin tehtyjen tutkimusten pohjalta muodostuneet ennakkoodotukset finanssialan yrityksen pörssiin listautumiseen. Tämän lisäksi tutkielmassa tarkastellaan sitä, onko kohdeyritys saavuttanut asettamansa tavoitteet.

Westerholmin (2000, 1) mielestä pörssiin listautuminen on mielenkiintoinen tutkimusaihe monista eri syistä, kuten esimerkiksi listautumisen yhteydessä tapahtuvan likviditeetin parantamisen takia, joka onkin usein yksi listautumisen motiiveista. Muut syyt, joita Westerholm (2000, 1) nimeää ovat yhtiön johdon tekemien päätösten vaikutus yhtiön arvoon, haitallisen valikoitumisen mahdollinen ilmentyminen listautumispäätöstä tehtäessä ja kulut, jotka yhtiölle aiheutuvat listautumisen seurauksena. Tim Jenkins (2009, 701) huomasi 2009, että vaikka listautumiset olivat vähentyneet, listautumiseen liittyvien tutkimusten määrä kasvoi. Koska listautumista ei voida enää pitää itsestään selvänä yhtiön elinkaaren vaiheena, vaan enneminkin yhtiön elinkaaren aikana vastaan tulevana päätöksenä, onkin tärkeää tutkia mitkä

tekijät saavat yhtiön tekemään nykypäivänä sen päätöksen, jota ennen pidettiin itsestään selvänä (Paganon, Panettan ja Zingalesin 1998, 28). Pörssiin listautuminen on monimutkainen pitkä prosessi, jota yritysten tulisi miettiä tarkkaan, ennen kuin he sen toteuttavat, joten sen taustalla on hyvä olla muu motivaatio kuin se, että listautuminen on odotettu valinta kasvavalta yhtiöltä. On tärkeää tutkia mitä muita motiiveja listautumisen taustalla voi olla ja millaisia tavoitteita nämä motiivit tuovat listautumiselle, jotta voidaan tutkia edelleen, että tuovatko tietynlaiset motiivit menestystä yrityksen listautumiselle vai onko listautumisen onnistuminen aina jossain määrin satunnaista. Tätä voidaan tarkastella esimerkiksi sen avulla, että otetaan kohdeyritys ja tarkastellaan sen motiiveja listautumisen taustalla ja listautumisen onnistumista, niin kuin tässä tutkielmassa on tarkoitus tehdä.

Listautumisesta ja sen motiiveista on olemassa aiempaa tutkimusta ja sen taustalla olevia motiivejakin on käsitelty kirjallisuudessa esimerkiksi kohdeyritysten tai kohdemarkkinoiden näkökulmasta. Bancel ja Mittoo (2009) ovat esimerkiksi tutkineet sitä, miksi eurooppalaiset yritykset listautuvat pörssiin. Asiaa on tutkittu myös yleisellä tasolla, kuten esimerkiksi Pagano et al. (1998), jotka ovat tehneet empiirisen analyysin siitä, miksi yritykset päättävät listautua pörssiin.

## **1.1 Tutkimusongelmat ja työn tavoitteet**

Tämän tutkielman tavoitteena on kuvata listautumisprosessia kokonaisuutena, listautumisen taustalla olevia mahdollisia motiiveja, sekä tavoitteita, joita listautumisen motiiveista on muodostunut. Tutkielmassa käsitellään myös lyhyesti listauksen edellytyksiä ja muutoksia yhtiön toiminnassa, joita listautuminen tuo mukanaan. Sen lisäksi, että asiaa käsitellään olemassa olevan kirjallisuuden pohjalta yleisellä tasolla, asioita käsitellään myös suomalaisen finanssialalla toimivan kohdeyrityksen kokemusten pohjalta. Tutkielman keskipisteessä on listautumisen taustalla olevat motiivit ja niiden pohjalta muodostuvat tavoitteet, joita listautumiselle asetetaan.

Tutkielman pääongelma ja alaongelmat ovat seuraavat:

- Mikä on listautumisen tarkoitus?
  - Mitä motiiveja listautumiselle on?
  - Mitä tavoitteita motiiveista on muodostunut?
  - Onko tavoitteet saavutettu? Jos ei, niin miksi ei?

Pääongelmaa tarkastellaan alaongelmien avulla niin, että alaongelmien vastaukset muodostavat vastauksen pääongelmaan. Kaikki kolme alaongelmaa käsitellään aineistolähde kerrallaan ja tutkimusongelma kerrallaan tutkielman empiriaosassa.

## 1.2 Tutkimusmenetelmä

Tutkimus on toteutettu kvalitatiivisena, eli laadullisena, tutkimuksena. Tässä tutkielmassa on otettu tarkasteltavaksi yksi kohdeyritys, joka on finanssialalla toimivan yritys ja sen listautumisprosessia ja listautumisen taustalla vaikuttavia motiiveja on lähdetty selvittämään haastatteluiden ja muun aineiston avulla.

Aineistonkeruumenetelmä on hyvä tapa tunnistaa laadullinen tutkimus. Brymanin ja Bellin (2015) mukaan haastattelut ovat laadullisissa tutkimuksissa yleisimmin käytössä oleva aineistonkeruumenetelmä. Tässä tutkielmassa aineistoa on kerätty sekä haastatteluiden avulla, että kohdeyrityksen julkaisemista dokumenteista. Dokumentit, joita tutkielmassa on hyödynnetty löytyvät kaikki kohdeyrityksen verkkosivuilta ja ovat täten julkisia. Ennen listautumista julkaistuista dokumenteista on etsitty listautumisen motiiveja ja listautumisen jälkeen julkaistuista dokumenteista on etsitty tietoa siitä, onko kohdeyritys saavuttanut listautumisen motiiveista muodostuneita tavoitteita listautumisen yhteydessä.

Laadullisen tutkimuksen yhteydessä tehdyt haastattelut voidaan toteuttaa usealla eri tavalla ja tässä tutkielmassa aineisto on kerätty puolistrukturoidun haastattelun avulla. Puolistrukturoitu haastattelu tarkoittaa sitä, että haastattelulla on suunniteltu haastattelupohja (Liite 1), joka antaa haastattelulle rungon ja tietyt kysymykset ja puheenaiheet, jotka kaikille haastateltaville esitetään, mutta haastateltavia kannustetaan kuitenkin puhumaan kysymysten ulkopuolelta ja tuomaan esiin omia näkökulmiaan ja muita asioita, jotka ovat heidän mielestään tärkeitä. Kysymyksiä

voidaan myös esittää alkuperäisestä kysymysrungosta poikkeavassa järjestyksessä tai haastatteluun voidaan lisätä kokonaan uusia kysymyksiä haastateltavan antamien vastausten pohjalta. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa haastateltavan mielipiteelle ja näkökulmalle on asetettu usein enemmän arvoa. Tästä syystä kvalitatiivisissa tutkimuksissa usein haastateltavia kannustetaan kertomaan oma mielipiteensä ja puhumaan ohi varsinaisen kysymyksen, koska tällöin tulee esiin se, mikä haastateltavan omasta mielestä on tutkimuksen kannalta olennaista. (Bryman & Bell, 2015, 480-481)

Haastateltavat on valittu kohdeyrityksestä harkinnanvaraisen otannan tyylillä (purposive sampling). Harkinnanvarainen otanta tarkoittaa sitä, että tutkielman aineistoa varten haastateltavat toimihenkilöt valikoidaan kriteerien perusteella. Tässä tutkielmassa haastateltavat ovat valikoituneet sen perusteella, että he liittyvät tutkielman aiheeseen ja osaavat vastata haastattelussa esitettäviin kysymyksiin. Toisin sanottuna haastateltavaksi valittiin kohdeyrityksen toimihenkilöitä, joilla oli rooli listautumisessa. (Bryman & Bell, 2015, 430)

### **1.3 Tutkielman rakenne**

Tämä tutkielma koostuu viidestä pääluvusta. Ensimmäisessä pääluvussa, johdannossa, käsitellään lyhyesti syyt tutkielman toteutukselle, tutkimusongelmat, joita työssä käsitellään ja tutkimusmenetelmä, jolla tutkielma on toteutettu. Toinen pääluku käsittelee tutkielman teoreettista viitekehystä, jonka tarkoituksena on antaa lukijalle kattava käsitys tätä tutkielmaa koskevasta teoriasta ja olemassa olevasta tutkimustiedosta, jonka pohjalle tutkielma perustuu. Kolmas ja neljäs pääluku käsittelevät empiriaa. Kolmannessa pääluvussa esitellään tutkielman aineistoa ja sen analyysiä. Neljännessä pääluvussa tulkitaan tutkimuksen tuloksia ja avataan mitä aineistosta havaittu tieto tarkoittaa tutkielman johdannossa esitettyjen tutkimuskysymysten valossa. Viimeinen, eli viides, pääluku käsittelee koko tutkielman yhteenvetoa ja johtopäätöksiä, jossa kerrataan tutkielman pääpisteet ja kerätä yhteen tutkielman tulokset.



## 2. Listautuminen, sen motiivit ja mittarit

Tässä kappaleessa esitellään tutkielman teoreettinen viitekehys. Tämän lisäksi esitellään listautumisprosessia ja aiemmasta kirjallisuudesta löydettyjä listautumisen taustalla olevia motiiveja. Kappaleen tarkoituksena on avata lukijalle tutkielman kannalta olennaisia käsitteitä, sekä esitellä aiempaa teoriaa.

### 2.1 Listautuminen

Usein yhtiöt keräävät alkupääomaa pieniltä määriltä sijoittajia ja tässä alkuvaiheessa osakkeille ei ole olemassa jälkimarkkinoita, joilla sijoittajat voisivat halutessaan myydä osakkeita. Yhtiön kasvaessa se tarvitsee lisää pääomaa, jolloin sille muodostuu houkuttelevaksi vaihtoehdoksi se, että se listautuu julkisesti, jolloin se voi myydä osakkeitaan laajalle ja monipuoliselle sijoittajakunnalle. (Westerholm, 2000, 1) Tässä kohtaa yhtiön elinkaarta pörssiin listautuminen tulee harkintaan.

Pörssiin listautumisella (Initial Public Offering, IPO) tarkoitetaan sitä, kun yritys saattaa osakkeensa julkisille markkinoille. Tämä voi tapahtua joko osakeannin tai osakemyynnin avulla. Osakeannilla tarkoitetaan sitä, että yhtiö laskee liikkeelle osakkeita ja uusien omistajien sijoitukset merkitään yhtiön omaan pääomaan (Patentti- ja rekisterihallitus, 2017). Osakemyynnissä taas vanhat osakkaat myyvät edes osan omista omistuksistaan, jolloin uusien omistajien merkinnät menevät osakkeita myyville vanhoille osakkaille (Lounasmeri, 2016). Listautumisprosessi on kuitenkin muutakin kuin vain listautuminen, koska siihen kuuluu listautumiseen valmistautuminen, osakkeiden saattaminen julkisille markkinoille ja julkisen osakeyhtiön vastuun kantaminen listautumisen jälkeen.

