

**LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO**  
**Kauppätieteiden tiedekunta**  
Rahoitus



**SUOMALAISTEN YHTIÖIDEN HALUTTOMUUS LISTAUTUA PÖRSSIIN VUODEN  
2000 JÄLKEEN**

Kandidaatin tutkielma  
Tekijä: Ville Mikkola  
27.4.2007

## SISÄLLYSLUETTELO

<b>1. JOHDANTO .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Tutkimuksen tausta ja motivaatio.....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 Tutkimusongelma ja tutkimusmetodologia.....</b>	<b>5</b>
<b>1.3 Tutkimuksen rajaus.....</b>	<b>5</b>
<b>1.4 Tutkimuksen rakenne .....</b>	<b>6</b>
<b>2. TEORIA JA AIKAISEMPI KIRJALLISUUS.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 Alihinnoittelu .....</b>	<b>7</b>
2.1.1 <i>Epäsymmetrinen informaatio.....</i>	<i>7</i>
2.1.2 <i>Muut syyt.....</i>	<i>10</i>
<b>2.2 Kuumat markkinat .....</b>	<b>13</b>
<b>2.3 Stabilisaatio .....</b>	<b>15</b>
<b>2.4 Listautumisen jälkeiset tuotot.....</b>	<b>16</b>
2.4.1 <i>Lyhyellä ajanjaksolla.....</i>	<i>17</i>
2.4.2 <i>Pitkällä ajanjaksolla .....</i>	<i>17</i>
<b>3. LISTAUTUMINEN .....</b>	<b>19</b>
<b>3.1 Listautumiseen johtavia syitä .....</b>	<b>19</b>
<b>3.2 Listautumisprosessi .....</b>	<b>21</b>
<b>3.3 Ajoituksen merkitys .....</b>	<b>24</b>
<b>3.4 Listautumisen haitat .....</b>	<b>25</b>
<b>3.5 Listautumiset Suomessa .....</b>	<b>27</b>
<b>3.6 Listautumiset maailmalla.....</b>	<b>28</b>
<b>4. MIKSI YRITYKSET EIVÄT OLE LISTAUTUNEET SUOMESSA .....</b>	<b>30</b>
<b>4.1 Yrityskauppa.....</b>	<b>30</b>
<b>4.2 Private placement.....</b>	<b>30</b>
<b>4.3 Vaihtoehtoisen markkinapaikan puuttuminen .....</b>	<b>31</b>
<b>4.4 Suomen IPO markkinapiirteitä .....</b>	<b>32</b>
<b>4.5 Case Iittala .....</b>	<b>34</b>
<b>5. JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>38</b>
<b>LÄHTEET .....</b>	<b>40</b>

# 1. JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen tausta ja motivaatio

Listautuminen on suuri muutos yrityksen elinkaareissa, joka vaatii paljon aikaa ja paneutumista. Listautumisella yritykset hankkivat oman pääoman ehtoista rahoitusta ja hajauttavat omistustaan. Listautumisen jälkeen yhtiön osakkeen julkinen kaupankäynti parantaa likviditeettiä ja lisää myös mahdollisuuksia hankkia lisöpääomaa yksityistä yritystä paremmilla ehdoilla. Yhtiöiden innostus listautua pörssiin kasvaa yleensä pääomamarkkinoiden voimakkaan kasvun aikana, jolloin sijoittajilla on hyvä luottamus talouden kasvuun. Tällainen vaihe saavutettiin 1990-luvun lopulla, jolloin osakesijoittaminen koki ennennäkemättömän buumin osakemarkkinoilta saatujen ylisuurten tuottojen seurauksena.

Vuosituhanen vaihtuessa maailmantalous kääntyi taantumaan ja teknologiakupla puhkesi. Tämä vaikutti listautumisiin sekä Suomessa että maailmalla. Listautumisantien määrä romahti sijoittajien menettäessä uskon pääomamarkkinoiden kasvuun. Muutaman hiljaisemmän vuoden jälkeen listautumisinnostus on jälleen kääntynyt voimakkaaseen nousuun maailmalla vakaan talouskasvun saattamana. Suomessa on kuitenkin toisin, koska vain muutamat yritykset ovat listautuneet pörssiin samalla ajanjaksolla. Esimerkiksi vuosien 2001 ja 2003 aikana Suomessa ei tapahtunut yhtään listautumista. Vuoden 2004 jälkeen markkinat ovat heräämässä myös Suomessa, mutta silti listautumisia on tehty vain muutama. Siitä herääkin kysymys, että minkä takia suomalaiset yritykset eivät ole listautuneet pörssiin. Esimerkiksi Iittalan Groupin listautumista odotettiin markkinoilla paljon ja listautumisanti saatettiin viimeiseen vaiheeseen asti ennen kuin Hollantilainen pääomasijoittaja ABN AMRO Capital peruutti yhtiön osakkeiden myynnin ja pörssiin menon. Syyksi ilmoitettiin liian alhainen myyntihinta sekä liian vähäinen ylimerkintä. Lisäksi spekulointi markkinatilanteen yllätyksellisellä huonontumisella, koska osakekurssit ympäri maailmaa olivat laskeneet vahvasti.

Listautumisanneista on tehty erittäin paljon tutkimuksia aina 1960-luvulta lähtien. Tutkijoiden suurta kiinnostusta aiheetta kohtaan voidaan selittää listautumisanneista saatavien

ylisuurten tuottojen avulla. Nämä tuotot ovat vahvistaneet käsitystä alihinnoittelun tarkoituksenmukaisuudesta. Alihinnoittelua on yritetty selittää lukuisilla symmetriseen ja epäsymmetriseen informaatioon perustuvilla malleilla, hypoteeseilla ja teorioilla. Lisäksi alihinnoittelua on yritetty selittää muilla tekijöillä, jotka eivät perustu informaation epäsymmetrisyyteen. Mainitsemisen arvoisia teorioita ovat pääjärjestäjän korvaus palveluista (Baron, 1982), voittajankiirus winner's curse (Rock, 1986), oikeuskäsittelyn välttäminen (Tinic, 1988), signaaliteoriat (Allen & Fauhalber, 1989; Welch, 1989; Grinblatt & Whang, 1989), Cascada-teoria (Welch, 1992), analyytikkojen huomion saavuttaminen (Aggarwal, Krigman & Womack, 2002) ja bookbuilding (Ritter & Welch, 2002). Toinen listautumisan-teihin liittyvä säännönmukaisuus on "kuumat markkinat" (hot markets). Kuumat markkinat tarkoittavat ajanjaksoa, jolloin anteja on tarjolla runsaasti ja antien osakehinnat jälkimarkkinoilla nousevat keskimääräistä korkeammaksi (Ibbotson & Jaffe 1975; Ritter, 1984; Tinic, 1988; Loughran & Ritter, 2002; Ljungqvist & Wilhelm, 2003).

Uudemmat tutkimukset ovat tarjonnan syytä yrityksen listautumispäätökseen ja kyseenalaistaneet vanhempia teorioita. Ritterin ja Welchin (2002) mukaan markkinatilanne on tärkein selittävä tekijä yrityksen listautumispäätöksessä. Toiseksi merkittävimäksi tekijäksi he mainitsivat yhtiön elinkaaren. Ljungqvist ym. (2006) mallinsivat listautumisprosessia yhdistäen kolme listautumisiin liittyvää anomaliaa: alihinnoittelu, kuumat markkinat ja pitkän aikavälin huono menestyminen. Kaikkien tekijöiden taustalla on tärkeänä selittäjänä irrationaalisten sijoittajien mukanaolo listautumisanneissa. Lisäksi uudenmassa kirjallisuudessa on tutkittu stabilisaation eli hintatuen vaikutusta annin jälkeiseen markkinahintaan (Ruud, 1993; Aggarwal, 2000).

Kirjallisuudessa on paljon tutkimuksia syistä minkä takia yrityksen listautuvat, mutta erittäin vähän minkä takia yrityksen eivät listaudu. Tämän tutkimuksen tarkoitus on juuri valottaa tätä kysymystä Suomen markkinoilla. Aihe on erittäin ajankohtainen, koska Suomen markkinoilla listautumisia on ollut viime aikoina hyvin vähän.

## 1.2 Tutkimusongelma ja tutkimusmetodologia

Tutkimuksen tavoitteena on pyrkiä selvittämään syitä minkä takia suomalaisilla yrityksillä tai pääomasijoittajilla ei ole samanlaista listautumisintoa kuin maailmalla. Tutkimuksessa on tarkoitus pohtia eri syitä miksi yritykset eivät ole listautuneet pörssiin vuoden 2000 jälkeen. Lisäksi tutkimuksessa yritetään löytää Suomen markkinoilta tekijöitä selittämään tätä listautumattomuutta. Aihe on erittäin ajankohtainen ja mielenkiintoinen, koska listautumisbuumi on maailmalla ollut hyvin voimakas jo useamman vuoden ajan, mutta suomeen buumi ei ole levinnyt. Tutkimus perustuu kirjallisuuteen ja mediassa esitettyihin spekulatioihin. Seuraavaksi esitellään tutkimuskysymykset:

K1 Minkä takia Suomalaiset yhtiöt eivät ole listautuneet pörssiin vuoden 2000 jälkeen.

K2 Löytyykö Suomen markkinoilta erityisiä piirteitä, joiden avulla voidaan selittää listautumattomuutta.

Ensimmäiseen kysymykseen pyritään löytämään vastaus sekä listautumisantitutkimuksia että mediassa esitettyjä näkemyksiä analysoimalla. Toista tutkimusongelmaa lähdetään käsittelemään Suomen markkinoilla vallitsevien ominaispiirteiden kuten esimerkiksi vuonna 2002 kiristyneiden listautumisvaatimuksien avulla. Lisäksi pohditaan pääomasijoittajien, kasvuhaluttomuuden sekä yrityskauppojen merkitystä listautumattomuuteen. Tutkimuksessa käytetään myös esimerkkinä litalan Groupin listautumisannin peruuntumista selventämään listautumisen taustatekijöiden vaikutuksesta listautumisen onnistumisessa.

## 1.3 Tutkimuksen rajaus

Listautumisella tarkoitetaan tässä tutkimuksessa tilannetta, jossa yritys myy ensimmäistä kertaa osakkeitaan julkisesti ja listautuu pörssiin. Tutkimus ei itsessään sisällä listautumisantien teorioiden soveltamista, eikä listautumiseen liittyvien lyhyen aikavälin ylituot-

tojen analysointia. Kyseessä on kirjallisuustutkimukseen pohjautuva, käsiteanalyttinen tutkimus. Tutkimuksen ajanjakso on rajattu vuoden 2000 teknologiakuplan puhkeamisen jälkeisiin listautumistapahtumiin. Syy tehtyyn rajaukseen on se, että kyseisellä ajanjaksolla ei ole listautumisia ollut kuin muutama. Lisäksi tutkimuksessa käsitellään pelkästään Suomen markkinoita.

## **1.4 Tutkimuksen rakenne**

Tutkimus on organisoitu seuraavanlaisesti. Luvussa kaksi käydään läpi listautumisanti-tutkimusta ja esitellään tärkeimmät teoriat. Luvussa kolme esitellään yrityksen listautumisprosessi listautumispäätöksestä listautumiseen sekä yrityksen listautumiseen johtavia syitä. Lisäksi luvussa kolme havainnollistetaan sekä Suomen että maailman markkinoilla tapahtuneita listautumisia. Luvussa neljä pyritään vastaamaan tutkimusongelmiin aikaisempien tutkimuksien perusteella mahdollisemman puolueettomasta näkökulmasta. Aineistona on käytetty useita aihetta käsitteleviä tutkimuksia ja lehtikirjoituksia, joiden perusteella on pyritty löytämään tärkeimmät listautumattomuutta selittävät tekijät. Lisäksi luvussa neljä käytetään Iittala Groupin listautumisannin peruuntumista esimerkkinä taustatekijöiden vaikutuksesta listautumisen onnistumisessa. Luvussa viisi kootaan yhteen tämän tutkimuksen tärkeimmät asiat.

## 2. TEORIA JA AIKAISEMPI KIRJALLISUUS

### 2.1 Alihinnoittelu

Listautumisantien alihinnoittelu on yksi rahoitusteorian tutkituimmista aiheista. Listautumisantia sanotaan alihinnoitelluksi silloin, kun listautumisantihinta on alhaisempi kuin osakkeen ensimmäisen päivän päätöskurssi. Tätä alihinnoittelua on yritetty selittää monilla eri malleilla, hypoteeseilla ja teorioilla, jotka perustuvat epäsymmetriseen informaatioon tai muihin tekijöihin. Epäsymmetriseen informaation perustuvat teoriat olettavat, että listautuvalla yrityksellä, listautumisannin pääjärjestäjällä ja potentiaalisilla sijoittajilla, on erilaista tietoa listattavan yrityksen todellisesta arvosta (Baron, 1982; Rock, 1986). Nämä teoriat voidaan jakaa sen mukaan kenellä oletetaan olevan enemmän tietoa yrityksen todellisesta arvosta. Alihinnoittelua on myös yritetty selittää muilla tekijöillä kuten oikeuskäsittelyjen välttämällä, analyytikkojen huomion herättämisellä, halutun omistusrakenteen saavuttamisella, sekä signalointihypoteesilla (Tinic, 1988; Aggarwal, Krigman ja Womack, 2002; Stoughton ja Zechner, 1998; Welch, 1989).

#### *2.1.1 Epäsymmetrinen informaatio*

Baronin (1982) hypoteesin mukaan osakeannin järjestäjällä eli investointipankilla on enemmän tietoa yrityksen osakkeen todellisesta arvosta ja kysynnästä kuin yrityksen omistajilla. Mitä suurempi on epävarmuus osakkeen oikeasta hinnasta ja kysynnästä, sitä suurempi tarve on omistajilla luottaa investointipankin hinnoitteluasiantuntemukselle. Tämä johtaa siihen, että omistajien kannattaa antaa anninjärjestäjän asettaa osakkeen listautumishinta. Anninjärjestäjällä on taas kannuste hinnoitella osake todellista hintaa alemmaksi tarvittavien markkinointiponnisteluja vähentämiseksi. Alihinnoittelulla pääjärjestäjä varmistaa sen, että osakkeet menevät hyvin kaupaksi sijoittajille. Mitä enemmän markkinoilla on epävarmuutta osakkeen hinnasta ja kysynnästä, sitä suurempaa on myös osakkeen alihinnoittelu. Omistajat antavat pääjärjestäjän alihinnoitella osakkeet

korvauksena markkinoinnista sekä pääjärjestäjän hallussa olevasta hyödyllisestä tiedosta. (Baron, 1982)

Baronin hypoteesi on myös kohdannut kritiikkiä. Muscarella ja Vestuypensin (1989) testasivat Baronin mallin toimivuutta investointipankkien omissa listautumisissa, joissa investointipankki toimii myös anninjärjestäjänä. Teorian mukaan alihinnoittelua ei pitäisi esiintyä näissä listautumisissa, koska investointipankki määrää itse oman listautumisanthintansa. Tulokset antoivat kuitenkin viitteitä siitä, että investointipankkien omien listautumisantien alihinnoittelu on vastaavaa muiden listautumisantien kanssa, joka on ristiriidassa Baronin tekemän hypoteesin kanssa. Ritter ja Welch (2002) esittivät artikkelissaan, että investointipankki saattaa alihinnoitella oman listautumisantinsa parantaakseen yrityskuvaa tulevien asiakkaiden silmissä. Tällä pyritään antamaan tulevaisuuden asiakkaille sellainen kuva, että alihinnoittelu on pakollinen listautumisannin kustannus. Tutkijat lisäävät vielä, etteivät Muscarellan ja Vestuypensin tulokset kumoa Baronin teoriaa.

