

Listautumishuumaa Helsingin pörssissä – Empiirinen tutkimus alihinnoittelusta Helsingin pörssissä vuosina 2012-2017

Janne Halonen



Tekijä Janne Halonen	
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma	
Raportin/Opinnäytetyön nimi Listautumishuumaa Helsingin pörssissä – Empiirinen tutkimus alihinnoittelusta Helsingin pörssissä vuosina 2012-2017	Sivu- ja liitesivumäärä 33 + 2
<p>Listautumisantien alihinnoittelu on yleisesti tunnettu ja tutkittu ilmiö, jonka syyt eivät ole yksiselitteisesti selitettävissä. Ilmiötä on tutkittu hyvin laajalti 70-luvulta eteenpäin ja sen syistä on kehitetty teorioita.</p> <p>Helsingin pörssi eli hiljaiseloa pitkään listautumisantien osalta talouskriisin jälkeen. Viimevuosien aikana listautumisten määrä on talouskasvun kiihtyessä myös kääntynyt huomattavaan nousuun. Samaan aikaan myös media huomioi listautumisannit huomattavasti näkyvämmiin kuin aiemmin. Tämä opinnäytetyö tutkii, onko listautumisantien yhteydessä suoritettulla listautumismyynnillä säännöllistä vaikutusta listautumisantien alihinnoitteluun. Lisäksi tutkitaan listautumisannin euromääräisen koon korrelaatiota listautumisannin alihinnoitteluun. Tutkimus suoritettiin kvantitatiivisena kokonaistutkimuksena, käsittäen kaikki vuosina 2012-2017 tapahtuneet listautumisannit Helsingin pörssiin ja First North Finland -markkinapaikalle.</p> <p>Tutkimuksessa havaittiin osakeantien keskimääräiseksi alihinnoitteluksi 5,15 prosenttia tutkimusajanjaksolla. Listautumismyynnillä tai myyntiosakkeiden suhteellisella osuudella ei tutkimuksen mukaan ollut vaikutusta alihinnoitteluun. Samaten korrelaatiota listautumisannin koon ja alihinnoittelun välillä ei havaittu.</p>	
Asiasanat Listautuminen, emissiot, osakesäästäminen, pörssit	

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimuskysymykset	2
1.2	Tutkimusmenetelmät	2
1.3	Työn rakenne	3
2	Listautumisanti ja hinnoitteluteoriat	4
2.1	Listautumisannin hyötyjä ja syitä	5
2.2	Listautumisannin kustannukset ja muut haitat	6
2.3	Yritys valmiina pörssiin	7
2.4	Listautumisannin pelurit	8
2.5	Listautuvan yhtiön arvonmääritys	8
2.6	Listautumisantien hinnoittelu- ja menettelytavat	9
2.7	Helsingin pörssin erityispiirteet	10
2.8	listautumisen järjestäminen ja prosessin kulku	12
2.9	Listautumisprosessi Helsingin Pörssissä	13
3	Alihinnoittelun teoriat ja syyt	15
3.1	Alihinnoittelun kustannus	16
3.2	Kuumat markkinat	17
3.3	Epäsymmetrisen informaation teoria	18
3.4	Signalointi-malli ja osittainen hienosäätö-ilmio	19
3.5	Omistuksen hajauttamisen malli	20
3.6	Oikeusturvavakuutus-malli	20
4	Listautumisantien hinnoittelu Helsingin pörssissä	22
4.1	Tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät	22
4.2	Listautumismarkkina ja tuotot markkinapaikoittain	23
4.3	Epänormaalit tuotot	26
4.4	Mitatut korrelaatiot	29
5	Johtopäätökset	31
6	Pohdinta	33
	Lähteet	34
	Liitteet	37
	Liite 1. Listautumisannit 2012-2017.	37

Kuviot

Kuvio 1. Listautumisantien "money left on the table". (Ritter 1987)	17
Kuvio 2. Listautumismäärät Helsingissä 2012-2017.....	24
Kuvio 3. Listautumisantien tuotot vuosittain.	25
Kuvio 4. Listautumisantien tuotot markkinapaikoittain.	26
Kuvio 5. Ensimmäisen päivän epänormaalit tuotot.....	27
Kuvio 6. Ensimmäisen viikon epänormaalit tuotot.	28
Kuvio 7. Ensimmäisen kuukauden epänormaalit tuotot.	29