Ennen varsinaista listautumista yhtiön tulee ottaa huomioon muun muassa Finanssivalvonnan (2018) asettamia ehtoja listautumiselle, joihin kuuluu esimerkiksi valmius täyttää lakisääteinen tiedonantovelvollisuus siitä hetkestä lähtien, kun yhtiö jättää listalleottohakemuksen. Finanssivalvonnan (2018) listautumisohjeissa viitataan siihen, että lakisääteisten velvoitteiden lisäksi yhtiön tulee myös noudattaa sen pörssin ohjeita ja sääntöjä, jolle se on listautumassa. Tässä tutkielmassa tarkastellaan ainoastaan Nasdaq Helsinki Oy:n (Helsingin pörssin) sääntöjä ja ohjeita, koska ne ovat

tutkielman kannalta relevantteja. Säännöt löytyvät Nasdaq Helsinki Oy:n omilta verkkosivuilta. Pörssit ovat lain nojalla velvoitettuja laatimaan säänneltyä markkinaa koskevat säännöt, joiden täytyy olla yleisön saatavilla. Nämä säännöt ja kaikki niihin tehtävät muutokset ovat valtiovarainministeriön hyväksymät elleivät kyseiset muutokset ole niin pieniä, että niitä ei ole tarve hyväksyttää valtiovarainministeriöllä. (Finanssivalvonta, 2018; Nasdaq Helsinki Oy, 2018)

### **2.1.1 Listautumisprosessi ja listautumisen edellytykset**

Listautumisprosessi alkaa yhtiön päätöksestä pyrkiä pörssilistalle, jonka jälkeen yhtiön tulee päättää mihin pörssiin yhtiön olisi hyvä listautua. Usein pidetään suotuisana listautua pörssiin maassa, jossa yhtiö tunnetaan jo ennestään, jonka seurauksena yhtiöt usein listautuvat siihen maahan, jossa heidän pääkonttorinsa sijaitsee. Kun pörssi, jolle yhtiö haluaa listautua, on valikoitunut, voi yhtiö alkaa täyttämään listalleottohakemusta. Yhtiön tulee täyttää monia pörssin vaatimuksia, jotta se voidaan ottaa listalle, esimerkiksi yhtiöllä tulee olla laadittuna ja julkaistuna vähintään kolmelta tilikaudelta yhtiöön sovellettavien tilinpäätösnormien mukainen tilinpäätös ja sillä tulee olla riittävä (pääsääntöisesti riittäväksi katsotaan kolme tilikautta) toimintahistoria sillä tai niillä toimialoilla, joilla yhtiö toimii. Pörssin ei kuitenkaan tarvitse hyväksyä listalle yhtiötä, vaikka se toteuttaisi kaikki vaadittavat toimenpiteet, koska pörssi voi hylätä hakemuksen, mikäli se kokee, että yhtiön listautumisesta olisi haittaa rahoitusmarkkinoiden asianmukaiselle toiminnalle tai sijoittajille. (Nasdaq Helsinki Oy, 2018; Pörssisäätiö, 2016, 6)

Jotta yhtiö voidaan ottaa pörssilistalle, sen tulee myös julkaista Finanssivalvonnan hyväksymä arvopaperimarkkinalain mukainen esite, jota usein listautumisen yhteydessä kutsutaan listautumisesitteeksi. Listautumisesitteen sisältö on määritelty tarkemmin EU:n komission esiasetuksessa (N:o 809/2004), jota kaikkien ETA-alueen maiden tulee soveltaa. Esitteen tarkoituksena on antaa sijoittajille riittävä tieto niin yhtiöstä, kuin osakkeesta, jotta sijoittaja voi tehdä päätöksen siitä, haluaako tämä sijoittaa kyseiseen yhtiöön. Esitteessä yhtiön tulee antaa riittävä kuva yhtiön taloudellisesta tilanteesta, sen vastuista ja tulevaisuuden näkymistä. Näiden lisäksi yhtiön tulee esitteessä myös selkeästi ilmaista osakkeen tuomat oikeudet ja muut seikat, jotka voivat vaikuttaa osakkeen arvoon. Listautumisesitteen laatimisessa

olennaisimmat, mutta myös samalla vaativimmat osuudet, ovat riskitekijöiden määrittäminen, yhtiön liiketoiminnan kuvaus, yhtiön liiketoiminnan tulos ja taloudellisen aseman kuvaus. (Pörssisäätiö, 2016, 23).

Osana listautumisesitteen tietovaatimuksia on myös vähintään kahden viimeksi päättyneen tilikauden tiedot IFRS-muodossa. Nämä IFRS-tilinpäätökset ovat listautumisesitteen liitteenä ja Finanssivalvonta käy nämä usein läpi jo ennen varsinaista listautumisesitteen tarkistusta. Pörssisäätiön mukaan IFRS-muotoon kannattaa siirtyä mahdollisimman pian, kun pörssiin listautumista aletaan harkitsemaan, kuitenkin viimeistään kuusi kuukautta ennen listautumisesitteen toimittamista Finanssivalvonnalle tarkistettavaksi ja hyväksyttäväksi. (Pörssisäätiö, 2016, 19-23).

### **2.1.2 Tiedonanto ja sijoittajaviestintä**

Yhtiölle syntyy listautumisen yhteydessä myös paljon tiedonantoon ja sijoittajaviestintään liittyviä velvoitteita, joista osa astuu voimaan jo listautumisprosessin aikana. Pörssiyhtiön tiedottamista sääntelee muun muassa EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetus MAR ja asetuksen nojalla annetut komissioasetukset, sekä muu MAR-asetusta täydentävä EU-tason sääntely, sekä esimerkiksi Arvopaperimarkkinalaki, 746/2012 ja laki Finanssivalvonnasta, 878/2008. Näiden lisäksi on myös muita tahoja, jotka sääntelevät pörssiyhtiön tiedottamista, kuten esimerkiksi ESMA:n, Finanssivalvonnan ja pörssin ohjeistus, arvopaperimarkkinayhdistys ry:n julkistama Hallinnointikoodi ja näiden lisäksi valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeellelaskijan säännöllisestä tiedontantovelvoitteesta, 20.12.2012/1020. Nämä tahot sääntelevät sitä, milloin pörssiyhtiön tulee tiedottaa ja mitä sen tulee tiedottaa. Tällä sääntelyllä pyritään varmistamaan, että kaikilla sijoittajilla on tasapuolista tietoa ja että tieto, jota sijoittajilla on, on oikeaa tietoa ja riittävää tietoa sijoituspäätöksen tekemiseksi. Tämä tiedon tasapuolisuus ja tiedonannon sääntely on osatekijä siihen, että pörssiyhtiö vaikuttaa luotettavalta. Pörssiyhtiöllä on säännöllinen tiedonantovelvollisuus, mikä tarkoittaa sitä, että pörssiyhtiön tulee säännöllisesti tiedottaa sijoittajia ja markkinoita sen taloudellisesta tilanteesta. Säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluvat esimerkiksi tilinpäätökset, toimintakertomukset, tilintarkastuskertomukset ja

puolivuosikatsaukset, jotka yhtiön tulee toimittaa säädetyssä määräajassa. Halutessaan yhtiö voi myös julkaista osavuosisikatsauksia, mutta näiden kanssa yhtiön tulee olla johdonmukainen, joten jos se päättää tänä vuonna julkaista osavuosisikatsaukset, sen tulee julkaista ne myös tulevina vuosina. Pörssiyhtiöllä on myös jatkuva tiedonantovelvollisuus, mikä tarkoittaa sitä, että yhtiö julkaisee mahdollisimman pian sisäpiiritiedon, joka koskee kyseistä pörssiyhtiötä, julkaisemalla pörssitiedotteen. (Pörssisäätiö, 2016, 34-35)

Jos yhtiöllä on syy olettaa, että yhtiön tuloksessa tai taloudellisen aseman kehityksessä on tulevana vuonna tai tulevaisuudennäkymissä suuri positiivinen tai negatiivinen heitto, tulee yhtiön julkaista mahdollisimman pian asiasta tulosvaroitusta. Yhtiön tulee seurata mahdollisimman ajantasaisesti ja tarkkaan antamaansa tulevaisuudennäkymää, jotta se voi antaa tulosvaroituksen mahdollisimman pian. Tulosvaroituksen antamisen velvoitetta ei poista se, että yhtiö ei ole antanut tulevaisuudennäkymää, vaan yhtiön tulee tällöin antaa tulosvaroitusta, jos sen tuloksessa tai taloudellisessa asemassa on suuri ero siihen, mitä sen julkaisemista tiedotteista on voitu kohtuudella päätellä. (Pörssisäätiö, 2016, 36)

### **2.1.3 Markkinatilanne**

Listautumisessa on myös otettava huomioon se, millainen tilanne markkinoilla on listautumisen aikana. Ritter (1984) tuo esiin sen, että listautujan on vaikeaa valita listautumisajankohtaa ja listautumisen aikaan vallitsevaa markkinatilannetta, koska listautumisprosessi itsessään kestää kolmesta kuukaudesta vuoteen sen jälkeen, kun päätös listautumisesta on tehty. Tämä voi johtaa siihen, että kun yhtiö tekee listautumispäätöstä, markkinatilanne on listautumisen kannalta hyvä, mutta varsinaisen listautumisen tapahtuessa tilanne voi olla täysin toinen. Pankin listautumisen kannalta hyvä markkinatilanne olisi pankin päälakimiehen mukaan ollut tilanne, jossa pankki olisi voinut saada osakkeelleen korkeamman markkinahinnan. Tämä tarkoittaa sitä, että pankin listautumisen kannalta parempi tilanne olisi ollut pörssin nousukausi.

## 2.2 Listautumisen taustalla olevat mahdolliset motiivit

Motiiveja listautumisen taustalla voi olla monia. Fischer huomauttaa kuitenkin tutkimuksessaan, että yhtiöiden listautumisen taustalla oleville motiiveille voi olla myös monia eri näkökulmia (Fischer, 2000, 26). Olemassa olevia tutkimustuloksia tulkittaessa kuitenkin nousee esiin samoja motiiveja useammista eri tutkimuksista. Nämä motiivit ovat jaettavissa kolmeen pääkategoriaan, jotka ovat taloudelliset motiivit, imagoon liittyvät motiivit ja muut motiivit, johon lukeutuvat esimerkiksi ulkoinen valvonta tai riskien hajauttaminen. Taulukossa 1 on esitetty tutkielman teoreettinen viitekehys, jossa esitetään tutkimuksia, joissa on puhuttu yhtiön listautumisen taustalla olevista mahdollisista motiiveista.