Kuuluisimpia alihinnoitteluteorioita edustaa Rockin (1986) Winner's Curse -malli. Mallissa Rock jakaa sijoittajat informoituihin ja informoimattomiin. Informaation epäsymmetrisyys sijoittajien välillä johtaa siihen, että huonommin informoidut sijoittajat saavat suhteellisesti suuremman määrän vähemmän tuottavia osakkeita. Informoidut sijoittajat kykenevät erottamaan markkinoilta alihinnoitellut ja ylihinoitellut osakeannit ja osallistuvat vain hyvin tuottaviin anteihin, informoimattomien sijoittajien osallistuessa tasapuolisesti kaikkiin listautumisanteihin. Investointipankki palkitsee alihinnoittelulla informoimattomia sijoittajia siitä, että he osallistuvat suuremmalla osuudella vähemmän tuottaviin listautumisanteihin. Keloharju (1993) testasi Rockin teoriaa Suomen markkinoilla vuosien 1984–1989 välisenä aikana. Tulosten mukaan informoitujen ja informoimattomien sijoittajien suhteellisella osuudella on suuri vaikutus listautumisantien alihinnoitteluun. Lisäksi Keloharju lisää, että informoitujen sijoittajien mukanaolo johtaa suurempaan alihinnoitteluun.



Alihinnoittelua voidaan pitää myös yrityksen signalointikeinona. Welchin (1989) signalointihypoteesin mukaan menestyvät yritykset viestittävät laadustaan sijoittajille alihinnoitteleamalla listautumisantinsa. Alihinnoittelun tarkoitus on antaa sijoittajille myönteinen kuva yrityksen osakkeesta ja näin saada sijoittajat osallistumaan yrityksen myöhempisiin osakeanteihin. Myöhemmissä osakeanneissa varsinkin menestyvät yritykset markkinoivat osakkeita niiden todelliseen hintaan ja näin ollen pystyvät korvaamaan listautumisannin alihinnoittelusta koituvat kustannukset. Alihinnoittelu on hyvä viesti yrityksen hyvästä laadusta, koska vain menestyvä yritys pystyy saamaan korvauksen alihinnoittelusta syntyvistä kustannuksista myöhemmissä osakeanneissa. Heikommin menestyvät yritykset voivat yrittää imitoida menestyvien yritysten signalointia ja pyrkiä hyödyntämään sijoittajien irrationaalisuutta ja laumakäyttäytymistä. Huonotuottoisten yritysten todellinen tila saattaa kuitenkin paljastua sijoittajille listautumisannin jälkeen. (Welch, 1989)

Grinblatt ja Hwang (1989) lisäsivät signaalihypoteesiin omistajien itsellä säilyttämisen osuuden listautumisannista. Tutkijat esittivät, että sijoittajat voivat päätellä alihinnoittelutason siitä kuinka paljon yrityksen omistajat säilyttävät osakkeita itsellään listautumisannissa. Mitä suuremman osuuden osakkeista omistajat pitävät, sitä arvokkaampana he yritystä pitävät. Kun sijoittajat pystyvät selvittämään omistajien itsellään pitämisen omistusosuuden ja listaushinnan, he kykenevät arvioimaan yrityksen arvon ja päättämään listausannin alihinnoittelun tason. (Grinblatt ja Hwang, 1989)

Welchin (1992) kehittämän Cascade -teorian mukaan yksittäisellä sijoittajalla on epävarmaa tietoa listautumisannin osakkeen arvosta, mutta sijoittajilla yhdessä on enemmän tietoa osakkeen todellisesta arvosta kuin yrityksen omistajilla. Tämä tarkoittaa sitä, että pieni joukko potentiaalisia sijoittajia voi yhdessä päätellä osakkeen arvon hyvinkin tarkasti. Pääjärjestäjä pyrkii estämään potentiaalisten sijoittajien kommunikoinnin tarjoamalla uusia osakkeita hajanaiselle joukolle sijoittajia. Teoria eroaa Rockin (1986) mallista siinä, että pääjärjestäjä tarjoaa osakkeita sijoittajille yksitellen. Sijoittaja tietää kuinka montaa muuta sijoittajaa investointipankki on lähestynyt ennen häntä ja ovatko he osallistuneet antiin. Sijoittaja tekee oman päätöksen perustuen aikaisempien sijoittajien päätöksiin välittämättä omasta yksityisestä informaatiosta. Jos aikaisemmat sijoitta-

jat ovat osallistuneet antiin, niin sijoittaja osallistuu myös itse. Listautumisanti voi epäonnistua jos ensimmäiset sijoittajat eivät ole osallistuneet antiin. Toisaalta, jos sijoittajat uskovat annin olevan alihinnoiteltu ja osallistuvat antiin, he voivat luoda rajattoman kysynnän annille. Welch lisää vielä, että jos sijoittajat pystyvät määrittämään yhdessä osakkeen arvon niin alihinnoitellut listautumisannit onnistuvat ja ylihinnoitellut listautumisannit epäonnistuvat. (Welch, 1992)

Chemmanurin (1993) osoitti artikkelissaan, että menestyvät yritykset alihinnoittelevat listautumisantinsa saadakseen yritykselle julkisuutta ja näin pyrkivät kannustamaan potentiaalisia sijoittajia hankkimaan tietoa yrityksestä. Mitä enemmän sijoittajat tuottavat tietoa yrityksestä, sitä lähemmäksi todellista arvoa yrityksen osakkeen jälkimarkkinahinta tulee. Chemmanur toteaaakin, että menestyvän yrityksen osakkeen jälkimarkkinahinta keskimäärin kasvaa ja huonosti menestyvän yrityksen jälkimarkkinahinta keskimäärin laskee. Menestyvän yrityksen omistajien siis kannattaa alihinnoitella yrityksen listautumisanti ja näin pyrkiä kannustamaan sijoittajia tuottamaan tietoa yrityksestä jälkimarkkinoilla, kun taas huonosti menestyvän yrityksen ei kannata alihinnoitella osaketta. Omistajat pyrkivät maksimoimaan listautumisannin ja myöhempien osakeantien odotettujen tuottojen summan. Tähän päästäkseen ei pidä asettaa listautumishintaa liian alhaiseksi, koska silloin jää vähemmän osakkeita myytäväksi myöhemmissä osakeanneissa. Lisäksi Chemmanurin esittää, että listautumishinnan täytyy heijastaa tiedon tuottamisen kustannuksia. Tästä on seurauksena se, että alihinnoitelluimpia ovat listautumisannit, joiden todellista arvoa on vaikea määrittää.

### *2.1.2 Muut syyt*

Alihinnoittelu voi johtua myös muista syistä kuin epäsymmetrisestä informaatiosta. Ritter ja Welch (2002) esittivät tutkimuksessaan, että epäsystemaattinen informaatio ole päätekijä, joka johtaa alihinnoitteluun vaan alihinnoittelua voidaan selittää paremmin muilla tekijöillä. Yksi tällaisista tekijöistä on Tinicin (1988) esittelemä oikeuskäsittelyjen välttäminen. Yrityksen omistajat voivat salata ja vääristellä yrityksen kannalta tärkeitä tietoja voidakseen myydä yrityksen osakkeet listautumisen yhteydessä mahdollisimman korke-

aan hintaan. Tämän takia pääjärjestäjä yrittää karsia mahdollisten oikeuskäsittelyjen todennäköisyyttä alihinnoitteleamalla listautumisannin. Osakkeita ostavalla sijoittajalla on oikeus haastaa pääjärjestäjä oikeuteen, jos hän kokee tulleensa petetyksi. Keloharju (1993) tutki Suomessa vuosina 1984–1989 tehtyjä listautumisanteja. Tuloksista ilmeni, että listautumisantien jälkeiset odotetut oikeudenkäyntikulut olivat nolla, vaikka listalleottoesitteessä esitetyn informaation luotettavuus oli heikko. Informaation heikkoa luotettavuutta perusteltiin Suomen osakemarkkinoiden puutteellisilla laeilla ja säätelyllä. Keloharju lisää vielä, että listautumisannit olivat keskimäärin alihinnoiteltuja eikä alihinnoitellua voitu perustella Tinicin teoriolla.

Stoughton ja Zechner (1998) kehittävät mallin, joka tuo esille alihinnoittelun mahdolliset hyödyt omistajille. Mallissa omistajat alihinnoittelevat listautumisannin luodakseen osakkeelle mahdollisimman suuren kysynnän. Suuren kysynnän ansioista yrityksen omistajat voivat päättää kenelle myydä osakkeita ja näin luoda yritykselle oikeanlaisen omistusrakenteen. Yrityksen omistajarakenne vaikuttaa yrityksen hallinnon tehokkuuteen ja tehokas hallinto kasvattaa yrityksen todellista arvoa. Omistajat pyrkivät myymään osan ansista suurille institutionaalisille sijoittajille, koska nämä tuovat hallinnon kautta enemmän arvoa kuin pienet sijoittajat. Vastoin tätä näkemystä Booth ja Chua (1996) painottivat pienten sijoittajien merkitystä osakkeen jälkimarkkinoilla. He esittivät, että alihinnoittelun avulla saavutetaan mahdollisimman laaja omistus pohja, joka tekee osakkeesta likvidimmän jälkimarkkinoilla. Sekä Stoughtonin ja Zechnerin (1998) että Boothin ja Chuanin (1996) mukaan omistajat ajattelevat, että yrityksen arvonnousu kompensoi alihinnoittelusta aiheutuneet kustannukset.

Aggarwal ym. (2002) perustelivat alihinnoittelua analyytikkojen ja median huomion herättämisellä. Tutkimustulokset antoivat viitteitä siitä, että analyytikot antavat enemmän suosituksia alihinnoitelluista listautumisanneista. Tämä luo lisää kysyntää jälkimarkkinoilla ja osakkeen kysyntäkäyrä siirtyy oikealle eli sijoittajat kysyvät osaketta enemmän samalla hinnalla mikä taas johtaa osakekurssin nousuun. Alihinnoittelu ei haittaa omista-

jia, koska omistajat saavat myydä osakkeita vasta myyntirajoitusten<sup>1</sup> (lockup period) päätyttyä. Alkuperäiset omistajat hyötyvät lisääntyneestä kysynnästä ja osakkeen kurssinoususta ja ovat enemmän kiinnostuneita osakkeen markkinahinnasta myyntirajoituksen päätyttyä kuin osakkeen listautumishinnasta. Tutkijat lisäävät vielä, että yrityksen omistajat pyrkivät ensisijaisesti maksimoimaan henkilökohtaisen varallisuutensa. Paras mahdollinen hetki omaisuuden maksimoimiseen on kuumien markkinoiden<sup>2</sup> aikana. Bradley ym. (2003) tutkivat vuosina 1996–2000 järjestettyjä listautumisanneita. Tulokset osoittivat, että listautumisannit, jotka olivat saaneet analyytikoilta hyviä ostosuosituksia, tuottivat viiden kaupankäyntipäivän aikana neljä prosenttia enemmän kuin annit, jotka eivät olleet saaneet hyviä ostosuosituksia.

Loughran ja Ritter (2002) esittivät artikkelissaan, että alihinnoittelu kasvattaa pääjärjestäjän tuottoja ja pienentää yrityksen omistajien tuottoja. Vaikka alihinnoittelu pienentää listattavan yrityksen pääjärjestäjälle maksamaa palkkioita, niin pääjärjestäjän kokonaistuotot kasvavat epäsuorien tulojen ansiosta. Sijoittajat ovat valmiita maksamaan pääjärjestäjälle ylisuuria komissioita muista osakekaupoista, jos anninjärjestäjä suostuu jakamaan heille osakkeita alihinnoitelluissa listautumisanneissa. Lisäksi alihinnoittelu helpottaa pääjärjestäjän osakkeiden myyntiä ja markkinointia. Tutkijoiden mukaan yrityksen omistajat suostuvat listautumisannin alihinnoitteluun, mikäli alihinnoittelun kustannukset eivät ylitä omistajien listautumisannista saamaa varallisuuden kasvua. Carterin ym. (1998) tutkivat miten listautumisannin järjestäjän valinta vaikuttaa alihinnoittelun suuruuteen. He havaitsivat tutkimuksessaan, että mitä menestyneempi ja arvostetumpi on listautumisannin pääjärjestäjä, sitä pienempää on osakkeen alihinnoittelu. Menestyneimmät investointipankin toimivat myös suurimpien ja vanhimpien yritysten listautumisannin järjestäjinä.

Bradleyn ja Jordanin (2002) artikkelin perusteella sijoittajat pystyvät arvioimaan listautumisannin alihinnoittelun suuruuden edellisen kuukauden listautumisannin perusteella.

---

<sup>1</sup> Myyntirajoitus on annin takaajan ja liikkeeseenlaskijan välinen sopimus, joka kieltää omistajia myymästä osakkeita tietynä listautumisannin jälkeisenä ajanjaksona. Myyntirajoitus kestää keskimäärin noin 6 kuukautta.

<sup>2</sup> Kuumat markkinat tarkoittavat ajanjaksoa, jolloin listautumisanneita on paljon tarjolla.

Teoria siis olettaa, että osakkeen hinta voidaan määrittää julkisen informaation perusteella eikä yksityisellä informaatiolla ole merkitystä. Tämä on ristiriidassa epäsymmetrisen informaation perustuvien teorioiden kanssa. Tutkijat esittävät, että alihinnoittelun suuruus vaihtelee sen mukaan, muutetaanko alustavaa hintaväliä alkuperäisestä. Hintaväli ja sen muutokset ovat julkista informaatiota, jota sijoittajat voivat käyttää hyväkseen arvioidessa alihinnoittelun suuruutta. Tutkijoiden mukaan omistajat hyväksyvät sitä suuremman alihinnoittelun, mitä suurempi on omistajien listautumisanneissa itsellään säilyttämien osakkeiden lukumäärän ja listautumisessa myytävien vanhojen osakkeiden lukumäärän suhde. Omistajien kannalta alihinnoitteluun vaikuttaa myös se kuinka paljon siitä on haittaa yrityksen alkuperäisille omistajille.