Taulukot

Taulukko 1. Pörssin ja First North Finlandin vaatimukset listautuneelle yhtiölle. (Helminen 3.6.2014, 6)	11
Taulukko 2. Pörssin ja First North Finlandin erot markkinalain säännöksessä. (Helminen 3.6.2014, 8)	12
Taulukko 3. Listautumisantien keskimääräinen alihinnoittelu maittain. (Loughran, Ritter & Rydqvist 2015).....	16
Taulukko 4. Helsingin pörssin listautumisten koot.....	24
Taulukko 5. Ali- ja ylihinnoitellut annit 2012-2017.....	26
Taulukko 6. Korrelaatiot antituottojen ja myyntiosakkeiden välillä.	29
Taulukko 7. Korrelaatiot antituottojen ja antien koon välillä.	30

1 Johdanto

Taloukasvun kiihtyessä myös listautumisantien määrä on kasvanut huomattavasti maailmanlaajuisesti. Myös Helsingin pörssissä uusi tulokas on päässyt soittamaan pörssin kelloa yhä useammin viimeisinä vuosina. Tämä on erittäin tervetullut kehityskulku vuosien hiljaiselon jälkeen. Listautumisasihin liittyy myös tiettyä mystiikkaa, sillä markkinathan määräävät ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä osakkeen käyvän arvon. Monella onkin varmasti muistissa vuosituhannen vaihteen IT-yhtiöiden ryntäys pörssiin ja tätä nousukautta seuranneen kuplan puhkeaminen.

Listautumisannit ovat olleet yleinen tutkimuskohde. Erityisesti yksityissijoittajalle voi yhtiön arvon päättelyminen muodostua ongelmaksi pelkästään antiesitteen ja listalle otto-hakemuksen perusteella. Tällöin markkinoilla ei ole ollut kaikkea tietoa jonka perusteella muodostaa hinta yhtiön osakkeelle.

Pörssin yhtenä tarkoituksena on mahdollistaa rahoituksen siirtyminen ylijäämäsektoreilta alijäämäsektoreille eli toimiminen primäärimarkkinana. Talouskriisin (2008-2009) jälkeisessä maailmassa erityisesti pienyritysten rahoituksen saanti on muodostunut haasteelliseksi ja tähän haasteeseen myös Helsingin pörssi pyrkii vastaamaan tarjoamalla kanaan myös pienemille yrityksille. Näillä pienillä ja keskisuurilla yrityksillä on merkittävä vaikutus koko Suomen kansantaloudessa. Vuosina 2001-2012 uusista työpaikoista 73 prosenttia syntyi alle 50 henkeä työllistäviin yhtiöihin. (NASDAQ OMX 2014, 3-4)

Tällä hetkellä vallitseva poikkeuksellisen matala korkotaso on vaikuttanut siihen, että sijoittajat ovat siirtyneet enemmän riskipitoisiin sijoituksiin tuottoja havitellessaan. Tämä yhdistettynä talouskriisin jälkeiseen taloukasvuun on ajanut pörssikurssit maailmanlaajuisesti nousu-uralle. Nousevassa pörssimarkkinassa myös listautumisten määrät usein kiihtyvät, kun sijoittajien rahaa on tarjolla enemmän kuin normaalitilanteessa.

Helsingin pörssissä oli talouskriisin jälkimainingeissa usean vuoden totaalinen kato listautumisien osalta. SRV:n listautumisen jälkeen vuonna 2007 seuraava tulija pörssiin oli Siili Solutions vuonna 2012. Siilin listautumisen jälkeen tahti on ollut Helsingin pörssille huomattavan hyvä, vaikkei kasinotalousvuosien tai vuosituhannen vaihteen buumia vastaaviin lukuihin päästäkään. (Repo 2017, 5) Edellä mainitun Siilin jälkeen Helsingin pörssiin ja First North markkinapaikalle on löytänyt tiensä listautumisannin kautta vielä 37 yhtiötä vuoden 2017 loppuun mennessä.