**Taulukko 1 Teoreettinen viitekehys**

Artikkeli	Tekijä(t)	Motiivi(t)
Why Do European Firms Go Public?	Bancel & Mittoo 2009	Imago, taloudelliset tekijät: (pääoman kerryttäminen, likviditeetin lisäys ja yhtiön arvottaminen), exit strategy & ulkoinen valvonta
Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis	Pagano, Panetta & Zingales 1998	Imago, taloudelliset tekijät: (likviditeetin lisäys ja portfolion diversifiointi) & ulkoinen valvonta
Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt	Fischer 2000	Imago & riskin hajauttaminen
A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations	Ritter & Welch 2002	Taloudelliset tekijät: Pääoman kerryttäminen, likvidit markkinat osakkeille
To be or not to be (public) Using going private transactions to examine why firms go public.	Bharath & Dittmar 2006	Taloudelliset tekijät: pääoman kustannuksen minimointi
Motivations for public equity offers: An international perspective	Kim & Weisbach 2008	Taloudelliset tekijät: Sijoitusten rahoittaminen, varojen siirto vanhoille osakkaille & likviditeetin parantaminen

### 2.2.1 Motiivina taloudelliset tekijät

Bancel ja Mittoo (2009) esittävät, että he näkevät listautumisen rahoitusmahdollisuutena kasvua varten. Tutkijakaksikko löysi tutkimuksessaan vahvaa näyttöä sille, että pääoman kerääminen on vahva motiivi listautumisen taustalla. (Bancel & Mittoo 2009). Ritter ja Welch (2002) puolestaan ovat sitä mieltä, että taloudelliset motiivit ovat listautumisen taustalla suurin, ellei jopa ainoa tekijä. Heidän mukaansa suurin osa yhtiöistä listautuu siksi, että he voivat kasvattaa yhtiön pääomaa ja samalla luoda olemassa oleville osakkeenomistajille julkiset markkinat, jolloin kasvatetaan likviditeettiä. (Ritter & Welch, 2002) Bharath ja Dittmar (2006,10) korostavat sitä, että pääoman kustannuksen minimointi ja täten yhtiön arvon maksimointi ovat tärkeä motiivi listautumiselle.

Kim ja Weisbach (2008) ovat julkaisseet tutkimuksen, jossa he käsittelevät pörssiin listautumisen motiiveja kansainvälisellä tasolla. He tuovat heti tutkimuksensa alussa esiin, että heidän mielestään pörssiin listautumiselle on kolme motiivia, jotka eivät ole toisiaan poissulkevia. Kaikki heidän esittämänsä motiivit tulevat esiin myös muissa tutkimuksissa ja ne ovat kaikki taloudellisia motiiveja. Ensimmäinen motiivi on sijoitusten rahoittaminen, eli pääoman kerääminen. Toinen motiivi, jonka he esittävät listautumiselle on se, että halutaan siirtää varoja uusilta osakkeenomistajilta vanhoille osakkeenomistajille. Kolmas motiivi, jonka Kim ja Weisbach (2008) esittävät on likviditeetin parantaminen niin alkuperäisille osakkeen omistajille, kuin myös yhtiölle itselleen. Kim ja Weisbach (2008) toteavat tutkimuksessaan, että näille motiiveille on näyttöä, eli ne vaikuttavat yhtiön halukkuuteen listautua pörssiin. (Kim & Weisbach, 2008)

Likviditeetti tuo yhtiölle taloudellista joustavuutta päätöksen tekoon. Kimin ja Weisbachin (2008) lisäksi myös Pagano et al. (1998, 39-40) tuovat esiin likviditeetin lisääntymisen yhtenä listautumisen motiivina. Samassa yhteydessä Pagano et al. (1998, 39-40) tuovat esiin sen, että listautuminen antaa olemassa oleville osakkeenomistajille mahdollisuuden portfolionsa diversifointiin, jota voidaan myös pitää taloudellisena motiivina listautumiselle. Bancel ja Mittoo (2009, 863) esittävät, että aiemmin julkaistussa teoriassa, kuten Rajan (1992) tutkimuksessa on saatu tulokseksi, että taloudellisen joustavuuden lisääntyminen toimii listautumisen motiivina

ja Bancel ja Mittoo (2009) saavat omassa tutkimuksessaan samaan tulokseen viittaavia tuloksia. Tuloksien mukaan taloudellista joustavuutta pidetään suurena etuna, joka listautumisella voidaan saavuttaa, mutta tämä näkyi enimmäkseen niiden yhtiöiden kohdalla, joiden listautumisen motiivina oli myös pääoman kerryttäminen. Myös osakkeiden likviditeettiä voidaan pitää taloudellisena motiivina listautumisen taustalla, mutta Bancelin ja Mittoon (2009) tutkimuksessa tullaan siihen tulokseen, että vaikka osakkeiden likviditeetin nähdään kasvattavan yhtiön arvoa, harva kuitenkaan mainitsee sitä ainoana motiivina listautumiselleen, vaan sen yhteydessä on jonkin muu motiivi. (Bancel & Mittoo, 2009)

Taloudellisena motiivina voidaan pitää myös sitä, että yksityisillä yhtiöillä voi olla vaikeuksia tietää tai arvioida pääomansa arvoa. Bancel ja Mittoo (2009) tuovatkin tutkimuksessaan esiin, että yhtenä listautumisen hyötynä, ja täten listautumisen taustalla olevana mahdollisena motiivina, voidaankin pitää sitä, että listautuessaan yhtiö saa tietää oman arvonsa ja saa jatkuvasti päivittyvää tietoa siitä markkinahinnan muodossa. (Bancel & Mittoo, 2009, 862) Helwege ja Packer (2009) tuovat esiin sen, että osakkeen hinta on yhtiön arvon objektiivinen valuaatio, joka voi olla yhtiölle hyödyllinen esimerkiksi silloin, kun yhtiö haluaa toteuttaa yritysjärjestelyitä.

### **2.2.2 Motiivina imago**

Ensimmäinen hyöty, jonka Bancel ja Mittoo (2009) mainitsevat, on tiivistettävissä sanaan imago. Bancel ja Mittoo (2009) luettelevat tarkemmin, että listautuminen kasvattaa yhtiön tunnettavuutta sijoittajien keskuudessa, se parantaa yhtiön mainetta ja kasvattaa yhtiön uskottavuutta. Lyhykäisyydessään he ovat sitä mieltä, että heidän tutkimuksessaan on vahvaa näyttöä sille, että yhtiön näkyvyyden parantaminen on motiivi listautumiselle (Bancel & Mittoo, 2009). Pagano et al. (1998) tuovat tutkielmassaan esiin, että listautuminen voi toimia yritykselle jossain määrin jopa mainoksena. Sijoittajilla on usein portfolioissaan arvopapereita yhtiöiltä, jotka he tunnistavat etukäteen, joten listautuminen voi parantaa yhtiön tunnettavuutta ylipäätään, mutta tämä tunnettavuuden parannus listautumisprosessin seurauksena voi parantaa vuorostaan sijoittajien kiinnostusta yhtiötä kohtaan. (Pagano et al, 1998, 40)

Fischer pitää imagoa tärkeänä listautumisen motiivina. Fischer tuo esiin ajatuksia siitä, että listautuminen voi olla merkki mahdollisille kilpailijoille ja asiakkaille siitä, että yritys luottaa omaan hyödykkeeseensä ja on valmis joutumaan suurennuslasin alle listautumisensa myötä. Fischer tosin korostaa, että suurin vaikutus luottamuksen osoituksena listautumisella on IT-alalla toimivien yhtiöiden kohdalla. (Fischer, 2000, 10)

### **2.2.3 Muut motiivit**

Bancel ja Mittoo (2009) tutkivat myös sitä, että voidaanko listautumisen motiivina pitää alkuperäisten osakkeenomistajien halua saada oma alkuperäinen sijoituksensa ulos yhtiöstä, eli niin sanottu poistumisstrategia (Exit strategy). Tähän liittyen Bancel ja Mittoo (2009) löysivät havaintoja siitä, että yhtiön motiivina poistumisstrategia, eli yhtiön myynti näkyy esimerkiksi siten että yhtiöt, joiden motiivina on poistumisstrategia asettavat painoarvoa myös osakkeen likviditeetille motiivina. Black ja Gilson (1998) tuovat esiin sen, että poistumisstrategia on tärkeä aspekti pääomasijoittajille ja heiltä voi tulla yhtiölle painostusta luoda poistumisstrategia listautumisen avulla. Myös Helwege ja Packer (2009) toivat esiin sen, että yhtiöt, joilla on pääomasijoittajia listautuvat todennäköisemmin, vaikkakin he huomioivat sen, että listautuminen ei ole aina ainoastaan poistumisstrategia. Ajatus listautumisesta voi tulla pääomasijoittajilta, mutta se voi myös tulla yksityisiltä osakkeenomistajilta (Anderson & Dyl, 2008).

Fischer esittää myös ajatuksen siitä, että listautumisen motiivina, voi olla olemassa olevien osakkeenomistajien halu hajauttaa heidän harteillaan olevaa idiosynkraattista riskiä. Idiosynkraattinen riski kuvaa yksittäiselle hyödykkeelle kuuluvaa riskiä, joka on hajauttavissa. Tämän teorian mukaan halu listautua tulee edes osittain olemassa olevilta osakkeenomistajilta. (Fischer, 2000, 14; Bancel & Mittoo 2009) Shah ja Thakor (1988) löysivät tutkimuksessaan, että jos yksityisen osakeyhtiön osakkeilla on idiosynkraattista riskiä, voivat osakkeenomistajat hyötyä pörssiin listautumisesta, koska listautuminen hajauttaa osakkeenomistajien riskiä. Tämä voi johtaa jälleen siihen, että osakkeenomistajat ovat listautumisen ajatuksen takana.

Maksimovic ja Pichler (2001) ovat sitä mieltä, että pörssiin listautuminen on strateginen päätös, jonka avulla kerrytetään pääomaa. Maksimovic ja Pichler (2001) mainitaan



muut motiivit kategoriassa, koska he tarkentavat tutkimuksessaan, että listautuminen on vaihtokauppa, jossa yhtiö saa listautumisesta pääoman lisäksi uskottavuutta, mutta sen hintana on tiedonantovelvollisuus. Tämän tiedonantovelvollisuuden vuoksi yhtiön tietoja on enemmän myös kilpailijoiden saatavilla, mikä voi tehdä yhtiöstä haavoittuvamman. Myös ulkoista valvontaa, joka tiedon saatavilla olemisesta syntyy, voidaan pitää listautumisen motiivina, mutta tästä on ristiriitaisia mielipiteitä, että onko ulkoinen valvonta hyöty vai kulu, joka listautumisen mukana tulee. Maksimovic ja Pichler (2001) ovat sitä mieltä, että ulkoinen monitorointi on kulu, kun taas Pagano et al. (1998) monitoroinnin positiivisena asiana, joka heidän mukaansa asettaa yhtiön johdolle rajoja. Pagano et al. (1998) sisällyttivät monitorointiin myös sen, että osakkeenomistajat voivat kehittää julkisessa osakeyhtiössä osakkeen hinnan ympärille kannustinjärjestelmiä esimerkiksi sitomalla yhtiön johdon palkkoja osakkeen hintaan.