## 2.2 Kuumat markkinat

Lukuisissa tutkimuksissa on havaittu, että listautumisantien alihinnoittelu on suurempaa nousevilla markkinoilla. Ilmiön ensimmäisinä havaitsivat Ibbotson ja Jaffe (1975) tutkimuksessaan ”Hot issue markets” Yhdysvaltojen markkinoilla. Tutkimuksessaan he havaitsivat useampia kuumien antien jaksoa 1960-luvulla. Kuumien antien jaksoksi kutsutaan ajankohtaa, jolloin osakeanteja on runsaasti tarjolla ja antien osakehinnat jälkimarkkinoilla nousevat keskimääräistä korkeammiksi. Ritterin (1991) windows of opportunity lähestymistapa ennustaa, että kuumina periodeina tapahtuu enemmän alihinnoittelua ja listautuvat yrityksen yliarvostetaan. Antien suuresta tarjonnasta johtuen kyseisinä kausina alihinnoittelu on myös suurempaa. Samaan tulokseen päätyivät myös Loughran ja Ritter vuonna 2002 tutkiessaan Yhdysvalloissa vuosina 1990–1998 tehtyjä listautumisia. Tuloksista ilmenee, että osakemarkkinoiden nousua seuraavat listautumisannit ovat keskimäärin enemmän alihinnoiteltuja (18,5 %) kuin osakemarkkinoiden laskua seuraavat listautumiset (10,0 %). Tutkijat pyrkivät selittämään kuumat markkinat ilmiötä sillä, että annin pääjärjestäjä ei sopeuta tarpeeksi listaushintaa osakemarkkinoita saatavaan tietoon. Pástor ja Veronsi (2005) tekivät havainnon, että listautumisantien määrät vaihtelevat yliajan. Yleensä osakemarkkinoiden nousu ennakoi listautumisanti-

aallon alkamista ja kuumia markkinoita, kun taas osakemarkkinoiden laskiessa yritykset mieluummin odottavat parempia aikoja ja pitkittävät listautumista.

Tuoreemmassa tutkimuksessa Loughran ja Ritter (2004) tutkivat vuosien 1999–2000 välisenä aikana tehtyjä listautumisanteja ja löisivät kolme eri syytä, joilla voidaan selittää kuumien markkinoiden suurta alihinnoittelua. Ensinnäkin pääjärjestäjä hyötyy alihinnoittelusta epäsuorasti. Toiseksi yrityksen omistajat tai johtajat pitävät tärkeänä, että pääjärjestäjällä on vaikutusvaltainen analyttikko, joka voi vaikuttaa merkittävästi suosituksiltaan yrityksen osakkeen jälkimarkkinahintaan. Kolmanneksi 1990-luvun lopulla oli tavanomaista, että investointipankit jakoivat listautuvien yritysten omistajille ja johdolle muiden antien alihinnoiteltuja osakkeita saadakseen omistajat taivuteltua valitsemaan heidän pääjärjestäjäksi. Omistajat ansaitsivat huomattavia voittoja myymällä nämä osakkeet heti listautumisannin jälkeen. Tutkijat kutsuvat tätä ilmiötä spinning -ilmiöksi. Vastineeksi tästä omistajat valitsivat kyseisen investointipankin oman listautumisannin pääjärjestäjäksi, vaikka pankin järjestämät annit olivatkin reilusti alihinnoiteltuja. Ljungqvist ja Wilhelm (2003) tutkivat täsmälleen samaa ajanjaksoa kuin Loughran ja Ritter. Tutkimustulosten mukaan eniten kuumat markkinat -ilmiötä selittää johdon ja omistajien välinpitämättömyys alihinnoittelua kohtaan. Lisäksi tutkimustuloksista ilmeni, että johdon ja muun sisäpiirin kannustin valvoa pääjärjestäjän suorittamaa hinnoittelua laski vuodesta 1996 vuoteen 2000. Tästä seurasi merkittävä alihinnoittelun kasvaminen.

Helwege ja Liang (2004) tutkivat vuosina 1975–2000 kylmien- (cold markets)<sup>3</sup> ja kuumien markkinoiden aikana listautuneiden yritysten eroja. Tuloksista käy ilmi, että kylmien ja kuumien markkinoiden aikana listautuvat yritykset eivät eroa selkeästi toisistaan. Kylmien markkinoiden aikana listautumisannit ovat enemmän keskittyneitä tietyille teollisuuden aloille. Kuumien markkinoiden aikana tätä keskittymistä ei ole havaittavissa. Tätä voidaan osaksi selittää sillä, että kuumien markkinoiden aikana suurin osa eri teollisuudenaloista on kasvussa mukana, joten listautumisanteja on odotettavissa monelta eri teollisuudenalalta. Tutkijoiden mukaan kuumien markkinoiden aikana listautuvat yrityk-

---

<sup>3</sup> Kylmät markkinat ovat vastakohta kuumille markkinoille. Kylmien markkinoiden aikana osakekurssit laskevat ja markkinoilla on hyvin vähän listautumisanteja.

set tuottavat vähemmän ja niiden pääomakustannukset ovat myös pienemmät. Tulokset ovat ristiriidassa Benningan ym. (2005) esittämien tulosten kanssa. Benninga ym. esittivät, että talouden kasvu vaikuttaa positiivisesti yrityksen kassavirtoihin, joka vaikuttaa positiivisesti listautumisiin. Tuloksista ilmeni se, että yritykset listautuvat juuri silloin kun kassavirrat ovat korkeimmillaan. Helwege ja Liang (2004) lisäävät vielä, että pääomasijoittajien mukanaolo on todennäköisempää kylmien markkinoiden aikana listautuvilla yrityksillä.

### **2.3 Stabilisaatio**

Listautumisantien tuoreimmissa tutkimuksissa on tuotu esille annin järjestäjien tarkoituksellinen hintatuki eli stabilisaatio. Stabilisaatiolla tarkoitetaan annin järjestäjien tukistoja, joilla pyritään estämään osakekurssin laskeminen listautumisen jälkeisinä päivinä. Toisin sanoen tukistoilla pyritään tukemaan annin menestystä. Westerholmin (2000) mukaan stabilisaation motiivina voi olla lakisyytteiden välttäminen. Osakkeen hinnan laskiessa jälkimarkkinoilla sijoittajat saattavat kokea tulleen petetyksi ja hakea tästä korvauksia. Aggarwalin (2000) väittikin, että stabilisaation tarkoitus on täydentää alihinnoittelua. Ilman hintatukea ja alihinnoittelua osakkeen jälkimarkkinahinta voi pudota alle antihinnan, joka taas voi vaikuttaa negatiivisesti potentiaalisten sijoittajien ostopäätöksiin. Westerholm (2002) lisää vielä, että hintatuella on myös suuri merkitys jälkimarkkinoiden likviditeettiin.

Aggarwal (2000) tutki stabilisaation erilaisia muotoja ja löysi markkinoilta kolme tapaa, joilla annin järjestäjät harjoittavat stabilisaatiota. Nämä ovat puhdas stabilisaatio (pure stabilization), short covering -stabilisaatio sekä rangaistusstabilisaatio (penalty bid). Puhtaan stabilisaation tarkoitus jälkimarkkinoilla on hinnan pudotuksen siirtäminen ottamalla osakkeita antihinnan alittavaan hintaan. Tämä on mahdollista, jos anti ei ole käynyt kokonaan kaupaksi. Puhdas stabilisaatio tulee lain uhalla paljastaa markkinoille hintatueksi, mikä paljastaa välittömästi annin heikon menestyksen. Short covering stabilisaatio tarkoittaa lyhyen position ottamista eli osakkeita myydään yli alkuperäisen mää-

rän. Tältä lyhyeltä positiolta suojaudutaan johdannaisilla jälkimarkkinoilla. Lähes kaikissa listautumisissa on optio myydä osakkeita 15 prosenttia enemmän suhteessa annin alkuperäiseen kokoon. Aggarwal esittikin, että tämä stabilisaatiomuoto on selvästi suosituin, koska se ei paljasta annin heikkoa menestystä markkinoille. Kolmas ja viimeinen stabilisaatiomuoto on myyjien rankaiseminen. Annin järjestäjällä on oikeus rankaista sijoittajia tai myyjiä, jotka hakevat nopeita voittoja myymällä osakkeet heti annin jälkeen pois. Rankaisu tapahtuu ottamalla myyntioikeus pois. Hyvänlaatuisilla anneilla, joilla kysyntä on voimakasta, ei pikavoittojen tekeminen haittaa. Heikomman kysynnän anneissa nopeat myynnit eivät ole annin järjestäjän kannalta toivottavia, koska ne aiheuttavat osakkeen hinnan painumista alle antihinnan sekä kasvattavat stabilisaatiopaineita.

## 2.4 Listautumisen jälkeiset tuotot

Listautumisanneissa on havaittu olevan kaksi tuottoihin liittyvää säännönmukaisuutta. Ensinnäkin useissa tutkimuksissa on havaittu, että osakkeen ensimmäisen kaupankäyntipäivän kurssi on keskimääräisesti korkeampi kuin osakkeen merkintähinta listautumisannissa. Toinen säännönmukaisuus on listautumisantien pitkän aikavälin huono tuottaminen. Tehokkailla markkinoilla<sup>4</sup> ei tällaisia säännönmukaisuuksia tulisi olla, joten listautumisantiosakkeen suoriutumista jälkimarkkinoilla ei näin ollen pystyttäisi ennustamaan. (Ritter ja Welch, 2002) Listautuvien yritysten listautumisannit on havaittu olevan alihinnoiteltuja lähes kaikilla kansainvälisillä markkinoilla (Loughran ym., 1994). Alihinnoittelun suuruus vaihtelee eri maiden ja ajanjaksojen välillä. Lisäksi alihinnoittelulla on huomattu olevan yhteys maan pääomamarkkinakehitystasoon. Kehittyvillä markkinoilla alihinnoittelu on selvästi korkeampaa kuin kehittyneillä markkinoilla. (Grinblatt ja Hwang, 1989). Ritterin (1991) windows of opportunity seurauksena kuumien periodien suuresta alihinnoittelusta johtuvien korkeiden tuottojen pitäisi olla yhteydessä matalampiin pitkän ajan tuottoihin.

---

<sup>4</sup> Katso Fama (1971 ja 1990).



### *2.4.1 Lyhyellä ajanjaksolla*

Listautumisannit ovat keskimäärin alihinnoiteltuja kaikkialla. On kuitenkin huomattu, että maissa joiden pääomamarkkinat ovat kehittymättömät, alihinnoittelu on ollut erityisen korkeaa. Kehittyneissä maissa kuten Yhdysvalloissa alihinnoittelu on ollut selvästi matalampaa keskimäärin noin 15 prosenttia vuosina 1960–1992 ja noin 19 prosenttia vuosina 1980–2001. Alihinnoittelun suuruus vaihtelee paljon eri ajanjaksojen välillä. Esimerkiksi keksimääräinen alihinnoittelu oli noin 7,4 prosenttia 1980-luvulla. (Ritter ja Welch, 2002) Ljungqvist & Wilhelm (2003) tutkivat alihinnoittelua vuosina 1996–2002 Yhdysvaltojen markkinoilla ja havaitsivat, että listautumisannit olivat keskimäärin noin 35,7 prosenttia alihinnoiteltuja. Vuonna 1997 alihinnoittelua esiintyi vähiten vain noin 14,1 prosenttia ja vuonna 1999 niin sanotun kuumen kauden aikana, jolloin markkinoilla koettiin ennennäkemättömiä kurssinousuja, alihinnoittelu nousi jopa 73 prosenttiin. Suomessa alihinnoittelua on tutkinut Keloharju (1992) ja tutkimustulosten mukaan vuosina 1984–1991 keskimääräinen alihinnoittelu on ollut noin kymmenen prosenttia.

Listautumisantien alihinnoittelusta katsotaan yleensä koituvan hyötyä annin pääjärjestäjälle ja sijoittajille. Alihinnoittelusta aiheutuvat kustannukset taas kantaa listautuva yhtiö. Tehokkailla markkinoilla yritysten ei pitäisi ”jättää rahaa pöydälle” eli kerätä listautumisannista varoja vähemmän kuin mahdollista. Alihinnoittelun kustannuksia voidaan vähentää käyttämällä laadukasta ja hyvän maineen omaavaa listautumisannin järjestäjää. (Loughran ja Ritter, 2002) Carterin ym. (1998) tutkimustulokset antavat viitteitä siitä, että arvovaltaiset investointipankit voivat vähentää merkittävästi alihinnoittelua ja siitä listautuvalle yritykselle koituvia kustannuksia.

### *2.4.2 Pitkällä ajanjaksolla*

Osakeantien lyhyen aikavälin ylisuuret tuotot eivät viittaa siihen, että pitkällä aikavälillä kyseiset osakkeet menestyisivät muita osakkeita paremmin. Varsinkin viimeisten vuosien aikana nimenomaan listautuneiden yritysten pitkän aikavälin osaketuottoihin on alettu

kiinnittää yhä enemmän huomioita. Tutkimuksista voidaan havaita, että mitä enemmän listautumisanti on alihinnoiteltu, sitä heikompaa on osakkeen kurssikehitys 3–5 vuoden periodilla. (Ritter ja Welch, 2002) Ritter (1991) tutki listautumisantien pitkän aikavälin tuottoa 1526 yrityksellä vuosina 1975–1984. Tulosten mukaan listautuneet yritykset tuottivat kolmen vuoden aikana keskimäärin noin 34,47 prosenttia. Samalla ajanjaksolla mahdollisimman samanlaisista yrityksistä kootun markkinaportfolion tuotto oli 61,86 prosenttia. Loughran ja Ritter (1995) tutkivat vuosien 1970–1990 listautumisantien pitkän aikavälin tuottoja. Viiden vuoden kuluttua listautumisannista keskimääräiset tuotot olivat vain viisi prosenttia vuodessa. Huonoa tuottoa selitettiin sillä, että yrityksen listautuvat yleensä nopean kasvun jälkeen, joka nostaa odotettua tuottoa ja näin myös merkintähintaa. Listautumisen jälkeen kasvuvauhdin nopea hiipuminen vaikuttaa negatiivisesti osakkeen pörssikurssiin. Carterin ym. (1998) toivat esille artikkelissaan, että yritykset, joiden listautumisannin pääjärjestäjänä on toiminut erittäin arvostettu investointipankki, menestyvät paremmin pitkällä ajanjaksolla. Toisaalta arvostetut investointipankit hoitavat enemmän vanhojen ja arvostetuimpien yrityksiä listautumisia.

Ritter ja Welch (2002) esittivät, että pitkän aikavälin tuotot ovat yksi kiistanalaisempia asioita listautumisantitutkimuksessa. Tutkijat pyrkivät selittämään tuottoja tehokkaiden markkinoiden teorian ja rahoituksen käyttäytymistieteen<sup>5</sup> avulla. Tehokkailla markkinoilla listautumisen jälkeen markkinahinnan pitäisi kuvastaa osakkeen todellista arvoa eikä listautumisantiosakkeen tuottoja näin ollen pystyittäisi ennustamaan. Kuitenkin useissa tutkimuksissa on käynyt selväksi, että listautumisantien pitkän aikavälin kurssikehitys on ollut huonoa verrattuna arvopaperipörssin portfolioindeksiin.