Helsingin pörssin hiljaiseloa korostaa vertailu lähimpään naapuriin. Esimerkiksi Tukholman First North-markkinalle on vuosien 2005-2014 välillä listautunut yli 160 yritystä, joista 31 oli ehtinyt siirtyä päälistalle 2014 vuoteen mennessä. Tutkimuksen mukaan näissä listautuneissa yhtiöissä työpaikkojen määrä on kasvanut keskimäärin 21 prosenttia vuosien 2006 ja 2012 välillä. Muulla yksityisellä sektorilla vastaavana aikana työpaikat olivat kasvaneet keskimäärin 1,5 prosenttia. (NASDAQ OMX 2014, 3)

1.1 Tutkimuskysymykset

Tämä opinnäytetyö on tutkimus Helsingin pörssiin vuosien 2012 ja 2017 välillä listautuneiden yhtiöiden listautumisantien alihinnoittelusta. Listautumisantien alihinnoittelusta on tehty useita tutkimuksia erityisesti Yhdysvaltojen pörssistä, mutta myös Helsingin pörssistä on tehty vastaavia tutkimuksia. Alihinnoittelulla tarkoitetaan listautumishinnan ja ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöshinnan erotusta.

Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää listautumisiin liittyvän alihinnoittelun kehitystä talouskasvun kiihtyessä ja listautumismäärien ollessa kovassa nousussa. Tämän ohella on tarkoitus tutkia, onko listautumisantien yhteydessä suoritetulla listautumismyynnillä ollut vaikutusta annin hinnoitteluun. Opinnäytetyön tavoitteena on löytää vastaus seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- Onko listautumisantien kasvanut määrä vaikuttanut antien alihinnoitteluun?
- Onko listautumisannin yhteydessä suoritetulla listautumismyynnillä ollut vaikutusta annin alihinnoitteluun?
- Onko listautumisannin koolla ollut säännönmukaista vaikutusta listautumisannin alihinnoitteluun?

1.2 Tutkimusmenetelmät

Tutkimusongelma pyritään ratkaisemaan tietyin menetelmin. Menetelmäkokonaisuudesta puhuttaessa puhutaan usein tutkimusotteesta. Tutkimustyötä tehdessä tutkimusotteella on suuri vaikutus ongelman ratkaisuun. Tutkimusotteet jaotellaan yleensä kahteen eri vaihtoehtoon: kvalitatiivinen (laadullinen) tai kvantitatiivinen (määrällinen). (Kananen 2015, 63-65).

Tämän opinnäytetyön tutkimusmenetelmä on kvantitatiivinen. Kananen mukaan kvantitatiivisessa tutkimuksessa käsitellään saatua aineistoa tilastollisin menetelmin (Kananen 2005, 10-11). Tästä syystä valinta oli täysin selvä tähän tutkimukseen. Tutkimusaineisto on kerätty Finanssivalvontaan toimitetuista listautumisesitteistä, pörssitiedotteista sekä Helsingin pörssin verkkosivuilla saatavana olevasta kurssihistoriasta. Tutkimusaineisto on

puhtaasti numeerinen. Tutkimusaineistosta pyritään tilastollisten menetelmien avulla löytämään vastaus tutkimuskysymyksiin.

Teoreettisen viitekehyksen perustana on rahoitusalaan ja yritysten arvonmääritykseen liittyvä kirjallisuus sekä aiemmat tutkimukset osakeanneista. Osakeanteja on tutkittu laajasti 60-luvulta lähtien ja niiden epänormaalien tuottojen pohjalta on kehitetty useita eri teorioita.

1.3 Työn rakenne

Opinnäytetyö sisältää johdannon, teoreettisen viitekehyksen, empiirisen tutkimuksen sekä johtopäätökset tutkimuksesta. Kokonaisuudessaan opinnäytetyö koostuu seitsemästä luvusta. Ensimmäinen luku sisältää alaa alustavan johdannon lisäksi tutkimuskysymysten ja menetelmien esittelyn. Opinnäytetyön luvut 2 ja 3 ovat teoreettinen viitekehys. Luku 4 on empiirinen tutkimus Helsingin pörssin listautumisanneista vuosina 2013-2017. Luku 5 koostuu tutkimuksen johtopäätöksistä. Luku 6 käsittää pohdinnan ja suosituksen jatkotutkimukseksi.