Bancel ja Mittoo (2009) eivät sanoneet omaa kantaansa siihen, että onko ulkoinen valvonta, joka listautumisen mukana tulee, positiivinen vai negatiivinen asia. He kuitenkin havaitsivat tutkimuksessaan, että ulkoinen valvonta kasvattaa yhtiön arvoa, mutta tämä ilmiö oli havaittavissa lähinnä isoissa yhtiöissä. Pagano et al. (1998) taas toi esiin sen, että listautuminen parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa. Tämä neuvotteluvoiman parantuminen pätee niin yhtiöjärjestelyissä, kuin myös mahdollisen vieraan pääoman hankinnassa. Rajan (1992) korostaa sitä, että asettamalla itsensä markkinoille yhtiö luo mahdolliselle lainan antajalle kilpailullisemman tilanteen, jolloin yhtiö parantaa mahdollisuuksiaan saada ulkopuolista rahoitusta tai pienemmän kulun vieraalle pääomalle tai jopa molemmat. (Bancel & Mittoo, 2009; Pagano et al., 1998; Rajan, 1992)

Brau ja Fawcett (2006, 406) esittävät tutkimuksessaan, että listautumisen motiivina voi olla se, että listautuminen on puhtaasti strateginen liike, josta yhtiö voi hyötyä eri tavoin. Tähän liittyen Chemmanur ja Fulghieri (1999, 250) esittävät, että pörssiin listautuminen on strateginen liike, jonka yhtenä tavoitteena on laajentaa yhtiön omistuspohjaa. Yleisesti ottaen yksityisillä osakeyhtiöillä on pienempi määrä suuria osakkeenomistajia, kun taas julkisilla osakeyhtiöillä on suuri määrä pienempiä osakkeenomistajia. Tällä on kaksi tärkeää seurausta. Ensimmäinen on se, että julkisessa osakeyhtiössä, jossa on enemmän pieniä osakkeenomistajia, joka viittaa

siihen, että osakkeenomistajat ovat paremmin hajautettuja kuin yksityisten osakeyhtiöiden osakkeenomistajat. Toinen seuraus on se, että yksityisessä osakeyhtiössä, jossa suuri osakemäärä on yksittäisellä osakkeenomistajalla, myös suuri osa vallasta on yksittäisellä osakkeenomistajalla, kun taas julkisessa osakeyhtiössä osakkeenomistajia on enemmän ja ne ovat pienempiä, jolloin määräysvalta on hajautetumpaa. (Chemmanur ja Fulghieri, 1999, 250) Näin ollen omistuspohjan hajauttaminen voi olla myös yhtiön tapa hajauttaa osakkeenomistajien määräysvaltaa. Booth ja Chua (1996, 309) tulivat tutkimuksessaan siihen tulokseen, että mitä laajempi omistuspohja yhtiöllä on, sitä likvidimmät jälkimarkkinat osakkeella on. Joten yhtiön motiivin ollessa likviditeetin kasvattaminen, osana sen motiivia voi myös olla omistuspohjan laajentaminen.

### 3. Aineiston keräys ja analyysi

Tässä kappaleessa käsitellään sitä, millä tavalla tutkimusaineisto on kerätty, miten se on analysoitu ja mitä aineisto sisältää. Tutkielma on toteutettu kvalitatiivisena, eli laadullisena, tutkimuksena, joten aineisto on suurimmaksi osin ei-numeerista. Aineistoa on kerätty sekä puolistrukturoiduilla haastatteluilla, joita on toteutettu kohdeyrityksen listautumisessa olennaisessa roolissa olleiden työntekijöiden kanssa, että kohdeyrityksen julkaisemista dokumenteista, kuten listautumisesitteestä ja tilinpäätöksestä.

Tutkielman aineisto koostuu suurimmaksi osaksi haastatteluilla kerätystä datasta. Tämän lisäksi aineistona on käytetty kohdeyrityksen listautumisesitettä ja muita listautumiseen liittyviä dokumentteja, joita kohdeyritys on listautumisprosessin aikana ja sen jälkeen julkaissut. Kaikki tutkielmassa käytetyt dokumentit ovat julkisia ja löydettävissä kohdeyrityksen verkkosivuilta.

Tutkielman aineisto on kerätty puolistrukturoiduilla haastatteluilla, jotka on toteutettu kohdeyrityksen kanssa yhteistyössä. Kohdeyrityksen listautumisprosessissa keskeisessä roolissa toimineita toimihenkilöitä on haastateltu suunnitellun haastattelupohjan avulla (Liite 1), mutta haastattelut eroavat lisäkysymysten osalta toisistaan toimihenkilön roolin mukaan ja vastausten mukaan. Erot haastatteluissa ovat pieniä, mutta niiden avulla tuodaan esiin toimihenkilöiden listautumisroolien erilaisuudet ja toimihenkilöiden omat näkökulmat.

Haastattelun aikana muistiinpanoja tehtiin ainoastaan lisäkysymyksiin liittyen. Itse haastattelu äänitettiin kokonaisuudessa laajempaa analyysia varten. Haastatteluiden jälkeen äänitteet litteroitiin, jotta aineistoa olisi helpompi käsitellä. Litteroiduista haastatteluista kerättiin haastattelussa esiin tulleet motiivit ensin omiin pääkategorioihinsa ja tämän jälkeen niiden pohjalta muodostuneita tavoitteita ja niiden onnistumista tulkittiin haastattelusta. Tavoitteiden saavuttamisen onnistumista tarkasteltiin haastatteluiden lisäksi myös dokumenteista. Lopuksi kaikista litteroiduista haastatteluista kerätty tieto jäseneltiin motiivien pääkategorioihin.

Kohdeyrityksen kannalta tutkielman toteutus on ajankohtainen nyt, koska kohdeyrityksen listautuminen tapahtui vuonna 2018, jolloin listautumisesta on kulunut jo aikaa ja listautumisen vaikutuksia yritykseen voidaan jo osin nähdä, mutta listautuminen ja sen motiivit, sekä tavoitteet ovat kuitenkin pankin henkilökunnalla vielä tuoreessa muistissa.

### **3.1 Haastateltavat ja heidän roolinsa listautumisessa**

Tutkielmaa varten haastateltiin kolmea kohdeyrityksen toimihenkilöä, joilla kaikilla oli listautumisen kannalta merkittävä rooli. Haastateltavat olivat kaikki kohdeyrityksen työntekijöitä, eli kohdeyrityksen listautumisessa hyödyntämiä yhtyeistyökumppaneita ei haastateltu. Haastateltavat valikoituivat harkinnanvaraisen otannan tyyllillä (purposive sampling). Harkinnanvaraisen otannan tyyli tarkoittaa sitä, että tutkimusta varten valitulla otannalla on kriteerit, joiden avulla rajataan otantaa esimerkiksi niin, että kaikki haastateltavat voivat ja osaavat vastata haastattelussa esitettyihin kysymyksiin (Bryman & Bell, 2015, 430). Tässä tutkimuksessa harkinnanvaraisen otannan avulla haastateltavaksi saatiin toimihenkilöitä, jotka ovat olleet osallisia listautumisessa ja joilla on kaikilla oma näkemyksensä siitä, miten listautumisen olisi pitänyt mennä ja miten se meni. Harkinnanvaraisen otannan tyyllillä tutkielman kannalta olennaisiksi haastateltaviksi valikoituivat kohdeyrityksen päälakimies, talousjohtaja ja viestintäjohtaja.

Ensimmäinen haastateltava, oli kohdeyrityksen päälakimies. Kohdeyrityksen päälakimiehen rooli listautumisessa oli pitää huoli siitä, että listautumisen juridinen puoli on kunnossa. Kohdeyrityksellä oli listautumisessa apuna oikeudellinen neuvonantaja, ulkopuolinen asianajotoimisto, jolla oli listautumisen juridisen puolen päävastuu, mutta kohdeyrityksen päälakimies oli keskeisesti itse mukana kaikessa listautumisen liittyvissä juridisissa asioissa. Listautuminen oli päälakimiehelle ensimmäinen hänen työuransa aikana, joten listautumiseen liittyvät seikat eivät olleet hänelle entuudestaan tuttuja. Hän hoiti listautumiseen liittyen listautumiseen tarvittavien päätösten hankinnan ja järjesti esimerkiksi hallituksen yhtiökokouksen.

Toinen haastateltava oli kohdeyrityksen talousjohtaja. Talousjohtajan rooli listautumisessa oli listautumiseen valmisteleva työ, kuten dokumentaatio ja

listautumismateriaalin laatiminen. Talousjohtaja kävi myös toimitusjohtajan kanssa sijoittajatapaamisissa, joissa he esittelivät kohdeyritystä sijoituskohteena.

Kolmas haastateltava oli kohdeyrityksen viestintäjohtaja. Viestintäjohtajan rooli listautumisessa oli huolehtia listautumiseen liittyvän viestinnän ja markkinoinnin sisällöstä. Haastateltavan mukaan listautuville yhtiöille on tyypillistä palkata ulkopuolinen viestintävastaava. Kohdeyritys ei palkannut ulkopuolista tahoa hoitamaan viestintää, vaan viestintä hoidettiin kokonaan sisäisesti, jonka vuoksi viestintäjohtajan rooli listautumisessa oli tutkielman kannalta olennainen, koska yhtiön listautuessa pörssiin, sen tiedonantovelvoitteet muuttuvat. Yhtiön tulee tarjota markkinoille ja sijoittajille tarvittavat tiedot yhtiöstä ja yhtiön taloudellisesta tilanteesta, jotta sijoittajat voivat tehdä sijoittamispäätöksen (Pörssisäätiö, 2016, 34).

### **3.2 Kohdeyrityksen julkaisemat dokumentit**

Tutkielman aineistona on käytetty myös dokumentteja, joita kohdeyritys on julkaissut listautumisprosessin aikana ja sen jälkeen. Kaikki dokumentit, joita tutkielmassa on käytetty aineistona, ovat julkisia ja ne löytyvät kohdeyrityksen omilta verkkosivuilta.

Ensimmäinen kohdeyrityksen julkaisema dokumentti, jota tutkielmassa on käytetty aineistona, on listautumisesite. Listautumisesitteestä on kerätty tietoa listautumisen tavoitteista ja motiiveista ja siitä, mikä suunnitelma listautumisen varalta on ollut. Jotta yhtiön osakkeet voidaan ottaa pörssilistalle ja yhtiö voi tarjota osakkeitaan yleisölle, on yhtiön julkaistava Finanssivalvonnan hyväksymän esitte eli listautumisesite. Listautumisesite tulee olla julkaistuna ennen kuin tarjous alkaa.

Toinen kohdeyrityksen julkaisema aineiston lähde, on sen vuoden 2018 päätteeksi julkaissut tilinpäätöstiedote. Pörssiyhtiötä koskee säännöllinen tiedonantovelvollisuus, jonka tarkoituksena on varmistaa yhtiön säännöllinen taloudellinen taportointi. Tilinpäätöstiedotteen julkaiseminen on osa pörssiyhtiön säännöllistä tiedonantovelvollisuutta. (Pörssisäätiö, 2016, 35) Kohdeyritys on julkaissut ensimmäisen tilinpäätöstiedotteensa vuodelta 2018. Tilinpäätöstiedotteesta on kerätty tutkielman aineistoon tietoa tavoitteiden saavuttamisesta ja pankin tilasta listautumisen jälkeen.