---

<sup>5</sup> Behavioral finance.

### 3. LISTAUTUMINEN

#### 3.1 Listautumiseen johtavia syitä

Listautumisen syitä on tutkittu huomattavasti vähemmän kuin muita listautumiseen liittyviä kysymyksiä. Muutamia hyviä tutkimustutkimuksia oli kuitenkin saatavilla. Ellingsen ja Rydqvist (1997) mainitsivat artikkelissaan, että yrityksen listautuminen tulee ajankohtaiseksi, kun yhtiö haluaa kasvaa ja laajentaa omistuspohjaansa. Omistuksen hajauttaminen lisää osakkeen likvidiyyttä sekä vaikeuttaa ulkopuolisen tahon puuttumisen yrityksen johtamiseen. Zingalesin (1995) mukaan listautumisannin alkuperäinen tavoite on yrityksen omistusrakenteen muutos siten, että se maksimoi omistajien tulot. Paganonin ym. (1998) tutkivat listautumisen todellisia syitä Italian markkinoilla. He esittivät, että yritykset listautuvat yleensä vasta suurten investointien ja nopean kasvun jälkeen. Listautumisen yhteydessä yhtiö hankkii markkinoilta oman pääoman ehtoista rahoitusta, joka vahvistaa taseen rakennetta ja parantaa yhtiökohtaisia tunnuslukuja. Listautumisen avulla siis pyritään rahoittamaan aikaisempia suuria investointeja eikä tulevaa kasvua. Tutkimustuloksista ilmeni myös se, että investointien määrä paremminkin laskee listautumisen jälkeen kuin lähtee nousuun. Rydqvist ja Högholm (1995) tutkivat listautuvia yrityksiä Ruotsin markkinoilla. Myöskään Ruotsin markkinoilla yritykset eivät listaudu rahoittaakseen laajentumista ja kasvua. Toisaalta tulokset antavat viitteitä siitä, että vanhemmat yritykset listautuvat rahoittaakseen kulutusta sekä hajauttaakseen riskiä.

Ritterin (1991) mukaan myös oman toimialan markkinatilanne voi kannustaa yrityksiä listautumaan. Yritykset huomaavat suotuisat markkinanäkymät omalla toimialalla ja pyrkivät hyödyntämään tätä. Tuoreemmassa tutkimuksessa Ritter ja Welch (2002) havaitsivat, että markkinatilanne on suurin yksittäinen selittäjä yritysten listautumispäätöksissä. Toiseksi merkittävimmäksi tekijäksi he mainitsivat yhtiön elinkaaren. Tämä eroaa paljon aikaisemmista tutkimustuloksista, joissa perusteltiin listautumisia kasvulla ja rahoituksella. Brau ym. (2003) huomasivat tutkimuksessaan, että lainakustannukset voivat myös vaikuttaa listautumishalukkuuteen. He esittivätkin, että yritykset, jotka maksavat korkeita lainakustannuksia, listautuvat muita yrityksiä todennäköisemmin lainakorkojen ollessa

korkealla. Brau ja Fawcett (2006) tutkivat yleisesti yritysten motivaatioita listautua haastatteleamalla yritysjohtajia. Tutkimustuloksissa ilmeni mielenkiintoinen näkökohta listautumisen taustalla olevista syistä. Tulosten mukaan yritykset listautuvat helpottaakseen strategiaa tukevien yritysostojen tekemistä, joiden avulla pyritään laajentumaa ja hakemaan synergiaetuja.

Listautumisen jälkeen yhtiön ulkopuolinen rahoitus on yritykselle edullisempaa ja myös helpommin saatavilla yrityksen neuvotteluvoiman kasvun myötä. Tämä taas vaikuttaa positiivisesti yhtiön kasvuun ja tuloskehitykseen. Yksityisen yrityksen mahdollisuus saada ulkopuolista rahoitusta rajoittuu pankista haettavaan lainaan tai pääomasijoittajien rahoitukseen. (Pagano ym. 1998) Listautumisen jälkeen yhtiön omistajilla on parempi mahdollisuus rakentaa kannustinjärjestelmä, joka on sidottu yhtiön osakekurssin kehitykseen. Johdon ja henkilökunnan kannustinjärjestelmän tavoite on motivoida työntekijöitä ja johtoa parempiin suorituksiin ja näin kasvattaa yrityksen arvoa. Listautuminen lisää myös yhtiön tunnettavuutta ja näkyvyyttä, jos listautumisen jälkeen median kiinnostus yhtiötä kohtaa kasvaa. Samalla yhtiön tuotemerkit tulevat tunnetuimmaksi ja näin niiden arvo kasvaa. (Ellingsen ja Rydqvist, 1997) Listautumisen avulla yrityksen omistajat voivat realisoida mahdollisen arvonnousun, kun osakkeille luodaan markkinapaikka ja -arvo. Vanhat omistajat muuttavat sekä omistustaan että päätösvaltaa rahaksi. Helwege ja Packer (2004) lisäävät vielä, että listautumisen avulla mahdollisten pääomasijoittajien on helppoa irtautua sijoituksestaan yhtiössä ns. exitin<sup>6</sup> muodossa.

Suomessa listautuneen yrityksen osingonjakoon liittyy myös veroetuja. Päälistalla noteeratun pörssiyhtiön jakamat osingot ovat verotuksessa kokonaan pääomatuloa. Lisäksi päälistan yhtiöllä osingonjako ei ole sidoksissa omaan vapaaseen pääomaan kuten on listautumattomilla yhtiöillä. Listautuminen on myös yksi ratkaisu suunniteltaessa mahdollista sukupolvenvaihdosta. Tässä tilanteessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen arvonmäärittäminen on helpompaa. (PriceWaterhouseCoopers, 2003)

---

<sup>6</sup> Pääomasijoittajan irtautuminen yhtiöstä.

## 3.2 Listautumisprosessi

Listautuminen on suuri muutos yrityksen elinkaareessa, joka vaatii paljon aikaa ja valmistelua. Listautumista suunniteltaessa on otettava huomioon monia asioita, jotka vaikuttavat listautumisprosessin onnistumiseen sekä osapuolten tyytyväisyyteen että sitoutuneisuuteen. Lisäksi täytyy muistaa, että listautumisen myötä yritys kohtaa uusia haasteita, velvollisuuksia ja epävarmuustekijöitä. Onnistunut listautuminen edellyttää hyvän taloudellisen tilanteen lisäksi sitä, että markkinoilla on luottamusta sekä yhtiötä että listautumisannin järjestäjää kohtaan. Lisäksi täytyy ottaa huomioon listautumisen jälkeiset tiedonantovelvollisuudet<sup>7</sup> ja sisäpiiri-ilmoitukset<sup>8</sup>. (PriceWaterhouseCoopers, 2003)

Listautumista edeltävät alkuvalmistelut liittyvät yleensä listautumispäätökseen sekä eri osapuolten organisointiin. Hallitus käynnistää listautumisprosessin yhdessä yhtiön omistajien kanssa ja huolehtii listautumisen valmisteluista. Päätöksenteon jälkeen luodaan projektiorganisaatio, johon kuuluu pääjärjestäjä tai syndikaatti, lainopilliset neuvonantajat, tilintarkastajat ja viestintätoimisto. (PriceWaterhouseCoopers, 2003) Listautumisannissa on kolme osapuolta: listautuva yritys, osakkeita ostavat sijoittajat sekä näiden kahden välissä annin pääjärjestäjä, joka voi olla esimerkiksi investointipankki. Listautumisprojektin osapuolten on oltava luotettavia ja hyvämaineisia (Brau ja Fawcett, 2006).

Listautumisannin järjestäjän (underwriter) valinnan jälkeen listautuva yritys ja annin järjestäjä käyvät pörssin kanssa neuvotteluja listalle ottamisen edellytyksistä sekä päättävät listautumisaikataulusta. Listautuvan yrityksen toiminnan ja taloudellisen aseman on täytettävä tietyt lakiin ja normeihin perustuvat edellytykset. (PriceWaterhouseCoopers, 2003) Myös Helsingin pörssillä on tietyt vaatimukset listautuville yhtiöille. Pörssin vaatimukset ja edellytykset vaihtelevat sen mukaan mille pörssilistalle yhtiö aikoo listautua. Lisäksi listautumista säädellään arvopaperimarkkina- ja valtiovarainministeriön päätöksessä. (OMX Group, 2007b) Pääjärjestäjä pyrkii alkuvalmisteluissa selvittämään yhtiön tuotteiden heikkoudet ja vahvuudet, analysoimaan yhtiön asemaa suhteessa kilpaili-

---

<sup>7</sup> Arvopaperimarkkinlaki säätelee julkisen osakeyhtiön tiedonantovelvollisuuksista.

<sup>8</sup> Yhtiön sisäpiiriin kuuluvat hallituksen jäsenet, toimitusjohtaja, tilintarkastaja ja näiden sukulaiset.

joihin sekä tekemään kohdeyhtiön taloudellisen ja juridisen tilan huolellisen arvioinnin eli ns. due diligencen (Ritter, 1998). Tällä pääjärjestäjä pyrkii riittävän huolellisesti varmistamaan, että yhtiön johdon antamat tiedot ja listalleottoesite täyttävät Arvopaperimarkkinalaissa säädetyt edellytykset (PriceWaterhouseCoopers, 2003).

Tämän jälkeen yritys tekee osakeannin järjestäjien ja osakeantia markkinoivien tahojen kanssa antia koskevan merkintäsopimuksen. Emission takaaja eli ns. underwriter on investointipankki, joka antaa merkintäsitoumuksia arvopaperin liikkeeseenlaskun yhteydessä. Pääjärjestäjän kanssa solmitaan ns. underwriting agreement, jossa sovitaan pääjärjestäjän tehtävistä ja vastuista listautumisessa. Emissiotakaajan päätarkoitus on listautumiseen liittyvän riskin jakaminen, sekä listautumisannin neuvonta. (Ritter, 1998) Lisäksi pääjärjestäjä vastaa tavallisesti myös listautuvan yrityksen listautumiskelpoisuudesta. Suomessa pääjärjestäjän tehtävänä on ainoastaan merkintä- tai ostositoumusten vastaanottaminen. Suurien ja paljon riskiä omaavien yritysten listautumisannissa voi olla useampia sijoituspalveluyrityksiä riskiä jakamassa. Tällaista kutsutaan syndikaatiksi. Syndikaattia tarvitaan myös jos pääjärjestäjällä ei ole jakeluverkostoa piensijoittajien merkintäsitoumusten vastaanottamiseksi esimerkiksi jos pääjärjestäjä toimii ulkomainen investointipankki. (PriceWaterhouseCoopers, 2003)

Tyypillisimmät sopimustavat järjestäjän roolista listautumisannin toimittajana ovat firm commitment- ja best effort -sopimukset. Muita vähemmin käytettyjä merkintäsopimuksia ovat stand by- ja all or none -sopimukset. Firm commitment -sopimus tarkoittaa sitä, että pääjärjestäjä kantaa yksin riskin annin onnistumisesta ostamalla yhtiöltä annin koko osakemäärän. Liikkeellelaskijan kannalta tämä on paras vaihtoehto, koska siinä tuottojen heilahtelut ovat hyvin pienet. Sopimuksen syntyminen liikkeellelaskija joutuu maksamaan pääjärjestäjälle riittävän suuren riskipreemion annin riskien kantamisesta. Jos preemio ei ole riittävän suuri, niin yleensä päädytään toiseen sopimusvaihtoehtoon. Epäsuotuisessa tilanteessa osa annista jää myymättä ja aiheutunut tappio jää pääjärjestäjän kannettavaksi. (Stern ja Chew, 2004) Suomessa firm commitment -annit myydään tyypillisesti vain institutionaalisille sijoittajille (PriceWaterhouseCoopers, 2003).

Best effort -sopimuksessa anti järjestetään ilman merkintäsitoumusta, jolloin pääjärjestäjä markkinoi antia ja saa palkkion vain myydyistä arvopapereista. Liikkeellelaskija ostaa vain jakelukanavan investointipankilta. Tässä vaihtoehdossa pääjärjestäjällä ei ole annin takaavaa ja riskit kantavaa roolia. Best effort -sopimukset ovat tyypillisiä, jos investointipankin vaatima palkkio riskin kantamisesta on liikkeellelaskijalle liian suuri. (Stern ja Chew, 2004) Tutkimusten mukaan best effort -sopimuksia havaitaan yleisimmin yhtiöillä, joiden listautumisannit ovat alihinnoitellumpia kuin firm commitment -annit. Lisäksi best effort -annit suunnataan yleensä piensijoittajille (Sherman, 1992). Dunbar (1998) tutki listautumisantien menestymistä best effort- ja firm commitment listautumisissa. Tuloksista ilmeni, ettei sopimustyyppillä ole kauheasti väliä listautumisannin onnistumisessa vaan merkittävimmit tekijöiksi nousivat annin koko ja hinnoittelu. Muita vähemmän käytettyjä vaihtoehtoja ovat stand by- ja all or none -järjestelyt. Stand by -järjestelyssä pääjärjestäjä sitoutuu ostamaan annissa ylijääneet arvopaperit, joita sijoittajat eivät merkitse. All or none -järjestelyssä liikkeeseenlaskijalla on oikeus peruuttaa koko anti, jos se ei tule kokonaan merkityksi. (Lauriala, 2004)

Listautumisannin osakkeenhinnoittelu voidaan suorittaa kahdella tavalla. Yleisin hinnan määrittäminen on niin sanottu bookbuilding menettely. Menettelyssä pääjärjestäjä pyytää institutionaalisilta sijoittajilta juridisesti sitoutumattomia ostotarjouksia. Menettelyssä saatavaa informaatiota voidaan käyttää osakeannin hinnan, suuruuden ja osakkeiden allokaation määrittämiseen. Listautumisannin hintaväli asetetaan potentiaalisten sijoittajien palautteen perusteella ja annin lopullinen hinta määräytyy annin päätöshetken kysynnän ja tarjonnan mukaan. Bookbuilding menettely on käytetyin hinnan määrittelytapa Yhdysvaltojen markkinoilla. (Sherman, 2005) Vaihtoehtona menettelylle on määrätä osakkeen hinta ilman ostotarjouksia (fixed price). Listautuva yritys ja annin järjestäjä perustavat hintapäätöksensä analyysiin markkinahintojen suhteista ottamalla huomioon yrityskohtaiset erot. Tätä menettelytapaa käytetään erityisesti Euroopan markkinoilla tapahtuvissa listautumisanneissa. Fixed price -menetelmään liittyy kuitenkin riski siitä, että hinta määritellään liian korkeaksi tai matalaksi eikä se vastaa markkinoilla vallitsevaa kysyntätilannetta. (Benveniste ja Busaba, 1997) Westerholmin (1997) mukaan suurimmassa osassa listautumisanteja hinta määräytyy investointipankin ja yrityk-

sen omistajien kesken. Suurin hinnoitteluvastuu jätetään kuitenkin annin järjestäjälle, koska tämän oletetaan omaavan parempaa informaatiota todellisesta hinnasta ja kysynnästä.