Viitekehyksen ensimmäisessä luvussa käydään läpi listautumisannin kulkua ja siihen liittyvää teoriaa. Viitekehyksen toisessa luvussa tutustutaan alihinnoitteluun ilmiönä sekä siihen liittyviin aiempiin tutkimuksiin ja teorioihin. Tässä luvussa esittelen myös aiempaa tilastotietoa listautumisantien alihinnoittelusta, joihin tämän opinnäytetyön tuloksia verrataan.

Opinnäytetyön empiirisessä osassa tutkitaan Helsingin pörssiin vuosina 2013-2017 tehtyjen listautumisantien tuottoja kolmella ajanjaksolla. Nämä kolme ajanjaksoa ovat päivä, viikko ja kuukausi listautumispäivästä. Kyseisiltä ajanjaksoilta mitataan korrelaatiota tuottojen ja myyntiosakkaiden suhdeluvun välillä. Lisäksi mitataan korrelaatio tuottojen ja antien koon suhteessa. Näiden korrelaatioiden avulla pystytään tekemään johtopäätökset ja vastaamaan tutkimuskysymyksiin.

2 Listautumisanti ja hinnoitteluteoriat

Osakeanti on yhtiölle tapa kerätä oman pääoman ehtoista rahoitusta. Maksullisessa osakeannissa yhtiö saa maksun liikkeelle laskemistaan uusista osakkeista. (Kyläkallio, Irola & Kyläkallio 2015, 55-57) Listautumisannissa (*Initial Public Offering*, IPO) yhtiön osakkeet tulevat ensimmäistä kertaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi ja täten yhtiö muuntaa muotonsa julkiseksi osakeyhtiöksi. Tämän jälkeen yhtiön hakiessa lisää oman pääoman ehtoista rahoitusta puhutaan vain osakeanneista.

Listautumisanti voi olla puhtaasti osakeanti, jossa sijoittajien sijoittamat varat menevät antikustannusten jälkeen yhtiöön. Listautumisanti voidaan toteuttaa myös puhtaasti listautumismyynninä tai näiden kahden yhdistelmänä. Listautumismyynnissä yhtiön nykyinen omistaja myy osakkeitaan laajemmalle yleisölle. Myyjä voi olla esimerkiksi pääomasijoitusyhtiö, yrityksen perustaja, listautuvan yhtiön emoyhtiö tai jopa valtio. (Geddes 2003, 1)

Yrityksen listaamiseen pörssiin voi olla monta eri syytä. Useimmissa tapauksissa syyn on kuitenkin todettu olevan se, että yhtiölle kerätään uusia pääomia jotka mahdollistavat yhtiön kasvun. Samalla se tarjoaa nykyisille omistajille mahdollisuuden keventää omaa omistustaan ja saada kasvatettua yhtiön omistajapohjaa. Itse pörssiyrityksen julkisuus harvoin on pääsyy listautumiselle. (Ritter & Welch 2002, 1795-1797; Geddes 2003, 8-10; Pörssisäätiö 2016, 5-6)

Pääsääntöisesti voittoa tuottavan osakeyhtiön tavoite on kasvattaa toimintaansa ja sitä kautta omistajille jaettavia voittoja. Tätä varten yritys tarvitsee useimmissa tapauksissa pääomia, joihin listautumisanti on yksi vaihtoehto. Yrityksen omalla pääomalla on ylivertainen ominaisuus vieraaseen pääomaan verrattuna – sitä ei tarvitse maksaa takaisin eikä siitä ole säännöllisiä kuluja. (Geddes 2003, 8-10)

Osake on kaupankäynnin kohteena julkisella markkinapaikalla, useimmiten pörssissä tai vaihtoehtoisesti monenkeskisellä markkinapaikalla, joka on pörssiin verrattuna hieman kevyemmin säännelty markkinapaikka. Osakkeen ollessa julkisessa kaupankäynnissä sen hinta määräytyy markkinoilla, ja tällöin on syytä huomioida myös tehokkaiden markkinoiden toimintaperiaatteet. Koska pörssiin tuleva yhtiö ei ole aiemmin (useimmiten) ollut julkisen kaupankäynnin kohteena, ei sen hinta määräydy täysin kuten tehokkaiden markkinoiden hypoteesi määrittelee.