Kolmas kohdeyrityksen julkaisema dokumentti, jota tässä tutkielmassa on hyödynnetty aineistona, on vuoden 2018 tilinpäätös ja hallituksen toimintakertomus. Kohdeyritys ei ole kirjanpitolain 1 luvun 4 a §:ssä tarkoitettu pienyritys tai 4 b §:ssä tarkoitettu mikroyritys, joten kirjanpitolain 1 luvun 4 a § ja 1 luvun 4 b § mukaan kohdeyrityksen tulee laatia tilinpäätös tilikaudelta kirjanpitolain 1 a §:n 3 momentin mukaisesti eli hyvää kirjanpitolapaa noudattaen. (OsakeyhtiöL 1 luku 4§) Suomen kirjanpitolaissa on luku, jonka mukaan yhtiön tilinpäätöksen tulee noudattaa IFRS-standardeja (International Financial Reporting Standards) silloin, kun yhtiön arvopapereita on kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa säännellyillä markkinoilla. Tämä velvollisuus koskee osakkeiden liikkeelle laskijoiden lisäksi myös joukkovelkakirjojen liikkeelle laskijoita. IFRS-standardien käyttämisen tavoitteena on yhtenäistää julkaistavia tilinpäätöksiä vertailukelpoisiksi, jotta muun muassa potentiaaliset sijoittajat voivat helpommin vertailla sijoituskohteita. IFRS-standardien tarkoituksena on myös parantaa tilinpäätösten oikea-aikaisuutta, todennettavuutta ja ymmärrettävyyttä. (Haaramo, 2018, 16-18)

Neljäs aineiston lähde, joka on kohdeyrityksen julkaisema, on yhtiön osavuositarkastukset, jotka se on julkaissut vuoden 2018 kolmannen vuosineljänneksen päätteeksi (Q3 -osavuositarkastus) ja ensimmäiselle vuosineljännekselle 2019 (Q1 -osavuositarkastus). Osavuositarkastus on vapaaehtoinen osa pörssiyrityksen jatkuvaa ja säännöllistä tiedonantovelvoitetta, joten jokainen yritys voi itse tehdä valinnan siitä, julkaistaanko osavuositarkastuksia (Haaramo, 2018, 15). Osavuositarkastusten julkaisemisessa tulee kuitenkin olla johdonmukainen. Tämä tarkoittaa sitä, että mikäli yritys päättää julkaista ensimmäisestä vuosineljänneksestä Q1 -osavuositarkastuksen, sen tulee myös julkaista kolmannelta vuosineljänneksestä Q3 -osavuositarkastus. Johdonmukaisuudella tarkoitetaan myös sitä, että yhtiön julkaisessa osavuositarkastukset sijoittajat voivat olettaa, että yritys julkaisee samat osavuositarkastukset myös tulevina vuosina. (Pörssisäätiö, 2016, 35) Kohdeyritys on julkaissut ensimmäisen osavuositarkastuksensa vuoden 2018 kolmannen vuosineljänneksen päätteeksi (Q3 -osavuositarkastus). Osavuositarkastuksista on kerätty tietoa kohdeyrityksen lyhyenaikavälin muutoksista yhtiön taloudellisessa tilanteesta. Osavuositarkastuksen avulla on tarkasteltu yhtiön tavoitteiden saavuttamista.

## 4. Tutkimuksen tulokset

Tässä kappaleessa käydään läpi tutkimuksen tuloksia ja vastataan tutkimuskysymyksiin tutkielman aineiston pohjalta motiivi kerrallaan. Ensimmäinen tutkimuskysymys on mitä motiiveja listautumiselle on asetettu. Tutkielman toisessa kappaleessa on esitetty motiivien jakoa kolmeen pääkategoriaan, jotka ovat taloudelliset motiivit, imagoon liittyvät motiivit ja muut motiivit. Toinen tutkimuskysymys on se, että mitä tavoitteita motiivien pohjalta on muodostunut. Kolmas tutkimuskysymys pohjautuu toiseen tutkimuskysymykseen: onko tavoitteet saavutettu, jos ei, niin miksi?

### 4.1 Taloudelliset motiivit

Taloudellisia motiiveja listautumiselle löytyi kaikista tutkielmassa hyödynnetyistä aineistolähteistä, mutta niiden sisältö ja painottaminen vaihteli. Pankin päälakimies esitti, että listautumisen taustalla ollut taloudellinen motiivi, eli pankin taloudellisen aseman parantaminen, oli listautumisen taustalla olevista motiiveista hänen mielestään tärkein. Hänen mukaansa taloudellisen aseman parantaminen tarkoitti pankille mahdollisuutta rahoittaa jatkuvasti kehittyvää toimintaa, kerätä varoja antolainausta varten ja mahdollisuutta kasvattaa liiketoimintaa, joka vaatii päälakimiehen mukaan paljon taloudellisia varoja, joiden hankkimisen yksi keino pörssiin listautuminen on. Tämä motiivi on yhdistettävissä Bancel ja Mittoon (2009) tutkimuksen tuloksiin siitä, että pääoman kerryttäminen nähdään tärkeänä motiivina pörssiin listautumisen taustalla. Päälakimiehen haastattelun mukaan, motiivin pohjalta muodostuneena tavoitteena on kerätä riittäviä varoja toiminnan kehitystä varten, riittävien varojen kerääminen antolainausta varten, sekä kasvattaa liiketoimintaa. Päälakimiehen mukaan taloudellisia tavoitteita ei saavutettu toivotulla tavalla. Hänen mukaansa yhtiön tavoite esimerkiksi osakkeen hinnan suhteen oli korkeammalla, mutta markkinatilanne oli syy sille, että tavoite jäi saavuttamatta. Markkinatilanne oli hänen mukaansa huonontunut siitä, kun listautumispäätös oli tehty, jonka seurauksena tavoite oli ollut korkealla vielä hyvin lähellä listautumista. Taloudellisten tavoitteiden lopputulokseen oltiin kuitenkin tyytyväisiä päälakimiehen mukaan, vaikka tavoitteita ei täysin saavutettukaan.

Myös pankin talousjohtaja toi esiin, että listautumisen taustalla oli taloudellisia motiiveja. Hänen mukaansa taloudellisena motiivina oli se, että listautuminen tuo uuden keinon hallita pääomaa ja hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta. Tämä motiivi on nähtävissä myös Kimin ja Weisbachin (2008) tutkimuksen tuloksissa, joissa he toteavat, että listautumisen motiivina voi olla pääoman hankkiminen ja yhtiön likviditeetin parantaminen. Bancelin ja Mittoon (2009) mukaan taloudellista joustavuutta voidaan pitää suurena etuna varsinkin niiden yhtiöiden kohdalla, joilla oli motiivina myös pääoman kerryttäminen, niin kuin pankilla oli. Näiden lisäksi talousjohtaja toi myös esiin, että pankin historiassa on toteutettu yritysjärjestelyjä, joiden vuoksi listautumisella haluttiin myös saada osakkeelle likvidi markkinahinta mahdollisia tulevia yritysjärjestelyjä varten. Sekä Bancel ja Mittoo (2009), että Helwege ja Packer (2009) tuovat esiin sen, että yhtiö saa pörssiin listautuessaan tietää oman arvonsa ja, että osakkeen hinta on objektiivinen valuaatio, jota yhtiö voi hyödyntää yhtiöjärjestelyissä. Talousjohtajan esiin tuomat motiivit pääoman hallintaan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen liittyen ovat yhtenäiset pankin päälakimiehen kanssa. Mahdollisten tulevien yritysjärjestelyiden tuominen esiin listautumisen motiivina tulee talousjohtajan mukaan siitä, että hän on ollut mukana aiemmissa yritysjärjestelyissä, jonka vuoksi hän näkee listautumisen myös mahdollisuutena helpottaa tulevia yritysjärjestelyitä. Näiden motiivien pohjalta syntyneinä tavoitteina voidaan pitää pääoman kasvattamista ja likvidin markkinahinnan hankkimista osakkeille. Tämä tavoite saavutettiin talousjohtajan mukaan, eli listautuminen toi yhtiölle uuden tavan hallita pääomaa ja kohdeyritys hankki listautumisessa pääomaa onnistuneesti. Listautumisen seurauksena kohdeyrityksellä on nyt myös likvidi markkinahinta osakkeelleen, joka tarvittaessa auttaa pankkia toteuttamaan yritysjärjestelyitä tulevaisuudessa.

Talousjohtajan lisäksi yritysjärjestelyistä puhuttiin myös listautumisesitteessä listautumisen taustalla olevana motiivina. Listautumisesite esittää, että listautuminen mahdollistaa yhtiön osakkeiden käyttämisen vastikkeena mahdollisissa yrityskaupoissa ja henkilöstön palkitsemisessa. Talousjohtaja mainitsi kyllä siitä, että listautumisen tuoma likviditeetti voi olla hyödyllinen tulevaisuuden yritysjärjestelyissä, mutta kukaan ei varsinaisesti maininnut osakkeiden hyödyntämistä yrityskaupoissa tai henkilöstön palkitsemisessa. Listautumisesite ei itsessään anna tälle motiiville tavoitteita, joita sen pohjalta on muodostunut listautumiselle, mutta motiivin pohjalta on



pääteltävissä, että yhtiön tavoitteena on saada osakkeille kysyntää, jolloin niitä voidaan käyttää kannustimena joko yrityskauppoja solmiessa tai henkilöstöä motivoitaessa.

Talusojohtajalle esitettiin lisäkysymys taloudellisiin motiiveihin liittyen. Teoriaviitekehyksessä esitettiin listautumisen mahdolliseksi motiiviksi Rajanin (1992) ja Pagano et. al. (1998) mukaan se, että yhtiö voi listautumisellaan parantaa neuvotteluvoimaansa pankkien kanssa ja näin parantaa mahdollisuuksiaan hankkia vierasta pääomaa. Kohdeyrityksen kuitenkin itse toimiessa finanssialalla talusojohtajalta kysyttiin, oliko tämä millään tavalla tekijänä pankin miettiessä listautumista. Talusojohtajan mukaan tämä ei ollut lainkaan ajatuksena mukana silloin, kun listautumisesta päätettiin. Hänen mukaansa kohdeyritys toimi jo vieraan pääoman ehtoisilla markkinoilla, koska sillä oli jo joukkolainoja listattuna Helsingin pörssissä, joten osakkeiden pörssiin listautumisella ei yritetty parantaa neuvotteluvoimaa muiden pankkien kanssa.