Listautumispäätöksestä ilmoitetaan julkisesti pörssitiedotteella. Listautumista varten yritys laatii listalleottoesitteen, joka antaa oikean ja riittävän kuvan yrityksen toiminnasta ja taloudellista asemasta. Listalleottoesitteen on oltava totuudenmukainen ja se on suunnattu potentiaalisille sijoittajille päätöksenteon tueksi. Listautumisprosessi voi olla omistajien kannalta ajallisesti pitkä, koska listautumiseen liitetään usein ns. lock up -sopimuksia<sup>9</sup>. Sopimusten tarkoitus on sitouttaa yhtiön alkuperäiset omistajat olemaan myymättä osakkeitaan yleisölle tietynä aikana listautumisen jälkeen ilman listautumisannin pääjärjestäjän suostumusta. Sopimuksella pyritään myös vakuuttamaan sijoittajat siitä, ettei uutta osakeantia ole tulossa vapaille markkinoille. (PriceWaterhouseCoopers, 2003)

### 3.3 Ajoituksen merkitys

Yksi tärkeimmistä tekijöistä listautumisen onnistumisessa on ajoitus. Listautumisen ajoituksessa on huomioitava yleisin taloudellisen tilanteen ja vallitsevan suhdanteen lisäksi myös yhtiön omalla toimialalla vallitsevat olosuhteet. Listautuminen tulisi ajoittaa nousevien kurssien ajanjaksolle, jolloin yhtiön toimialan osakkeiden kysyntä on voimakasta. Oikea ajoitus auttaa korkeamman hinnan saamisessa osakkeesta, vaikka alihinnoittelun voidaan havaita olevan selkeästi suurempaa nousevien markkinoiden ajanjaksolla. Nousevien markkinoiden aikana myös osakemarkkinoiden likviditeetti on hyvä, mikä taas johtaa parempaan kysyntään ja suurempaan alihinnoitteluun. (Ritter ja Welch, 2002) Ritter (1998) on tutkinut ajoituksen merkitystä listautumispäätöksessä ja löytänyt periodeja, jolloin sijoittajat ovat optimistisia listautuvien yhtiöiden kasvumahdollisuuksista. Helwege ja Liang (2004) lisäävät vielä tähän, että näiden periodien aikana sijoittajat ovat erittäin halukkaita osallistumaan listautumisasiin. Yritysten kannattaisikin aina pyrkiä hyödyn-

---

<sup>9</sup> Lock up -sopimusten tarkoitus on suojata pääjärjestäjää ja varata tarvittavasti aikaa arvopapereiden jakelun hoitamiseen sekä toisaalta tasoittaa vastalistatun osakkeen kurssin alkutaivalta.



tämään sijoittajien optimaalisuus ja suotuisa markkinatilanne. Pastor ja Veronisi (2005) huomauttavat vielä, että markkinatilanteen huononeminen ja osakekurssien lasku vähentävät listautumisia, koska yksityiset yritykset odottavat mieluummin suotuisempaa markkinatilannetta kuin listautuvat laskevien markkinoiden aikana. Onnistuneesta ajoituksesta voidaan puhua suomalaisten teknologia yhtiöiden kohdalla. Suomalaiset teknologia yhtiöt listautuivat 1990-luvun lopulla nousevien markkinoiden aikaan. Annit ylimerkittiin lähes poikkeuksetta ja listautumisen jälkeiset kurssinousut muodostuivat ennennäkemättömän korkeiksi. Ilman tutkimustakin voidaan todeta, että tällä hetkellä suurista kurssinousuista on enää murto-osa jäljellä suurimmassa osassa listautumisia.

### **3.4 Listautumisen haitat**

Listautumisen haitat jakautuvat erilaisiin kustannuksiin mitä listautumisesta syntyy. Yleisesti kirjallisuudessa on käytetty jakoa välittömiin ja välillisiin kustannuksiin. Listautumisesta muodostuu yrityksille merkittäviä välittömiä kustannuksia, kuten palkkiot annin järjestäjille, juridisen ja taloudellisen due diligencen kustannukset, sekä erilaiset rekisteröinti kustannukset. Osa kustannuksista on annin koosta riippumattomia ja näin ollen raskaita enemmän pieniä listautuvia yrityksiä. Lisäksi listautumisesta syntyy erilaisia jatkuvaluonteisia kustannuksia. Näitä kustannuksia ovat tiedonantovelvollisuudesta, pörssin vuosimaksusta ja sisäisestä kontrolli- ja raportointisysteemistä kertyneet kustannukset. (Corwin ja Harris, 2001)

Pagano ym. (1998) jakoivat kustannuksen kolmeen luokkaan, jotka ovat haitallinen valikoituminen (adverse selection), hallinnolliset kustannukset (administrative expenses and fees) sekä luottamuksellisuuden puute (loss of confidentiality). Haitallisen valikoitumisen teoria perustuu aikaisemmin esiteltyyn informaation epäsymmetrisyyteen. Haitallisen valikoitumisen kustannukset ovat suuremmat nuorilla ja pienillä yrityksillä, joilla on huomattavasti lyhyempi menneisyys kuin näkyvillä suurilla ja vanhoilla yrityksillä. Hallinnolliset kustannukset kuten pääjärjestäjän palkkiot on usein sidottu listautumisannissa kerättävien varojen suuruuteen. Pääjärjestäjän palkkiot voivat myös perustua osakkeen markki-

nahinnan ja omistajien kanssa sovitun hinnan erotukseen eli ns. spreadiin. Luottamuksellisuuden puutteella tarkoitetaan sitä, että pörssiyhtiöiden täytyy tiedonantovelvollisuuden takia julkaista kaikki oleellisesti yrityksen arvoon vaikuttavat tekijät. Tämän takia yritykset joutuvat julkaisemaan itsestään tietoja, joilla voi olla haitallisia vaikutuksia esimerkiksi kilpailukykyyn. Tiedonantovelvollisuus varsinkin tilinpäätöksessä on kasvanut merkittävästi IFRS-tilinpäätösstandardien käyttöönoton jälkeen.

Fischer (2000) tutki Saksan Neuer Marktiin<sup>10</sup> listautuneita yrityksiä. Tutkimuksessaan suurimpana listautumisesta koituvana haittavaikutuksena hän mainitsee vanhojen omistajien kontrollin vähenemisen. Listautumisen yhteydessä kontrolli vähenee, koska listautuminen vähentää alkuperäisten omistajien mahdollisuuksia vaikuttaa yhtiön toimintaan ja hallintoon. Tähän voidaan vaikuttaa listautumisannissa myytävien osakkeiden määrällä sekä eri osakeluokkien luomisella (Rydqvist ja Högholm, 1995). Yhtiö voi myydä vain pienen määrän osakkeita listautumisessa ja näin pyrkii pitämään yhtiön vaikutusmahdollisuudet vanhoilla omistajilla. Osakkeiden pieni määrä voi kuitenkin vähentää sijoittajien kiinnostusta yhtiötä kohtaan heikon likviditeetin kautta. Heikko likviditeetti vaikuttaa negatiivisesti yhtiön osakkeen jälkimarkkina-arvoon. (Fisher, 2000) Listautumiseen liittyy myös laimenemisvaikutus eli diluutio<sup>11</sup>. Diluutiota syntyy, koska osakkeen merkintähinta on usein listautumisannin jälkeistä markkinahintaa alempi. Sama ilmiö esiintyy myös listautumiseen liittyvässä vanhojen omistajien osakkeiden myynnissä. (PriceWaterhouseCoopers, 2003)

Alihinnoittelusta aiheutuu myös suuria kustannuksia listautuvalle yritykselle. Luoghran ja Ritter (2002) tutkivat alihinnoittelusta yhtiöille aiheutuvia kustannuksia Yhdysvaltojen markkinoilla vuosina 1990–1998. Tutkimuksen mukaan alihinnoittelun kustannukset olivat yhteensä noin 27 miljoonaa dollaria ja keskimäärin yhden yrityksen alihinnoittelu kustannus oli 9,1 miljoonaa dollaria. Alihinnoittelun lisäksi listautuvan yrityksen täytyy maksaa tietyn suuruinen palkkio annin järjestäjälle. Chenin ja Ritter (2000) huomasivat, että listautumisannin järjestäjän palkkiot ovat huomattavasti suurempia Yhdysvalloissa kuin

---

<sup>10</sup> Neuer Markt on vaihtoehtoinen listautumispaikka nuorille kasvu yrityksille Saksan markkinoilla.

<sup>11</sup> Osakkaan laimeneminen eli omistuksen suhteellisen määrän vähentyminen.

muissa maissa. Yhdysvalloissa investointipankit, jotka järjestävät listautumisia, perivät keskimäärin noin seitsemän prosentin palkkion annin kokonaissummasta. Investointipankit myöntävätkin, että listautumisantien järjestäminen on erittäin kannattavaa toimintaa eikä markkinoilla ole tapana kilpailla antipalkkioista. Torstila (2003) tutki listautumisantipalkkioiden klusteroitumista eri markkinoilla. Hän huomasi, että klusteroitumista esiintyy myös muilla markkinoilla kuin Yhdysvalloissa. Tutkimuksen mukaan Suomessa pääjärjestäjä veloittaa keskimäärin noin neljän prosentin palkkion annin kokonaissummasta.

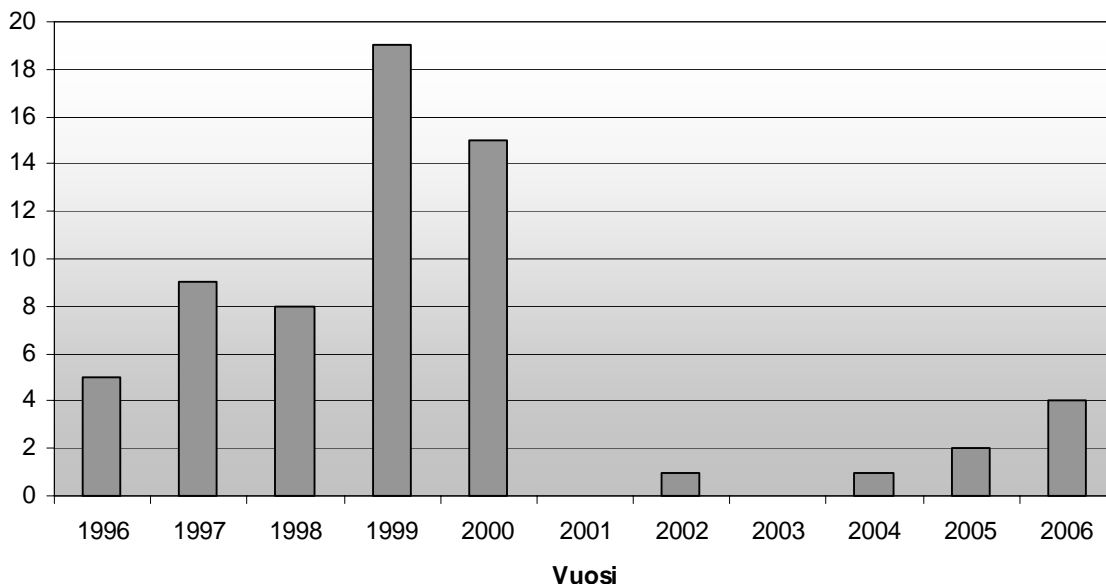
### **3.5 Listautumiset Suomessa**

Suomessa on mahdollista listautua Helsingin Pörssiin, joka on yksi osa Pohjoismaista pörssiä eli OMX Groupia. Helsingin Pörssissä on osakkeiden kaupankäyntiä varten kolme varsinaista listaa: OMXH päälista eli ML-markkina (Main List), OMXH Prelista (Pre List) ja Tarkkailulista. Prelista on tarkoitettu lyhytaikaisia listautumisia varten esimerkiksi, kun yritys listautuu ensimmäistä kertaa pörssiin. Listalla käydään kauppaa ennen kuin kohdelistan varsinaiset edellytykset ovat täyttyneet ja markkinoilla on tarvetta kaupankäynnille. Tarkkailulistan tarkoitus eroaa muiden listojen tarkoituksesta. Osakkeen tarkkailulistalle siirtämisen tarkoituksena on ilmoittaa markkinoille yhtiötä koskevasta erityisestä seikasta tai toimenpiteestä esimerkiksi sääntöjen laiminlyönnistä. (OMX Group, 2007b)

Suomessa on nähtävissä kaksi selkeää listautumisaaltoa. Ensimmäisen kerran suomalaisten yritysten listautumisinnostus kasvoi voimakkaasti 1980-luvun lopulla. Toinen Suomen markkinoilla koettu voimakas listautumisjakso oli vuosina 1997–2000, jolloin Helsingin pörssiin listautui melkein 60 uutta yritystä. Voimakas talouskasvu loi uskoa sijoittajiin ja aiheutti markkinoilla vahvan kasvun. Osakekurssien huippu oli maaliskuussa 2000, jolloin teknologiaosakkeiden arvostuskupla puhkesi ja pörssikurssit ympäri maailmaa kääntyivät jyrkkään laskuun. Viimeisimmässä listautumisaallossa listautuneet yritykset olivat pääasiassa korkean teknologian sektoreilla toimivia yrityksiä.

Suomalaisyhtiöiden listautumiset ovat vuoden 2000 jälkeen olleet vuosittain melkein nol-latasolla. Kuten kuviosta yksi on nähtävissä vuosina 2001 ja 2003 ei tapahtunut yhtään listautumista ja vuonna 2002 listautui vain yksi yhtiö. Vuoden 2004 listautumisia on ollut muutama joka vuonna, mutta silti listautumisissa ei ole tapahtunut samanlaista buumia kuin maailmalla. Lehdissä on jo muutaman vuoden ajan kirjoitettu listautumisinnostuk-sen kasvusta, mutta toisin on käynyt. Markkinoilla on selkeästi nähtävissä odottava tun-nelma listautumisten suhteen. Monet yhtiöt ovat ilmaisseet kiinnostuksen listautumista kohtaan, mutta vain harva on ilmoittanut asiaa varmaksi.

**Kuvio 1. Listautumisannit Suomessa vuosina 1996–2006.** Kuviosta on nähtävissä teknolo-giakuplan puhkeamisen vaikutus vuoden 2000 jälkeisiin listautumisiin. Y-akselilla on listautu-misantien kappalemäärä ja x-akselilla vuosiluvut. (OMX Group, 2007)

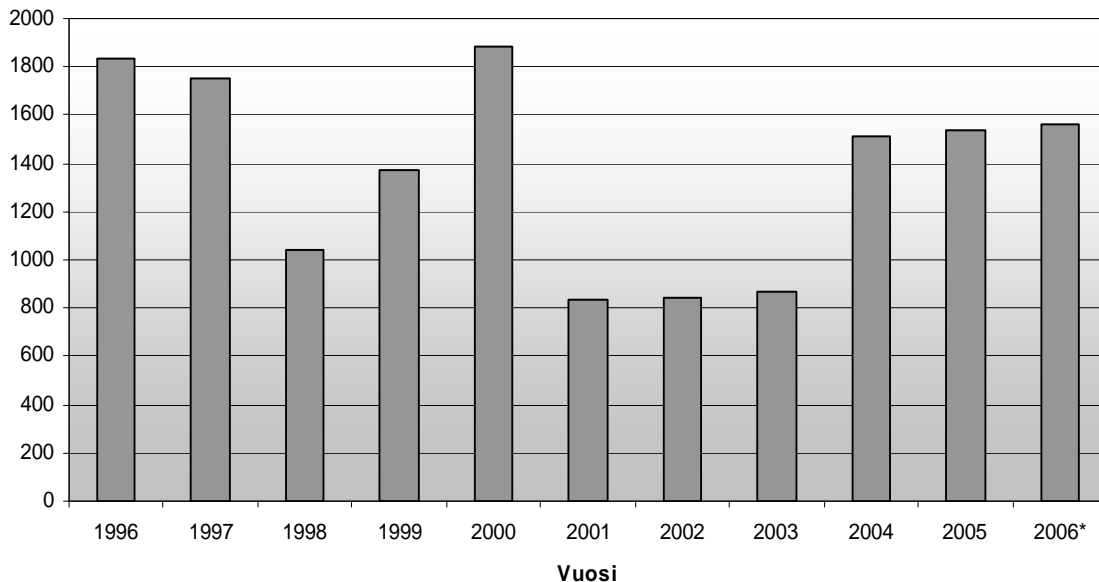


### 3.6 Listautumiset maailmalla

Listautusantimarkkinat pysyivät hiljaisena USA:ssa ja Euroopassa vuosina 2002 ja 2003. Merkkejä elpymisestä nähtiin vasta vuonna 2004, kun talouden vakautuminen toi sijoittajat takaisin markkinoille. Vuotta 2004 voidaan pitää tärkeänä käännekohtana lis-tautumismarkkinoilla. Ernst ja Youngin (2005) Global IPO Survey tutkimuksen mukaan

vuonna 2004 toteutuneet listautumiset ja niissä kerätyt rahamäärät lähtivät kasvuun ensimmäisen kerran sitten vuoden 2000. Tutkimuksen mukaan aktiivisuus listautumismarkkinoilla kaksinkertaistui vuoteen 2003 verrattuna. Tätä Aktiivisuutta voidaan selittää kehittyvien markkinoiden voimakkaalla listautumisinnolla ja pääomamarkkinoiden kasvulla. Kehittyvät markkinat pärjäsivät hyvin jo vuoden 2002 ja 2003 vertailussa USA:n ja Euroopan markkinoiden pysyessä vaisuina. Vuonna 2005 voimakas kasvu jatkui ja vuonna 2006 Euroopassa rikottiin ennätyksiä. Euroopassa listautumisia tehtiin yhteensä 651 ja niiden tuotto oli 66 011 miljoonaa euroa. Samaan aikaan Yhdysvaltojen markkinoilla tehtiin vain 224 listautumista, joiden yhteenlaskettu arvo oli 36 733 miljoonaa euroa. Euroopan vahvaa tulosta voidaan selittää osittain sillä, että kansainväliset yhtiöt valitsivat jälleen listautumispaikaksi Lontoon enemmän kuin New Yorkin. Yhteensä 91 kansainvälistä yhtiötä listautui Lontooseen ja vain 22 yritystä New Yorkiin. (PriceWaterhouseCoopers, 2006)

**Kuvio 2. Listautumisannit maailmalla vuosina 2002–2006.** (2006\* tammikuu–marraskuu) Kuvioista näkee selvästi kuinka listautumisannit nousivat hiljaisemmän vuoden 2003 jälkeen. Y-akselilla on listautumisantien kappalemäärä ja x-akselilla vuosiluvut. (Ernst & Young, 2006)



Vuodesta 2007 odotetaan hyvää kehitystä listautumismarkkinoilla. Euroopassa odotetaan sekä kansallisten että kansainvälisten yritysten tasaista listautumista. Toisaalta

sijoittajien käyttäytymistä on vaikea ennakoida, sillä monet tekijät voivat vaikuttaa kansainvälisiin pääomamarkkinoihin toteaa Tom Troubridge PricewaterhouseCoopersin lehdistötiedotteessa 16.1.2007. (PricewaterhouseCoopers, 2007)

## **4. MIKSI YRITYKSET EIVÄT OLE LISTAUTUNEET SUOMESSA**

### **4.1 Yrityskauppa**

Yrityskauppa on yksi keino hankkia yhtiöön lisää pääomaa tai realisoida omistusta. Yrityskaupassa voidaan myydä kaikki yhtiön osakkeet tai vaihtoehtoisesti vain tietty liiketoiminto ulkopuolisille sijoittajille tai kilpailijoille. (Lauriala, 2004) Yrityskaupassa ostajat voidaan jaotella teollisiin ostajiin ja finanssisijoittajiin. Teolliset ostajat toimivat yleensä samalla toimialalla tai markkinoilla kuin kohdeyhtiö ja oston avulla pyrkivät saavuttamaan kustannus- ja synergiaetuja. Teolliset ostajat pyrkivät tarkastelemaan kohdeyhtiötä yleensä pitkällä ajanjaksolla. Finanssisijoittajat ovat halukkaita ostamaan vain osan yhtiön osakkeista eikä koko liiketoimintaa. Kaupan jälkeen heillä on tavoitteena kasvattaa suhteellisen nopeasti kohdeyhtiön arvoa. Kuten private placementissäkin finanssisijoittajasta saattaa koitua hyötyä yhtiön hallituksen kautta. (PriceWaterhouseCoopers, 2003) Brauin ym. (2003) mukaan yritykset, joilla on korkea kirjanpitoarvo verrattuna markkina-arvoon, suosivat yrityskauppoja enemmän kuin listautumista pörssiin. Lisäksi tutkijat painottavat, että yrityskauppa on todennäköinen ratkaisu rahoituslalla toimiville yrityksille, yrityksillä joiden toimialalle on ilmeistä suuri velkaantuneisuus sekä niille aloille missä osakkeet ovat suhteellisen likvidejä ilman listautumista.

### **4.2 Private placement**

Private placement järjestelyssä osakkeita myydään rajoitetulle sijoittajajoukolla tavoitteena hankkia yhtiöön uutta pääomaa. Rajoitetulla joukolla tarkoitetaan yleensä pääomasijoittajia. Ammattimaisen pääomasijoittajan tuleminen vähemmistöomistajaksi saattaa hyödyntää yhtiötä monella eri tavalla. Pääomasijoittaja voi tarjota yhtiöille liikkeen-

johdollista osaamista, jonka avulla yhtiö voi kehittää toimintaansa esimerkiksi kansainvälistyessään. Private placementiin kuuluu yleensä osakassopimus pääomasijoittajan ja yhtiön vanhojen omistajien välillä. Osakassopimuksen tarkoitus on säädellä yhtiön toimintaa, suuria investointeja ja osakkeiden lunastusmahdollisuutta. Usein ammattimaiset sijoittajat haluavat osallistua myös yhtiön johtamiseen ja toimia hallituksen jäseninä. Private placement on usein liitetty nuorien vasta kehitysvaiheessa olevien yhtiöiden rahoitusvaihtoehdoksi, mutta nykyään monet suuremmatkin yrityksen käyttävät private placementtia vaihtoehtona listautumiselle. (PriceWaterhouseCoopers, 2003)

Pääomasijoitustoiminta liitetään yleensä kirjallisuudessa raakoihin yritysostoihin, saneerauksiin sekä rahastuksiin. Ilmarisen sijoitusjohtajan Jussi Laitisen mielestä pääomasijoittajista on paljon hyötyä yhtiölle. Suurin osa pääomasijoittajista toimii pitkäjänteisinä omistajina, jotka pyrkivät investoinneilla kasvattamaan liikevaihtoa sekä kannattavuutta saadakseen sijoituksen tuottamaan parhaalla mahdollisella tavalla. Lisäksi pääomasijoittajat pitävät pörssiyhtiöiden johdon varpaillaan. CapManin toimitusjohtaja Heikki Westerland toteaa samassa kirjoituksessa, että pörssien pitää tietyllä tavalla keksiä ja kehittää itsensä uudelleen, koska pääomia ja omistuksen likviditeettiä on muuallakin tarjolla. Hän lisää vielä lopuksi, että vain harva yhtiö menee pörssiin vain siksi, että saa myydä osakkeitaan piensijoittajille, vaan pörssissä olemisen pitää tukea yhtiön strategian toteuttamista. Pääomasijoitustoiminta on ollut vahvassa kasvussa viimeisten vuosien aikana. Useat pääomasijoitusrahastot ovat saaneet kerättyä ennätysmäisiä rahastoja halvan lainarahan avulla. Korkojen ollessa alhaalla pääomasijoittajat voivat rahoittaa suurempia-kin yrityksiä ns. velkavivun avulla. (Taloussanomat, 2007)

### **4.3 Vaihtoehtoisen markkinapaikan puuttuminen**

Vaihtoehtoiset markkinapaikat ovat pääliskoja helpompi ja nopeampi tie pääomamarkkinoille. Suomen markkinoilta on puuttunut kokonaan vaihtoehtoinen markkinapaikka. Vaihtoehtoinen markkinapaikka on tarkoitettu pienille, vastaperustetuille tai kasvuvaiheessa oleville yhtiöille, jotka hakevat vaihtoehtoa pörssin pääliskoille. Esimerkiksi Lon-

toon pörssin operoima AIM-lista (Alternative Investment market) on viimeisen kolmen vuoden aikana saavuttanut suuren suosion varsinkin pienten kasvuyritysten parissa. Toinen vaihtoehtoinen markkinapaikka, joka on myös ollut erittäin suosittu, on Saksan Neuer Markt. Kummankin pörssilistan suosion taustalla ovat juuri kevyemmät listautumisvaatimukset raportoinnissa ja veroissa. AIM-listan yksi tärkeimmistä menestystekijöistä on juuri päälistaa matalampi listautumiskynnys. (KPMG, 2006)

OMX esitteli Pohjoismaisen Pörssin vaihtoehtoisen markkinapaikan First Northin myös suomessa 3.4.2007 ja lista aukeaa virallisesti tämän kevään aikana. Aikaisemmin First North oli lanseerattu Tanskassa vuonna 2005, Ruotsissa vuonna 2006 ja Islannissa tammikuussa 2007. First Northin tarkoitus on tarjota pienille ja kasvaville yhtiöille helppomman pääsyn pohjoismaisille sekä maailmanlaajuisille pääomamarkkinoille. Lisäksi First Northin tarkoitus on helpottaa suomalaisten kasvuyhtiöiden pääoman saantia sekä tarjota uusia kasvumahdollisuuksia. (OMX Group, 2007a) First North eroaa päälistan vaatimuksista monella eri tavalla. Ensinnäkin sillä ei ole EU:n direktiivinen mukaista juridista markkinapaikan asemaa. Toiseksi First Northin liikkeeseenlaskijoita säädelään pelkästään First Northin omilla säännöillä eikä listautuvia yhtiöitä koske myöskään IFRS-tilinpäätösstandardit eikä normaalit tiedottamisveloitteet. Tästä on seurauksena se, että sijoitusten riskit ovat normaaleita pääomamarkkinoita suuremmat. First Northin suosioista kertoo se, että siellä on tällä hetkellä 91 yhtiötä, joista 47 on tullut vuoden 2006 aikana. (Kaupthing Bank, 2007) Tomas Granvik lisää KPMG:n 2/2007 ilmestyneessä asiakaslehdessä, että First North markkinapaikka voi muodostua varsin houkuttelevaksi vaihtoehdoksi monelle pienelle kasvuyritykselle, koska päälistalle listautuminen on ajallisesti paljon pidempi sekä melko vaativa prosessi (KPMG, 2007).

#### **4.4 Suomen IPO markkinapiirteitä**

Suomen teollisuuspolitiikan keskeiseksi voimaksi nostettiin jo 1990-luvun alussa teknologian ja innovatiivisuuden merkitys tulevaisuuden menestymisessä. Suomi panosti vahvasti tutkimukseen ja kehitykseen sekä koulutukseen. (Ylä-Anttila ja Palmberg, 2005)



Tämä näkyi varsinkin 1990-luvun lopun ICT-alan listautumisaaltona. Listautumisaalto tukee Ibbotsonin ja Jaffen (1975) sekä Ritterin (1991) näkemyksiä kuumista aalloista, niistä johtuvasta suuremmasta alihinnoittelusta sekä listautuvien yritysten yliarvostamisesta. Lisäksi listautumisaallon keskittyminen näin vahvasti ICT-sektorin yrityksiin eroaa Helwegen ja Liangin (2004) tutkimustuloksista, joiden mukaan toimialakeskittymistä esiintyy enemmän kylmien markkinoiden aikana. Suurin osa listautumisanneista ylimerkittiin ja osakkeiden jälkimarkkinahinnat nousivat ennennäkemättömän korkeiksi. Teknologiakuplan puhkeamisen jälkeen näistä korkeista pörssikursseista on enää jäljellä vain murto-osa. Tämä voidaan todeta, vaikka asiasta ei ollut vielä tutkimustuloksia tarjolla. Monet piensijoittajat kärsivätkin suuret tappiot pörssikurssien romahdettua. Tällä on nähtävästi ollut pidempi kestoinen vaikutus sekä listautumista suunnitteleviin yrityksiin että listautumisanteihin osallistuviin sijoittajiin. Listautumisantimarkkinoilla on ollut odottava tunnelma jo muutaman vuoden ajan ja monet yritykset ovat esittäneet mielenkiintonsa listautumista kohtaan. Silti suurin osa näistä yrityksistä on mieluummin pitkittänyt listautumista kuin listautunut. Tämä tukisi hyvin Ritterin ja Welchin (2002) näkemystä siitä, että markkinatilanne on suurin yksittäinen selittäjä yritysten listautumispäätöksissä. Yritykset pyrkivät pitkittämään listautumista parempien listautumisaikojen toivossa.

Suomessa syntyy kansainvälisestikin paljon korkean teknologian tuotteita, mutta eri teknologioiden kaupallistaminen ja markkinointi on suuri heikkous. Tuotteet ja palvelut saadaan yleisesti ottaen pyörimään pienellä volyyymilla, mutta kansainvälisille markkinoille on vielä pitkä matka. Kansainvälisessä vertailussa suurten yritysten toiminnasta alkunsa saaneet uudet yritykset ns. corporate spin-offs ovat myös Suomessa melko harvinaisia. Näiden lisääntymien voisi olla yksi keino lisätä listautumisia Suomessa. Lisäksi ETLA:n tutkimus osoittaa, että kasvuhakuisilla ja T&K-intensiivisillä huipputeknologiaan painottavilla yrityksillä on ongelmia rahoituksen saamisessa. Tätä selitetään informaation epäsymmetrialla, koska sijoittajat eivät ymmärrä korkean teknologian tuotteiden todellista markkinapotentiaalia. (Georghiou ym., 2003) Toivottavasti tähän ongelmaan saadaan ratkaisu Suomen First North markkinoiden avautumisen myötä.