Talusojohtaja toi esiin taloudellisissa motiiveissa myös sen, että listautuminen on ollut kohdeyritykselle merkittävä osa kasvuyhtiön strategian toteuttamista. Talusojohtaja toi esiin sen, että yhtiö on nähnyt listautumisen osana tämän kasvustrategiaa jo vuosien ajan, joka näkyy esimerkiksi siinä, että pankki siirtyi jo vuosia ennen listautumista käyttämään IFRS-tilinpäätösstandardeja. Tämä IFRS-tilinpäätösstandardien käyttöönotto kauan ennen listautumista on Pörssisäätiön (2016) ohjeistuksen mukaisesti toimittu. Kasvustrategian jatkaminen voidaan nähdä joko taloudellisena motiivina tai muuna motiivina riippuen siitä, että onko kasvustrategiamotiivin pohjalta syntyvä tavoite puhtaasti taloudellinen vai kuuluuko siihen muitakin tavoitteita. Talusojohtaja toi esiin, että yhtiö on toiminut kasvustrategiaa toteuttaessaan puhtaasti liiketoiminnallisesta näkökulmasta, joten kohdeyrityksen tapauksessa motiivi on talusojohtajan haastattelun perusteella taloudellinen. Motiivin pohjalta muodostuva tavoite on kasvustrategian jatkaminen ja kasvumahdollisuuksien parantaminen liiketoimintaa kasvattamalla. Talusojohtajan mukaan tavoite saavutettiin, eli listautuminen toi toivotunlaiset mahdollisuudet toteuttaa kasvustrategiaa. Onnistumisena koettiin myös se, että listautuminen toteutettiin ylipäättään.

Myös viestintäjohtaja toi esiin kasvustrategian menestyksekkään toteuttamisen motiivina ja hänen mielestään se oli listautumisen taustalla olleista motiiveista tärkein.

Hänen mukaansa se, minkä avulla kasvustrategian toteuttamista päästään jatkamaan menestyksekkäästi on se, että listautumisen avulla vahvistetaan yhtiön pääomaa ja pääomarakennetta. Talousjohtajan ja viestintäjohtajan näkemykset taloudellisista motiiveista listautumisen taustalla ovat hyvin yhtenevät, kuten myös päälakimiehen ja talousjohtajan näkökulmat. Viestintäjohtajan haastattelun perusteella motiivin pohjalta muodostuneet tavoitteet tulevat selkeästi esiin motiivista, eli tavoitteena on ollut kerätä yhtiölle pääomaa ja muuttaa yhtiön pääomarakennetta. Viestintäjohtajan mukaan nämä tavoitteet saavutettiin toivotulla tavalla, sillä osakkeet ylimerkittiin moninkertaisesti, jolloin kohdeyritys sai listautumisella tavoittelemansa pääomat. Tämän lisäksi viestintäjohtaja tuo esiin myös sen, että yhtiö antoi vuoden 2019 alussa ensimmäisen positiivisen tulosvaroituksen, joka hänen mukaansa viestii siitä, että listautuminen on onnistunut.

Kasvustrategian menestyksekkästä jatkamista piti listautumisen syynä, eli motiivina myös pankin julkaisema listautumisesite. Listautumisesitteessä on tuotu esiin, että kasvustrategian menestyksekkään jatkamisen lisäksi listautumisen taloudellisena motiivina on myös parantaa yhtiön taloudellista ja strategista joustavuutta tarjoamalla yhtiölle mahdollisuuden toimia osakemarkkinoilla.

Kasvustrategian menestyksekkään jatkamisen motiivin pohjalta muodostuneen tavoitteen saavuttamista voidaan tarkastella pankin alkuvuodesta 2019 julkaisemasta tilinpäätöstiedotteesta. Tilinpäätöstiedotteessa ei ole mainittu listautumiselle asetettuja tavoitteita, eikä kommentoitu niiden saavuttamista suoranaisesti, mutta tilinpäätöstiedotteesta pystyy kuitenkin etsimään tietoa listautumisen motiivien pohjalta muodostuneiden tavoitteiden saavuttamisesta. Tilinpäätöstiedotteesta selviää, toteutuiko kasvustrategian menestyksekkään toteuttamisen jatkaminen, sillä tilinpäätöstiedotteessa kerrotaan siitä, että yhtiön liiketoiminnan volyyymien ennakoitaan jatkavan vahvaa kasvua myös tilikaudella 2019 ja yhtiö antaa tulosohjeistuksen tilikaudelle 2019, jonka mukaan yhtiö arvioi, että konsernin vuoden 2019 vertailukelpoinen tulos ennen veroja kasvaa edelliseen tilikauteen verrattuna. Tämän mukaan pankin kasvustrategiaa toteutettaisiin menestyksekkäästi, joten tilinpäätöstiedotteen mukaan tavoite saavutettaisiin. Tämä tavoite on kuitenkin siinä määrin hankala, että yhtiö ei ole listautumisesitteessään esittänyt aikaväliä, jonka aikana tavoite tulisi saavuttaa, joten on vaikea arvioida kuinka kauan yhtiön tulisi

menestyksekkäästi jatkaa kasvustrategian toteuttamista, jotta tavoite voidaan katsoa saavutetuksi.

Tilinpäätöstiedotteen jälkeen pankki julkaisi tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen vuodelta 2018. Tilinpäätöksessä ei ollut uutta tietoa tavoitteisiin liittyen tilinpäätöstiedotteeseen verrattuna, mutta toimintakertomuksessa oli tuotu esiin yritysjärjestelyt, jotka myös pankin talousjohtaja ja listautumisesite toivat esiin. Toimintakertomuksessa kerrotaan siitä, että pankin liiketoimintavolyymien kehitys perustuu orgaaniseen kasvuun, mutta yritysjärjestelyt ovat mahdollisia myös tulevaisuudessa. Tämä viittaa likviditeettimotiiviin listautumisessa. Mikäli pankki aikoo tehdä tulevaisuudessa yritysjärjestelyjä, voi se hyödyntää osakkeitaan vastikkeena mahdollisissa yrityskaupoissa. Osakkeiden likviditeettiä on parannettu listautumalla pörssiin, siltä osin tavoite on saavutettu. Se että voiko pankki tarjota osakkeitaan vastikkeena yrityskauppoja tehdessä selviää vasta siinä tilanteessa, kun pankki tekee yritysjärjestelyjä.

Pankki julkaisi myös vuoden 2019 Q1 -osavuosikatsauksen. Osavuosikatsauksesta nähdään konsernin tunnuslukuja katsomalla, että yhtiön tavoitteet pääoman hankinnasta ovat onnistuneet. Tästä herää kuitenkin kysymys siitä, että kuinka suuri pääoman kasvu lasketaan tavoitteen saavuttamiseksi. Lyhyellä aikavälillä tunnuslukuja tarkastelemalla ja haastatteluista saatua tietoa hyödyntämällä voidaan todeta, että pääomaa on kasvatettu, joten tavoite on saavutettu.

Näiden syiden lisäksi listautumisesitteessä esitellään yhtiön hallituksen hyväksymät taloudelliset tavoitteet, jotka yhtiö on asettanut pitkälle aikavälille (3-5 vuotta) listautumisen yhteydessä. Taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat: kasvu, eli 10-15 prosentin vuotuinen liiketoiminnan kokonaistuottojen kasvu nykyisissä vallitsevissa markkinaolosuhteissa, kannattavuus, eli kulu-tuotto-suhde alle 55 prosenttia, oman pääoman tuotto, eli oman pääoman tuotto (ROE) yli 10 prosenttia pitkällä tähtäimellä ja vakavaraisuus, eli ydinpääomasuhde (CET1) vähintään 16 prosenttia. Näiden pitkän aikavälin tavoitteiden olemassaolo on hyvä tiedostaa tässä tutkielmassa, koska ne on asetettu listautumisen yhteydessä. Niiden kohdalla ei voida tehdä lopullista tuomiota siitä, että onko tavoitteet saavutettu vai ei, koska tilannetta voidaan tarkastella ainoastaan tutkielman tekohetkeen mennessä, joka on lyhyen aikavälin tilanne. Pankin

vuoden 2019 Q1 -osavuositarkastuksessa on kuitenkin mainittu nämä pitkän aikavälin tavoitteet ensimmäistä kertaa niiden asettamisen jälkeen. Osavuositarkastuksessa taloudellisten tavoitteiden yhteyteen on lisätty vuoden 2018 toteuma. Vuonna 2018 tavoitteista toteutui ainoastaan vakavaraisuustavoite, mutta tavoitteet olivat pitkälle aikavälille, joten tästä ei voi vielä tehdä lopullisia tulkintoja.

## 4.2 Imagomotiivit

Imagoon liittyviä motiiveja on nähtävissä koko aineiston läpi. Niitä tuli esiin niin haastatteluissa toimihenkilöiden kanssa, kuin myös pankin julkaisemissa dokumenteissa. Ensimmäinen maininta imagoon liittyvästä motiivista tuli pankin päälakimieheltä. Pankin päälakimiehen mukaan listautumisen kolmas motiivi oli pankin tunnettavuuden parantaminen. Tämä on Bancel ja Mittoon (2009) mukaan yleinen motiivi listautumisen taustalla. Päälakimiehen mukaan listautumisen yhteydessä haluttiin saada pankin nimeä esille kuluttajille. Tämän motiivin pohjalta muodostunut tavoite oli sama kuin itse motiivi, eli parantaa pankin tunnettavuutta ja saada sen nimeä esille kuluttajamarkkinoille ja täten saada ilmaista mainosta pankille. Päälakimies uskoo, että tämä tavoite saavutettiin, vaikka tavoitteen todellinen lopputulos nähdäänkin hänen mukaansa vasta pitkällä aikavälillä.

Myös talousjohtaja oli sitä mieltä, että listautumisen taustalla oli imagoon liittyvä motiivi, mutta toisin kuin päälakimies, talousjohtaja korosti brändille tuotettavaa lisäarvoa. Talousjohtajan mukaan listautumisella haluttiin viestiä kuluttajille siitä, että minkälainen toiminnan taso kohdeyrityksellä on ja minkälaiset prosessit kohdeyrityksellä on. Tämä näkemys on yhteneväinen Fischerin (2000) tutkimuksen tulosten kanssa. Listautumisen odotettiin parantavan pankin brändin arvoa, koska listautuminen tuo talousjohtajan mukaan yhtiölle statuksen, jonka pohjalta kuluttajat voivat tehdä päätelmiä yhtiön toiminnasta. Tavoite, joka motiivista syntyi, oli siis parantaa pankin imagoa, lisätä pankin näkyvyyttä ja luoda kuluttajille kuva siitä, että kohdeyritys on luotettava, koska se on pörssiyritys. Tämän tavoite ratkeaa talousjohtajan mukaan vasta pitkällä aikavälillä. Hän uskoo kuitenkin siihen, että tavoite saavutetaan, koska pörssiyrityksenä toimiminen velvoittaa kohdeyritykseltä tietynlaista tiedonantopolitiikka ja tietynlaista raportointia, joka puolestaan kasvattaa asiakkaiden, sijoittajien ja muiden

sidosryhmien luottamusta pankin toimintaan. Tämä luottamus tulee hänen mukaansa vaikuttamaan lopulta myös kohdeyrityksen brändin arvoon.