Vuosituhanen vaihteen jälkeen listautumisvaatimukset ovat lisääntyneet pörssiin pyrkivillä yhtiöillä. Suomessa listautumisvaatimuksissa ollaan menossa kohti englantilaista mallia, jossa listautumista edeltää yksityiskohtainen läpikäynti listautuvasta yhtiöistä. Rahoitustarkastuksen vuonna 2002 listautuville yhtiöille laatimassa ohjeistuksessa painotettiin enemmän sekä taloudellista että juridista due diligence prosessia. Listautumiskäytäntö muutettiin siten, että pääjärjestäjällä on enemmän vastuuta listattavan yhtiön listautumiskelpoisuudesta. Pääjärjestäjän täytyy toimittaa pörssille ns. Comfort Letter, missä käydään yksityiskohtaisesti läpi listattavan yhtiön eri osa-alueita, jotka vaikuttavat listautumiskelpoisuuteen. Lisäksi yhtiön hallinnon, tulosseurannan ja riskienhallinnan pörssitiedottamisen on oltava yhtiön toiminnan laatuun nähden asianmukaisessa järjestyksessä. Listautumisvaatimusten kiristyminen nähdään myönteisenä kehityssuuntana, koska sillä lisätään sijoittajien luottamusta listautuvaa yhtiötä kohtaan. Toisaalta se on varmasti vaikuttanut myös listautumista suunnitteleviin yhtiöihin. (KPMG, 2006)

## 4.5 Case Iittala

Iittala Group on kodintuotealan johtava desingyritys, jonka tuotteet tunnetaan pohjoismaissa hyvin. Iittala Group kertoo kotisivuillaan olevansa alansa markkinajohtaja Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä keskittyvänsä Iittala merkin kansainvälistämiseen ja oman Iittala-myyväläkonseptin kasvattamiseen. Näiden tavoitteiden saavuttamisen kautta Iittala Group pyrkii olemaan alansa johtava vähittäismyynnin osaaja. Yhtiön suurimpina omistajina ovat yhtiön johto sekä AA Capital Nordic Fund II B.V., joka on pääomasijoitusyhtiö ABN AMRO Capitalin keräämä rahasto. Pääomasijoittaja ABN AMRO Capital osti Iittalan kesällä 2004 Italialaiselta Ali Groupilta, joka oli aikaisemmin alkuvuodesta ostanut Hackmanin koko osakekannan, johon Iittala vielä silloin kuului. Italialaiset halusivat pitää Hackmanista vain suurkeittiöitä valmistavan Metoksen ja myivät Iittalan ABN AMRO Capitalille noin 100 miljoonalla eurolla. (Iittala Group, 2007a) Vuonna 2005 Talouselämä lehden 500 velkaisinta yhtiötä tutkimuksessa Iittala sijoittui kirkkaasti kärkeen, jopa 2810 prosentin nettovelkaantumisasteella eli gearingillä<sup>12</sup>. Suurin osa lainas-

---

<sup>12</sup> Velan suhde omaan pääomaan.

ta oli yhtiön omistajille myöntämiä osakaslainoja, joiden korot lisätään lainasummiin. Suomen kirjanpitolaki vaatii osakaslainojen merkitsemisen velkoihin eikä omaan pääomaan. Jos lainat voisi merkitä omaan pääomaan, niin yhtiön velkaantumisasaste laskisi noin 117 prosenttiin, toteaa litalan talousjohtaja Talouselämän verkkokirjoituksessa 25.5.2005. (Talouselämä, 2005)

littala Groupin listautumista oli odotettu markkinoilla jo kauan kun 9.3.2007 littala Group ilmoitti pörssitiedotteessaan listautuvansa Helsingin Pörssiin arvioilta 23.3.2007. Listautumisannin alustava hintaväli oli asetettu 8,50–10,50 euron välille ja listautumisanti arviointiin alkavan 12.3.2007. Tämä tarkoitti 156–181 miljoonan euron markkina-arvoa listautumisannin toteutuessa täysimääräisenä. Listautumisannin yhteydessä littala Groupin oli tarkoitus kerätä uutta pääomaa 15 miljoonaa euroa. (littala Group, 2007b) Listautumisanthinnaksi vahvistettiin 9,50 euroa osakkeelta 22.3.2007 littala Group Oyj:n julkaisemassa pörssitiedotteessa. Lisäksi littala Group Oyj:n hallitus ja suurimmat osakkeen omistajat päättivät pidentää listautumisantia institutionaalisten sijoittajien osalta tiistaihin 27.3.2007 klo 12.00 asti sekä yksityisten sijoittajien osalta maanantaihin 26.3.2007 klo. 17.00 asti. (littala Group, 2007c) Juuri Institutionaalisten sijoittajien listautumisannin päätyksen jälkeen pääomistaja AA Capital Nordic Fund II B.V. ilmoitti, ettei aio myydä omistustaan littalasta. Tämän johdosta yhtiön hallitus päätti peruuttaa koko listautumisannin sekä hakemuksen listautumisesta Helsingin Pörssiin.

Listautumisannin peruuttaminen viime hetkellä on ennennäkemätöntä Helsingin Pörssissä. Seitsemän vuotta sitten heinäkuussa 2000, kun markkinoilla vallitsi suuri epävarmuus teknologiakuplan puhkeamisen takia, tietotekniikkayritys ICL Invia peruutti listautumisannin kaksi viikkoa sen jälkeen, kun yhtiön johto oli ilmoittanut listautumisaikomuksesta. Listautumisannin peruuttaminen johtui epäsuotuisesta markkinatilanteesta osakemarkkinoilla erityisesti Helsingin Pörssissä ja IT-sektorilla. littala Groupin listautumisen peruuttaminen johtui ABN AMRO Capitalin vaatimuksesta. Listautumisannin keskivaiheille asetettua hinta ei aiheuttanut tarpeeksi ylimerkintää, vaikka osakkeet menivätkin hyvin kaupaksi, totesi litalan toimitusjohtaja Tero Vähäkylä Taloussanomien haastattelussa 27.3.2007 (Taloussanomat, 2007). Hän myös lisäsi, että 9,00 euron hinnalla littala

lan osaketta olisi mennyt kaupaksi vaikka kuinka paljon. Tämä ei nähtävästi riittänyt pääomasijoittaja ABN AMRO Capitalille. Ylimerkinnän avulla voidaan varmistaa likvidimmät jälkimarkkinat listautuvalle osakkeelle, joka vähentää myös osakkeen kurssin laskupaineita. Lisäksi listautumisen peruuntumista spekulointiin markkinatilanteen äkillisellä muuttumisella, koska osakekurssit ympäri maailmaa olivat laskeneet rajusti.

Tarkastellaan aluksi listautumisantia yhtiön näkökulmasta. Listautumisasi oli tuonut yhtiölle vain 15 miljoonaa euroa rahaa, joista suurin osa olisi mennyt osakaslainojen korkojen maksamiseen. Yhtiön kassaan olisi jäänyt vain neljä miljoonaa euroa. (Talouselämä, 2007a) Tämä tukee Paganonin ym. (1998) esittämää teoriaa siitä, että yritykset listautuvat vasta suurten investointien ja nopean kasvun jälkeen, jotka on rahoitettu velkarakahalla. Iittala Group olisi listautumisesta saatavilla varoilla vahvistanut hyvin tasetta maksamalla velkoja takaisin, joka olisi myös parantanut merkittävästi yhtiökohtaisia tunnuslukuja. Iittalan listautumista tukee myös Braunin ym. (2003) tutkimushavainnot, joiden mukaan yritykset, jotka maksavat korkeita lainakustannuksia, listautuvat todennäköisemmin lainakorkojen ollessa korkealla. Lainojen korot ovat olleet nousussa jo pitkään ja Iittalan kohdalla voidaan puhua erittäin velkaisesta yhtiöstä, koska yhtiöllä oli yli 100 miljoonaa euroa korollisia nettovelkoja (Iittala Group, 2005). Suurista veloista huolimatta Iittala Group teki erittäin hyvää tulosta liikevaihtoonsa nähden. Helwege ja Liang (2004) esittivätkin, että yritykset listautuvat juuri silloin kun kassavirrat ovat korkeimmillaan. Listautumien olisi ollut Iittalalle järkevä ratkaisu, koska pörssistä saatava raha on yhtiölle halvempaa kuin pääomasijoittajilta tai pankista lainattava raha.

Ennen listautumisasi analytiikot spekuloidivat jopa Iittalan ja Marimekon fuusioitumista yhdeksi listautumisen syyksi. Evli Pankki Oyj:n analytiikko Petri Aho totesi 17.1.2007 Kauppalehden pääuutisissa, että Iittalan listautuminen avaa uusia mahdollisuuksia Marimekon ja Iittalan yhdistymiselle. Lisäksi hänen mielestä Marimekon ja Iittalan fuusio olisi myös järkevä ratkaisu, koska molemmat rakentavat jälleenmyyntiverkostoa ulkomaille. (Kauppalehti, 2007) Tätä olisi tukenut hyvin Braunin ja Fawcettin (2006) esittämä väite listautumisen motiiveista. He esittivät tutkimustuloksien pohjalta, että yrityksen listautuvat helpottaakseen yrityskauppoja ja fuusioita. Listautumisannista saatavia varoja

ja julkisesti noteerattavia osakkeita voidaan käyttää yrityskaupoissa ja fuusioissa, joilla toteutetaan yrityksen strategiaa. Toisaalta Iittala Groupin listautuminen ei herättänyt liian suurta innostusta analyytikkojen piirissä. Analyytikkojen ostosuositukset ovat Aggarwal ym. (2002) mukaan tärkeitä listautumisannin onnistumisen kannalta. Analyytikot antavat enemmän ostosuosituksia alihinnoitelluista aneista, mikä taas vaikuttaa sijoittajien aktiivisuuteen osallistua antiin.

Pääomasijoittajan kannalta tarkasteltuna listautuminen olisi tuonut suuren arvonnousun hyvin lyhyellä ajanjaksolla. Tämä tukee hyvin Zingalesin (1995) esittämää näkemystä siitä, että listautumisannin alkuperäinen tavoite on yrityksen omistusrakenteen muutos siten, että se maksimoi omistajien tulot. Ennen listautumista ABN AMRO Capitalin omistus Iittalasta oli noin 80 prosenttia ja listautumisen jälkeen omistus olisi ollut vain 12 prosenttia. Tällä omistuksella pyrittiin vakuuttamaan sijoittajat siitä, että pääomasijoittaja jää vielä yhtiön omistajaksi. (Iittala Group, 2005) Grinblattin ja Hwangin (1989) esittämän signaalihypoteesiin mukaan listautumisanti ei ollut alihinnoiteltu, koska pääomasijoittajat myivät omistuksestaan melkein kaiken. Kun omistajat myyvät suurimman osan osakkeistaan listautumisen yhteydessä ja heidän tarkoituksena on maksimoida tuotot, niin silloin osaketta ei kannata alihinnoitella. Näiden näkemysten kannalta listautuminen vaikuttaa pääomasijoittajan rahastusoperaatiolta. Talouselämässä (2007b) kirjoitettiin, että listautumisanti kaatui pääomasijoittajien ahneuteen tai toisin sanoen sijoittajien fiksuuteen. Listautumisantia pidettiin pääomasijoittajan kylmäverisenä rahastusoperaationa. Pääomasijoittajan harmiksi markkinoilla ei ollut tarpeeksi Rockin (1986) mallin informoimattomia sijoittajien eikä myöskään Ritterin (1998) esittämiä ylioptimistisia sijoittajia.

## 5. JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkimuksen tarkoitus oli pohtia Suomalaisten yhtiöiden listautumishaluttomuutta pörssiin vuoden 2000 teknologiakuplan puhkeamisen jälkeen. Tutkimuksessa pyrittiin löytämään kahteen tutkimusongelmaan vastaus analysoimalla sekä kirjallisuutta että mediassa esitettyjä näkemyksiä. Lisäksi tutkimuksessa käytettiin Iittala Groupin listautumisantia esimerkkinä listautumisen taustalla olevien asioiden sekä markkinatilanteen merkityksestä listautumisen onnistumisessa.

Listautumisannit ovat yksi rahoitusteorian tutkituimmista aiheista. Suurta suosiota voidaan selittää ensimmäisten kaupankäyntipäivien aikana saataville ylisuurilla tuotoilla. Näitä tuottoja esiintyy melkein kaikilla kansainvälisillä markkinoilla. Tuottoja on yritetty selittää erilaisilla malleilla, hypoteeseilla ja teorioilla, joissa useimmissa keskeiseksi tekijäksi nostetaan informaation epäsymmetrisyys. Useat tutkijat ovat myös puhuneet alihinnoittelun tarkoituksenmukaisuudesta. Listautumisanteihin liitetään myös muita säännönmukaisuuksia, kuten kuumat markkinat sekä pitkän aikavälin huonot tuotot.

Yrityksen listautumispäätökseen johtavista syistä on paljon eri näkemyksiä tarjolla. Monet eri tekijät vaikuttavat siihen, että listautuvatko yhtiöt vai eivät. Ritter ja Welch (2002) nostivat markkinatilanteen suurimmaksi yksittäiseksi selittäjäksi listautumispäätöksessä. Paganonin ym. (1998) painottivat aikaisempien investointien ja kasvun merkitystä, kun taas Ellingsenin ja Rydqvistin (1997) mukaan yrityksen listautuminen tulee ajankohtaiseksi, kun yhtiö haluaa kasvaa ja laajentaa omistuspohjaansa. Brau ym. (2003) esittivät, että yritykset, jotka maksavat korkeita lainakustannuksia, listautuvat herkemmin. Iittala Groupin kohdalla tukea saivat erityisesti Paganonin ym. (1998) ja Braunin ym. (2003) näkemykset. Lisäksi pääomasijoittajien rahastusoperaatiota tuki Zingalesin (1995) näkemys tulojen maksimoinnista.

Suomen markkinoilla vallitsevaa listautumattomuutta voidaan selittää muutamien eri näkemysten avulla. Suomen markkinoille tyypillisten korkeaan teknologiaan perustuvien yritysten listautumisbuumi oli erittäin voimakas 1990-luvun lopun sekä 2000-luvun tait-

teen aikoihin verrattuna markkinoiden pieneen kokoon. Monet yritykset listautuivat suhteellisen nuorina yrityksinä markkinanäkymien ollessa ylioptimaaliset. Tämä tukee hyvin Ritterin ja Welchin (2002) esittämää näkemystä siitä, että yhtiöiden listautumispäätökseen vaikuttaa eniten vallitseva markkinatilanne. Teknologiakuplan puhkeamisen jälkeen näiden uusien yhtiöiden osakekurssit romahtivat. Romahduksella on ollut selkeästi vaikutusta sijoittajien listautumisantiaktiivisuuteen sekä yhtiöiden listautumishalukkuuteen. Monet yhtiöt ovat ilmaisseet halukkuuden listautua, mutta vain harvat ovat sen toteuttaneet.