Pankin viestintäjohtaja tuo esiin listautumisen taustalla olleen molemmat, sekä talousjohtajan korostama brändin lisäarvo, sekä päälakimiehen esittämä motiivi tunnettavuuden parantamisesta. Motiivista muodostunut tavoite on yhtiön brändin arvon parantaminen ja se, että yhtiön nimi ja logo saataisiin mahdollisimman paljon julkisuuteen listautumisen yhteydessä positiivisessa valossa. Viestintäjohtajan mukaan nämä tavoitteet saavutettiin. Hän kertoi, että yhtiö oli saanut listautumiseen liittyen lähes puoli tuntia lähetysaikaa suomen- ja ruotsinkielisissä pääuutisissa, joka oli pankille ilmaista mainosta. Tämä viestintäjohtajan näkemys, sekä päälakimiehen motiivi ilmaisesta mainonnasta toteutti Pagano et al. (1998) esittämää ajatusta siitä, että listautuminen voidaan nähdä mainoksena. Hänen mukaansa yhtiön mediaosumat ovat lähes kaksinkertaistuneet vuodesta 2017 vuoteen 2018 ja lähtökohtaisesti mediaosumat olivat myönteisiä. Brändin arvo on hänen mukaansa kasvanut, joten tavoite on saavutettu myös siltä osin.

Haastatteluiden lisäksi myös listautumisesite tuo esiin imagomotiivin. Sen mukaan listautumisen motiivina oli parantaa pankin tunnettavuutta ja brändinäkyvyyttä asiakkaiden, työntekijöiden ja sijoittajien keskuudessa. Listautumisesite kuitenkin tuo esiin uuden tavoitteen, jota ei tullut esiin haastatteluissa. Listautumisesitteen mukaan motiivista muodostunut tavoite on parantaa pankin kilpailukykyä asiakkaiden, työntekijöiden ja sijoittajien silmissä. Tavoitteen mittaaminen voi olla hankalaa, sillä voi olla vaikeaa todentaa onko pankki saanut esimerkiksi uusia asiakkaita listautumisen seurauksena vai ovatko asiakkaat tulleet pankin asiakkaiksi sattumalta listautumisen jälkeen täysin eri syistä. Sama pätee myös työntekijöihin, joiden kohdalla on myös vaikeaa todentaa, että olisiko kyseinen työntekijä hakenut samaa työpaikkaa, jos kohdeyritys ei olisi listautunut pörssiin. Sijoittajat ovat näistä ainut ryhmä, joita voidaan tarkkailla tavoitteen toteutumisen varalta, koska yhtiön listautuminen luo mahdollisuuden sijoittaa yhtiöön, joten listautuminen itsessään parantaa yhtiön kilpailukykyä sijoittajien silmissä antamalla sijoittamiseen mahdollisuuden.

### 4.3 Muut motiivit

Muut motiivit pääkategoria muodostui pankin tapauksessa suurimmaksi osaksi omistuspohjan laajentamisen motiivista. Pankin päälakimiehen mukaan omistuspohjan laajentaminen oli listautumisen taustalla oleellisena motiivina. Hänen mukaansa motiivin taustalla oli likviditeetin parantaminen omistuspohjan laajentamisen avulla. Motiivin pohjalta muodostunut tavoite on laajentaa omistuspohjaa ja saada ennen listautumista olleet omistajat myymään osakkeitaan, jotta vapaasti vaihdettavissa olevien osakkeiden määrä olisi mahdollisimman suuri. Päälakimiehen mukaan tavoitetta ei saavutettu. Syy tälle oli päälakimiehen mukaan se, että markkinatilanteen ollessa huonompi kuin odotettu, ei saavutettu tavoiteltua osakehintaa, jonka seurauksena yhtiön alkuperäiset osakkeenomistajat eivät halunneet myydä osakkeitaan, joten markkinoille ei saatu tavoiteltua määrää osakkeita kaupankäynnin kohteeksi.

Myös viestintäjohtaja oli sitä mieltä, että listautumisen taustalla oli motiivina omistuspohjan laajentaminen. Viestintäjohtaja ei kuitenkaan tuo motiivissa esiin sitä, että tavoitteena olisi ollut saada alkuperäisiä osakkeenomistajia myymään osakkeitaan listautumisen yhteydessä, vaan puhtaasti laajentaa omistuspohjaa uusilla osakkailla. Haastattelusta ei selvinnyt se, että onko omistuspohjan laajentamisen tavoitteen vähentää alkuperäisten osakkeenomistajien idiosynkraattista riskiä ja tarjota poistumisstrategiaa vai onko omistuspohjan laajentamisen tarkoituksena vain parantaa likviditeettiä. Tämän haastattelun perusteella, katsomatta muuta aineistoa, motiivi kuulostaisi sopivan alkuperäisten osakkeenomistajien idiosynkraattisen riskin pienentämisen motiiviin. Tavoite joka tästä viestintäjohtajan mukaan muodostui, oli laajentaa omistuspohjaa ja se hänen sanojensa mukaan onnistui. Alun perin pankin omistuspohja koostui ainoastaan aiemmin henkilöstöannissa merkinneistä henkilökunnan jäsenistä ja pankkiin fuusioituneista tahoista. Nyt listautumisen myötä omistajien määrä on moninkertaistunut ja omistuspohjaa on näin ollen laajennettu onnistuneesti.

Päälakimiehen ja viestintäjohtajan haastattelun lisäksi myös listautumisesitteessä tuodaan esiin omistuspohjan laajentaminen motiivina listautumiselle. Listautumisesitteessä tarkennetaan, että motiivista muodostuneet tavoitteet ovat

parantaa yhtiön osakkeiden likviditeettiä ja tarjota uusille osakkeenomistajille mahdollisuutta ottaa osaa yhtiön kehitykseen. Ensimmäinen tavoite on onnistunut, kuten tuli ilmi useammasta haastattelusta ja kuten on pääteltävissä siitä, että onnistunut listautuminen parantaa osakkeiden likviditeettiä tarjoamalla osakkeille markkinapaikan, jossa osakkeilla voidaan käydä vaihdantaa. Toinen tavoite on kuitenkin vaikeampi tulkita ja vaatii todennäköisesti pitkän aikavälin seuranta, jotta voitaisiin todeta, että onko tavoite saavutettu ja jos ei, niin miksi ei.

## 5. Yhteenveto ja johtopäätökset

Tutkielman tarkoituksena oli selvittää mitä motiiveja ja motiivien pohjalta muodostuneita tavoitteita finanssialan yrityksen listautumisen taustalla on. Tutkielmaan oli valittu kohdeyritykseksi vuonna 2018 listautunut finanssialan yritys, jonka listautumisen motiiveja ja tavoitteita tutkielmassa selvitettiin. Listautumisen taustalla olevia motiiveja on tutkittu ennenkin esimerkiksi Pagano et. al. (1998) sekä Bancel ja Mittoo (2009) toimesta ja näistä aiemmin tehdyistä tutkimuksista muodostettiin tämän tutkielman teoreettinen viitekehys. Teoreettisen viitekehysten avulla saatiin muodostettua kolme pääkategoriaa, joihin muusta kirjallisuudesta löytyneet motiivit voitiin jakaa. Näiden kategorioiden avulla myös tutkielman aineistosta löydetty finanssialan yrityksen motiivit on jäsennelty.

Tutkielman toisessa kappaleessa käsitellään listautumisen taustalla olevia motiiveja. Motiivit on jaettu kolmeen pääkategoriaan, joihin myös tutkielman empiriaosassa tutkielman kohdeyrityksen motiivit on jaoteltu. Motiivien kolme pääkategoriaa ovat taloudelliset motiivit, imagomotiivit ja muut motiivit. Jokaisen kategoriaan on etsitty aiemmasta kirjallisuudesta kohdeyrityksen kannalta olennaisia motiiveja, joihin aineistoa on peilattu empiriassa. Toisessa kappaleessa on myös esitelty listautumisprosessia ja listautumisen mukana tulevia muutoksia yhtiön viestintävelvollisuuksissa.

Tutkielma on toteutettu laadullisena, eli kvalitatiivisena, tutkimuksena. Tutkielman aineisto on peräisin puolistrukturoiduista haastatteluista, sekä kohdeyrityksen julkaisemista dokumenteista. Haastatteluista saadusta aineistosta haettiin enneminkin motiiveja ja tavoitteita, kun taas kohdeyrityksen julkaisemista dokumenteista haettiin vastausta siihen, että saavutettiin tavoitteita. Tähän poikkeuksena kuitenkin ennen listautumista julkaistut dokumentit, joita käytettiin sekä motiivien lähteenä, että vertailukohtana tavoitteiden saavuttamisen tarkastelussa. Tutkielman haastateltavat valikoituivat harkinnanvaraisen otannan tyyllillä, eli haastattelut toteutettiin toimihenkilöiden kanssa, joilla oli rooli kohdeyrityksen listautumisessa. Haastateltavaksi valikoituivat kohdeyrityksen päälakimies, talousjohtaja ja viestintäjohtaja.



## 5.1 Tulokset tutkimuskysymyksittäin

Tutkielman tavoitteena oli selvittää finanssialan yrityksen listautumisen taustalla olevat motiivit ja motiivien pohjalta muodostuneet tavoitteet. Tutkielmassa selvitettiin myös, saavutettiin nämä listautumiselle asetetut tavoitteet. Tutkielman pääongelma on mikä on listautumisen tarkoitus? Tähän pääongelmaan haettiin vastausta seuraavien alaongelmia avulla.

*Mitä motiiveja listautumiselle on?*

Kohdeyrityksen listautumisen taustalla oli motiiveja jokaisesta pääkategoriasta, eli taloudellisia motiiveja, imagoon liittyviä motiiveja ja muita motiiveja. Käsitellään ensin pankin listautumisen taustalla olleet taloudelliset motiivit. Taloudellisen aseman parantaminen, eli pääoman kerryttäminen on motiivi, joka tuli esiin kaikissa aineiston osa-alueissa. Pankin päälakimies painotti pääoman kerryttämisen olleen listautumisen taustalla olleista motiiveista tärkein. Tämän lisäksi taloudellisia motiiveja olivat likviditeetin parantaminen, kasvustrategian menestyksekkäs jatkaminen ja osakkeen markkinahinnan selvittäminen. Osakkeen likvidiä markkinahintaa listautumisella haettiin sen takia, että yhtiö voisi mahdollisissa tulevaisuuden yritysjärjestelyissä hyötyä siitä, että osakkeen hinta on reaaliajassa päivittyvä. Osakkeen likvidiä markkinahintaa haettiin myös kannustinjärjestelmiä varten.

Imagoon liittyvinä motiiveina yhtiöllä oli yleinen pankin tunnettavuuden parantaminen ja brändiarvon kasvattaminen. Nämä motiivit olivat myös yhtenäisesti löydettävissä kaikista aineiston osa-alueista. Näiden lisäksi imagoon liittyvä motiivi pankilla oli talousjohtajan mukaan saada pankille listayhtiönä toimimisen mukana tuleva status, joka herättää sidosryhmissä luottamusta ja antaa sidosryhmille erilaisen mielikuvan yhtiöstä. Näiden lisäksi pankin tavoitteena oli myös saada listautumisen yhteydessä näkyvyyttä, joka edesauttaisi muiden motiivien pohjalta muodostuvien tavoitteiden saavuttamisessa. Listautuminen voidaan nähdä jossain määrin ilmaisena mainoksena yhtiölle silloin, kun yhtiö saa listautumisen yhteydessä positiivista näkyvyyttä esimerkiksi uutisissa tai muissa medialähteissä.