Toisena merkittävä tekijä voidaan pitää sitä, että Suomen markkinoilta on puuttunut kokonaan vaihtoehtoinen markkinapaikka. Nämä vaihtoehtoiset markkinapaikat ovat saavuttaneet suuren suosion varsinkin pienten kasvuyhtiöiden listautumispaikkoina sekä Lontoossa että Saksassa. Suurta suosiota voidaan selittää kevyemmällä listautumisvaatimuksilla. Listalla olevilta yhtiöiltä ei vaadita IFRS:n mukaista tilinpäätöstä eikä myöskään normaaleja tiedotusvelvoitteita. Rahoitustarkastus tiukensi listautumisvaatimuksia vuonna 2002 yhtiöitä kohtaan, jotka listautuvat Helsingin Pörssiin. Tällä on saattanut olla vaikutusta varsinkin nuorien kasvuyhtiöiden listautumishalukkuuteen. Vaihtoehtoisen markkinapaikan puuttuminen on myös lisännyt pääomasijoittajiin turvautumista. Korkeiden ollessa matalalla pääomasijoittajat ovat pystyneet keräämään suuria rahastoja ja näiden avulla rahoittaneet sekä pieniä että suuria kasvavia yrityksiä. Suomessa vallitsevaan listautumattomuuteen voidaan saada helpotusta tämän kevään aikana, kun pohjoismaiden pörssi OMX Group tulee avaamaan Suomeen vaihtoehtoisen markkinapaikan First Northin. Nähtäväksi jää lisääkö markkinapaikka listautuvien yhtiöiden määrää.

Tulevaisuudessa First North markkinapaikka voi avata mielenkiintoisia tutkimushaasteita. Listautuvien yhtiöiden riski on paljon suurempi kuin päälistalle listattujen yhtiöiden, mutta tämä myös tarkoittaa parempaa tuottoa. Vaihtoehtoiselle markkinapaikalle listaututtaessa osakkeen hinnan määrittäminen on myös hankalampaa, koska monet yritykset ovat korkean teknologian kasvuyhtiöitä. Riskisyyden odotetaan heijastuvan osakkeen hintaan suurempana alihinnoitteluna, mikä voi taas jälkimarkkinoilla tuoda suurempia tuottoja.

## LÄHTEET

Aggarwal, R. 2000. Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, vol. 55, nro. 3, sivut 1075-1100.

Aggarwal, R. K., Krigman, L. & Womack, K. L. 2002. Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling. *Journal of Financial Economics*, vol. 66, nro. 1, sivut 105-137.

Baron, D. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, vol. 37, nro. 4, sivut 955-976.

Benninga, S., Helmantel, M. & Sarig, O. 2005. The Timing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, vol. 75, nro. 1, sivut 115-132.

Benveniste, L. M. & Busaba, W. Y. 1997. Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, nro. 4, sivut 383-403.

Booth, J. R. & Chua, L. 1996. Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*, vol. 41, nro. 2, sivut 291-310.

Bradley, D. J. & Jordan, B. D. 2002. Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, nro. 4, sivut 595-616.

Bradley, D. J., Jordan, B. D. & Ritter, J. R. 2003. The Quiet Period Goes out with a Bang. *Journal of Finance*, vol. 58, nro. 1, sivut 1-36.

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



Brau, J. C., Francis, B. & Kohers, N. 2003. The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence. *Journal of Business*, vol. 76, nro. 4, sivut 583-612.

Carter, R. B., Dark, F. H. & Singh, A. K. 1998. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-run Performance of IPO Stocks. *Journal of Finance*, vol. 53, nro. 1, sivut 285-311.

Chemmanur, T. J. 1993. The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production. *Journal of Finance*, vol. 48, nro. 1, sivut 285-305.

Chen, H. & Ritter, J. R. 2000. The Seven Percent Solution. *Journal of Finance*, vol. 55, nro. 3, sivut 1105-1131.

Corwin, S. A. & Harris, J. H. 2001. The Initial Listing Decisions of Firms That Go Public. *Financial Management*, vol. 30, nro. 1, sivut 30-55.

Dunbar, C. G. 1998. The Choice between Firm-Commitment and Bets-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 7, nro. 1, sivut 60-90.

Ellingsen, T. & Rydqvist, K. 1997. The Stock Market as a Screening Device and the Decision to Go Public. *Working Papers in Economics and Finance*. Stockholm School of Economics.

Ernst & Young. 2005. *Global IPO Survey*. [verkkodokumentti]. [viitattu 10.4.2007]. Saatavilla [http://www.ey.com/global/Content.nsf/International/Services\\_-\\_SGM\\_-\\_Global\\_IPO\\_Survey\\_2005](http://www.ey.com/global/Content.nsf/International/Services_-_SGM_-_Global_IPO_Survey_2005)

Ernst & Young. 2006. *Accelerating Growth Global IPO trends 2006*. [verkkodokumentti].  
[viitattu 10.4.2007]. Saatavilla  
[http://www.ey.com/global/download.nsf/International/IPO\\_-\\_Global\\_IPO\\_Survey\\_2006/\\$file/E&Y-SGM-GlobalIPOSurvey2006.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/International/IPO_-_Global_IPO_Survey_2006/$file/E&Y-SGM-GlobalIPOSurvey2006.pdf)

Fischer, C. 2000. Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt. *Publications 20*. Governance und die Effizienz ökonomischer Systeme

Georghiou, L., Smith, K., Toivonen, O. & Ylä-Anttila, P. 2003. Evaluation of the Finnish Innovation Support System. *Publications 5/2003*. Ministry of Trade and Industry Finland

Grinblatt, M. & Hwang, C. Y. 1989. Signaling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance*, vol. 44, nro. 2, sivut 393-420.

Helwege, J. & Liang, N. 2004. Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, nro. 3, sivut 541-569.

Helwege, J. & Packer, F. 2004. Private Matters. *Working Paper*. University of Arizona.

Ibbotson, R. G. & Jaffe, J. F. 1975. "Hot Issue" Markets. *Journal of finance*, vol. 30, nro. 4, sivut 1027-1042.

Iittala Group, 2005. *Iittala Group Vuosikertomus 2005*. [verkkodokumentti]. [viitattu 20.4.2007]. Saatavilla  
[http://www.iittalagroup.fi/web/iittalagroupwww.nsf/pages/9CCB045133C1FD94C225720200560C7D/\\$FILE/Iitala\\_Group\\_Vuosikertomus\\_2005.pdf](http://www.iittalagroup.fi/web/iittalagroupwww.nsf/pages/9CCB045133C1FD94C225720200560C7D/$FILE/Iitala_Group_Vuosikertomus_2005.pdf)

Iittala Group. 2007a. [verkkodokumentti]. [viitattu 9.4.2007]. Saatavilla  
[http://www.iittalagroup.fi/web/iittalagroupwww.nsf/pages/financials\\_fi](http://www.iittalagroup.fi/web/iittalagroupwww.nsf/pages/financials_fi)

Iittala Group. 2007b. Iittala Group Oyj Listautuu Helsingin Pörssiin. *Pörssitiedote* 9.3.2007.

Iittala Group. 2007c. *Iittala Group Oyj:n Listautumisantia Pidennetään*. [verkkodokumentti]. [viitattu 20.4.2007]. Saataville [http://www.iittalagroup.fi/web/iittalagroupwww.nsf/pages/shownews\\_fi?opendocument&newsid=A8158742FF2F37DEC22572A6003D76EB](http://www.iittalagroup.fi/web/iittalagroupwww.nsf/pages/shownews_fi?opendocument&newsid=A8158742FF2F37DEC22572A6003D76EB)

Kaupparehti. 17.1.2007. *Analyttikko: Iittalan Listautuminen Avaa Ovia Marimekko Fuusioille*. [verkkodokumentti]. [viitattu 20.4.2007]. Saataville [http://www.kauppalehti.fi/4/0x1001907ac/uutiset/etusivu/juttu.jsp?oid=2007/01/17/2211278&request\\_ahaa\\_info=true](http://www.kauppalehti.fi/4/0x1001907ac/uutiset/etusivu/juttu.jsp?oid=2007/01/17/2211278&request_ahaa_info=true)

Kaupthing Bank. 2007. *Rohkeutta ja Lujaa Tahtoa*. [verkkodokumentti]. [viitattu 18.4.2007]. Saataville <http://www.kaupthing.fi/lisalib/getfile.aspx?itemid=7361>

Keloharju, M. 1993. Winner's Curse, Legal Liability and the Long-Run Price Performance of initial Public Offerings in Finland. *Journal of Financial Economics*, vol. 34, nro. 2, sivut 251-277.

Keloharju, M. 1992. IPO returns and the Characteristics of Subsequent Seasoned Offerings in Finland. *Working Paper*. Helsinki School of Economics and Business Administration.

KPMG. 2006. Asiakaslehti. 01/2006

KPMG. 2007. Asiakaslehti. 02/2007

Lauriala, J. 2004. *Pääomasijoittaminen*. Edita Publishing: Helsinki

Ljungqvist, A., Nanda, V. & Singh, R. 2006. Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing. *The Journal of Business*, vol. 79, nro. 4, sivut 1667-1702.

Ljungqvist, A. & Wilhelm, W. J. 2003. IPO Pricing in the Dot-com Bubble. *Journal of Finance*, vol. 58, nro. 2, sivut 723-752.

Loughran, T. & Ritter, J. R. 1995. The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, vol. 50, nro. 1, sivut 23-51.

Loughran, T. & Ritter, J. R. 2002. Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs? *The Review of Financial Studies*, vol. 15, nro. 2, sivut 413-443.

Loughran, T. & Ritter, J. R. 2004. Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, vol. 33, nro. 3, sivut 5-37.

Luoghran, T., Ritter, J. R. & Rydqvist, K. 1994. Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, nro. 2-3, sivut 165-199.

Muscarella, C. J. & Vetsuypens, M. R. 1989. A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, nro. 1, sivut 125-135.

OMX Group. 2007a. *First Northin Palvelut Laajenevat Suomeen*. [verkkodokumentti]. [viitattu 21.4.2007]. Saataville <http://wpy.observer.se/wpyfs/00/00/00/00/00/09/95/A6/wkr0001.pdf>

OMX Group. 2007b. *Muun Julkisen Kaupankäynnin Säännöt*. [verkkodokumentti]. [viitattu 22.4.2007]. Saatavilla [http://www.omxgroup.com/digitalAssets/18335\\_Muun\\_julkisen\\_kaupank\\_\\_ynnin\\_s\\_\\_\\_\\_n\\_n\\_\\_t\\_15022007.pdf](http://www.omxgroup.com/digitalAssets/18335_Muun_julkisen_kaupank__ynnin_s____n_n__t_15022007.pdf)

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

Pástor, L. & Veronesi, P. 2005. Rational IPO Waves. *Journal of Finance*, vol. 60, nro. 4, sivut 1713-1757.

PriceWaterhouseCoopers. 2003. *Yhtiön Listautuminen Suomessa*. [verkkodokumentti]. [viitattu 10.4.2007]. Saatavilla [http://www.pwc.com/fi/fin/issues/publ/pwc\\_listautuminen.pdf](http://www.pwc.com/fi/fin/issues/publ/pwc_listautuminen.pdf)

PriceWaterhouseCoopers. 2006. *IPO Watch Europe Review of the Year 2006*. [verkkodokumentti]. [viitattu 10.4.2007]. Saatavilla [http://www.pwc.com/pl/eng/insol/publ/ipo\\_watch/2006.html](http://www.pwc.com/pl/eng/insol/publ/ipo_watch/2006.html)

PriceWaterhouseCoopers. 2007. *Vahva Neljännes Päätti Euroopan Listautumismarkkinoiden Ennätysvuoden – Lontoo Kärjessä*. [verkkodokumentti]. [viitattu 10.4.2007]. Saatavilla <http://www.pwc.com/extweb/ncpressrelease.nsf/docid/4D444E6DE89D61E580257266002AB35D>

Ritter, J. R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, vol. 46, nro. 1, sivut 3-27.

Ritter, J. R. 1998. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, nro. 1, sivut 5-30.

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

Rock, K. 1986. Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, vol. 15, nro. 1-2, sivut 187-212.

Rydqvist, K. & Högholm, K. 1995. Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, vol. 1, nro. 3, sivut 287-315.

Sherman, A. G. 1992. The Pricing of Best Efforts New Issues. *Journal of finance*, vol. 47, nro. 2, sivut 781-790.

Sherman, A. E. 2005. Global Trends in IPO Methods: Book Building Versus Auctions with Endogenous Entry. *Journal of Financial Economics*, vol. 78, nro. 3, sivut 615-649.

Stern, J. M. & Chew, D. H. 2005. *The revolution in corporate finance (4<sup>th</sup> edition)*. Oxford: Blackwell Publishing.

Stoughton, N. M. & Zechner, J. 1998. IPO-mechanisms, Monitoring and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 49, nro. 1, sivut 45-77.

Talouselämä. 2005. *Velkainen Vapaasta Tahdosta*. [verkkodokumentti]. [viitattu 16.4.2007]. Saataville [http://www.talouselama.fi/docview.do?f\\_id=736331](http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=736331)

Talouselämä. 2007a. *Listautuminen Jättää litalan köyhäksi*. [verkkodokumentti]. [viitattu 15.4.2007]. Saataville [http://www.talouselama.fi/docview.do?f\\_id=1133767](http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=1133767)

Talouselämä. 2007b. *littalaCOMPASTUI fiksuihin sijoittajiin*. [verkkodokumentti]. [viitattu 22.4.2007]. Saataville [http://www.talouselama.fi/docview.do?f\\_id=1142573](http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=1142573)

Taloussanommat. 2007. *Iso raha ostoksilla*. [verkkodokumentti]. [viitattu 21.4.2007]. Saataville <http://www.taloussanommat.fi/Oma-talous/2007/04/14/Iso+raha+ostoksilla/20079033/135>

Tinic, S. M. 1998. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *Journal of Finance*, vol. 43, nro. 4, sivut 789-822.

Torstila, S. 2003. The Clustering of IPO Gross Spreads: International Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, nro. 3, sivut 673-694.

Welch, I. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, vol. 44, nro. 2, sivut 421-449.

Westerholm, J. 2000. Essays on Initial Public Offerings, Empirical Findings from the Helsinki Stock Exchange. *Research reports* 48. Svenska Handelshögskolan.

Ylä-Anttila, P. & Palmberg, C. 2005. The Specificities of Finnish Industrial Policy – Challenges and Initiatives at the Turn of the Century. *Discussion papers nro. 973*, The Research Institute of the Finnish Economy.

Zingales, L. 1995. Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, vol. 62, nro. 212, sivut 425-448.