Muu tavoite, joka pankilla oli listautumispäätöksen taustalla, oli omistuspuhjan laajentaminen. Omistuspuhjan laajentaminen tuli esiin aineistossa usein, mutta sen perustelut muuttuivat riippuen aineiston lähteestä.

Kohdeyrityksen listautumisen taustalla olevat motiivit ovat löydettävissä myös aiemmista tutkimuksista. Motiivien välillä oli aineiston lähteestä riippuen pieniä eroavaisuuksia, mutta kaiken kaikkiaan motiivit olivat yhtenäisiä, eli kaikista lähteistä löytyi taloudellinen motiivi, imagomotiivi ja muu motiivi kategorian edustaja.

#### *Mitä tavoitteita motiiveista on muodostunut?*

Tässä tutkielmassa tavoitteilla tarkoitetaan motiivien pohjalta muodostuneita tavoitteita, joita listautumiselle on asetettu. Suurin osa tavoitteista on motiiveista suoraan johdettuja. Esimerkiksi jos motiivi on pääoman kerryttäminen, niin motiivista johdettu tavoite on kerryttää haluttu määrä pääomaa. Tavoitteiden määrittämisestä teki kuitenkin hankalaa se, että pankki ei ollut julkisesti antanut tarkkoja arvoja tavoitteille, joista voisi suoraan nähdä onko tavoitteet saavutettu vai ei. Tästä syystä tavoitteiden saavuttamista on selvitetty kysymällä asiaa haastateltavilta ja heidän vastauksiaan on hyödynnetty tavoitteiden tulkitsemiseen. Motiiveista johdettujen tavoitteiden lisäksi pankki oli asettanut listautumisen yhteydessä myös pitkän aikavälin (3-5 vuotta) taloudellisia tavoitteita, jotka tutkielmassa on käyty lyhyesti läpi, mutta joiden lopullista saavuttamista ei voida tutkielmassa tarkemmin käsitellä, koska listautumisesta on kulunut liian vähän aikaa.

#### *Onko tavoitteet saavutettu? Jos ei, niin miksi ei?*

Suurin osa listautumisen motiiveista johdetuista tavoitteista saavutettiin. Tutkielmassa tuli vastaan myös tavoitteita, joiden saavuttamista ei voida vielä arvioida, koska tavoitteiden saavuttaminen tapahtuu pidemmällä aikavälillä. Pankin päälakimies toi kuitenkin esiin, että pankin taloudellisten motiivien pohjalta johdettujen tavoitteita ei saavutettu täysin, esimerkiksi osakkeen hinnan tavoite oli pankilla korkeammalla, mutta listautumisen hetkellä vallitsevan markkinatilanteen vuoksi tavoitetta ei saavutettu. Tämän lisäksi päälakimies oli myös sitä mieltä, että omistuspuhjan laajentamisen motiivista johdettua tavoitetta ei myöskään kokonaisuudessaan

saavutettu, koska pankki oli toivonut alkuperäisten osakkeenomistajien taholta suurempaa halua myydä omat osakkeensa. Tarkoituksena oli, että markkinoilla vapaasti vaihdettavissa olisi ollut suurempi määrä osakkeita, mutta tätä tavoitetta ei saavutettu, koska markkinatilanteen vuoksi toivottua alhaisemmaksi jäänyt osakkeen hinta ei kannustanut alkuperäisiä osakkeenomistajia myymään osakkeitaan.

## **5.2 Johtopäätökset**

Kaiken kaikkiaan tutkielmassa selvisi, että finanssialan yrityksen pörssiin listautumisen taustalla on hyvin samankaltaisia motiiveja, kuin muillakin pörssiin listautuvilla yrityksillä, eli pankiltakin löytyy taloudellisia motiiveja, imagomotiiveja ja muut motiivikategorian edustajia. Kohdeyrityksen toimiminen finanssialalla näkyy ensisijaisesti taloudellisten motiivien perusteluissa, kuten päälakimiehen perustelussa pääoman kerryttämiseksi antolainauksen rahoittamiseksi. Kuitenkin kohdeyrityksen ollessa finanssialan toimija, se asetti enemmän painoa esimerkiksi imagomotiiveihin, kuin mitä aiemmissa tutkimuksissa nähtiin. Tämä voisi johtua esimerkiksi siitä, että sen lisäksi, että pankki haluaa uusia osakkeenomistajia, sen imagomotiivien pohjalta muodostunut tavoite on myös saada lisää asiakkaita ja työntekijöitä.

Pankilla oli selkeät motiivit listautumisen taustalla, jotka tulivat esiin kaikista aineistolähteistä. Tämä voisi olla syy sille, että listautuminen onnistui kohdeyrityksen mielestä niin hyvin, koska heillä oli selkeä tavoite ja sitä tavoitetta kohti tehtiin töitä. Ainut epäonnistuminen, jonka pankin päälakimies toi esiin, johtui markkinatilanteesta, johon pankki ei voinut itse vaikuttaa.

### **5.2.1 Mahdollisia jatkotutkimuskysymyksiä**

Tutkielmassa jää vielä paikka jatkotutkimuksille siinä, että listautumisen vaikutusta finanssialan yrityksen toimintaa pitkällä aikavälillä voisi tutkia enemmän. Tämän lisäksi myös tavoitteiden saavuttamista voisi tutkia pitkällä aikavälillä, sillä esimerkiksi kohdeyrityksen pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet jäävät tässä tutkielmassa vielä pois, koska listautumisesta on kulunut liian vähän aikaa.

## LÄHTEET

Anderson, A. M. & Dyl, E. A. (2008) IPO Listings: Where and Why? *Financial Management*, vol. 37, nro. 1, sivut 23-43

Bancel, F. & Mittoo, U. (2009) Why Do European Firms Go Public? *European Financial Management*, vol 15, nro. 4, sivut 844-884

Bharath, S. & Dittmar, A. (2006) To be or not to be (public) Using going private transactions to examine why firms go public. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 12.6.2019]. Saatavilla: <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/whyfirmsgopublic.pdf>

Black, B. S. & Gilson, R. J. (1998) Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, vol. 47 sivut 243—277

Booth, J. R. & Chua, L. (1996) Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, vol. 41, sivut 291-310

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

Bryman, A. & Bell, E. (2015) *Business research methods*. 4. painos, Oxford university press, New York

Chemmanur, T. & Fulghieri, P. (1999) A theory of the going-public decision. *The Review of Financial Studies*, vol. 12, nro. 1, sivut 249-280

Finanssivalvonta (2018) Listautuminen [Verkkodokumentti]. [Viitattu 12.06.2019]. Saatavilla: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>

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

Haaramo, V. (2018) Pörssiyhtiön tilinpäätös. Helsinki: Alma Talent

Helwege, J. & Packer, F. (2009) Private matters. Journal of Financial Intermediation, vol18, nro 3, sivut 362-383

Jenkins, T. (2009) Initial Public Offerings: Introduction. European Financial Management, vol. 15, nro. 4, sivut 701-702

Kelley, J. (2017) Forget Stock Price Look closely to find the real marks of post-IPO success. Inc, sivut 80-81

Kim, W. & Weisbach, M. (2008) Motivations for public equity offers: An international perspective. Journal of Financial Economics, vol. 87, nro. 2, sivut 281-307

Lounasmeri, S. (2016) Pörssiin – miten ja miksi? Tilisanomat. [Verkkodokumentti] [Viitattu 26.7.2019]. Saatavilla: <https://tilisanomat.fi/talousohjaus/porssiin-miten-ja-miksi>

Maksimovic, V. & Pichler, P. (2001) Technological innovation and initial public offerings. Review of Financial Studies, vol. 14, sivut 459–94

Nasdaq Helsinki Oy (2018) Pörssin säännöt 3.1.2018. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 12.6.2019]. Saatavilla: [https://business.nasdaq.com/media/P%C3%B6rssin%20s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t%203.1.2018%20final\\_tcm5044-20052.pdf](https://business.nasdaq.com/media/P%C3%B6rssin%20s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t%203.1.2018%20final_tcm5044-20052.pdf)

Osakeyhtiölaki 624/2006. Annettu Helsingissä 21.07.2016. [Verkkodokumentti]. [Viitattu: 10.07.2019]. Saatavilla: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>

Pagano, M., Panetta F. & Zingales, L. (1998) Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. The Journal of Finance, vol. 53, nro. 1, sivut 27-64

Patentti- ja rekisterihallitus (2017) Osakeanti. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 26.7.2019]  
Saatavilla:

<https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/osakeyhtio/muutosilmoitus/osakeanti.html>

Pörssisäätiö. (2016) Pörssilistautujan käsikirja. Helsinki: Pörssisäätiö

Rajan, R. G. (1992) Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*, vol. 47, sivut 1367-1400

Ritter, J. (1984) The "Hot Issue" Market of 1980. *Journal of Business*, vol. 57, nro. 2, sivut 215-240

Ritter, J & Welch, I (2002) A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, vol. 57, nro. 4, sivut 1795-1828

Shah, S. & Thakor, A. V. (1988) Private versus Public Ownership: Investment, Ownership Distribution, and Optimality. *The Journal of Finance*, vol. 43, nro. 1, sivut 41-59

Westerholm, J. (2000) Essays on Initial Public Offerings, Empirical Findings from the Helsinki Stock Exchange. *Forskningsrapporter från Svenska Handelshögskolan. Swedish School of Economics and Business Administration. Research Reports 48.* Helsinki 2000

Zingales, L. (1995) Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic studies*, vol 62, sivut 425-448

# LIITTEET

## Liite 1 Haastattelupohja

Kandidaatintutkielma haastattelupohja, Larissa Riedler

Haastateltavan tiedot:

Nimi:

Nykyinen titteli ja työhistoriaa nykyisessä yrityksessä:

Roolisi listautumisessa:

### **Ennen listautumista:**

Mitkä tekijät saivat suunnittelemaan listautumista?

Milloin listautumisprosessi alkoi? Mitä vaiheita listautumisprosessissa oli ja mihin ne sijoittuvat ajallisesti ja niiden kesto suurin piirtein?

Mitkä olivat listautumisen tavoitteet listautumista suunniteltaessa?

### **Listautumiseen liittyviä kysymyksiä:**

Miten listautuminen onnistui? (Tavoite kerrallaan)

Muuttuivatko suunnitteluvaiheessa asetetut tavoitteet listautumisen aikana?

Onnistuttiinko tavoitteiden saavuttamisessa?

Minkä uskot johtaneen tavoitteiden saavuttamiseen tai siihen, ettei niitä saavutettu? (Tavoite kerrallaan)

Näin jälkikäteen ajateltuna, mitä Pankki olisi voinut tehdä toisin?

Onko mitään muuta listautumiseen liittyvää, mitä minun olisi sinun mielestäsi hyvä tietää?