2.1 Listautumisannin hyötyjä ja syitä

Listautuminen pörssiin avaa yritykselle uusia mahdollisuuksia rahoituksen keräämiseen. Listautumisen jälkeen rahoituksen kerääminen markkinoilta on usein myös kulutehokkaampaa kuin listaamattomalla yhtiöllä. Yritys voi listautumisannin jälkeen tehdä täydentäviä osakeanteja tai laskea liikkeelle omia velkakirjalainoja. (Pörssisäätiö 2016, 5-7).

Pörssilistautuminen tekee myös yhtiön osakkeesta likvidimmän ja antaa sille reaaliarvon. Listaamattoman yhtiön arvonmääritys on aina monimutkainen prosessi, mutta listautuneella yhtiöllä markkinat määrittävät arvon jokaisena kaupankäyntipäivänä. Lisäksi julkisten osakeyhtiöiden vaatimukset raportoinnista tekevät niistä paljon avoimempia ja vertailukelpoisempia muihin yhtiöihin nähden. (Geddes 2003, 8-10; Pagano, Panetta & Zingales 1995, 8-10)

Listautuneen yrityksen osaketta voidaan hyvin käyttää maksuvälineenä yhtiön fuusioituessa tai esimerkiksi laajentaessaan toimintaansa yritysostoin. Listautuneen yrityksen on myös helpompi esimerkiksi myydä osa itsestään, koska sen osien arvo on usein helpommin määriteltävissä. Samoin se voi käyttää osakkeitaan esimerkiksi henkilöstön ja johdon palkitsemisessa tai sitouttamisessa.

Listautumisannista voi hyötyä myös yrityksen nykyinen omistaja. Listautumismyynnin tekemällä nykyinen omistaja voi luopua osittain tai kokonaan omistuksestaan. Tässä ratkaisussa taustalla voi olla useita syitä, kuten esimerkiksi nykyisen yrittäjän luopuminen toiminnasta, pääomasijoittajan "exit" tai valtion omaisuuden yksityistäminen. (Geddes 2003, 11-15) Taustalla voi olla myös nykyisen omistajan halu hajauttaa omaa sijoitusportfolioitaan. Listautumisannin kautta nykyinen omistaja saa vapautettua pääomia, jotka hän voi hajauttaa muihin sijoitusratkaisuihin. (Pagano ym. 1995, 7)

Listautumisannin kautta yrityksen nykyinen omistaja voi myös kasvattaa yrityksensä arvoa sekä parantaa todennäköisyyttä tulevaisuuden yritysjärjestelyille. Zingalesin kehittämän (Zingales 1995, 425-440) teorian mukaan listautuminen pörssiin tekee yrityksestä houkuttelevamman ostokohteen, koska se on paremmin ostajien tiedossa ollessaan julkisilla markkinoilla. Listautuneet yhtiöt ovat tutkimusten mukaan jopa 30 prosenttia arvokkaampia vertailtaessa identtisiin listaamattomiin yhtiöihin. Tämä ero johtuu paljolti osakkeiden likviditeetistä. (Geddes 2003, 24)

Pörssiin listautumisella on myös vaikutusta yrityksen imagoon. Vaikka tämä harvoin on yrityksille tärkein motiivi listautua pörssiin, voi se olla yksi syy sen taustalla. Pörssiin listaminen tuo yritystä näkyvämmäksi sen raportoidessa toiminnastaan avoimesti. Pörssiin listattuihin yrityksiin liittyy myös tietty arvokkuus ja yritys vaikuttaakin yksityistä yritystä vaakaamalla. Näillä seikoilla on positiivisia vaikutuksia yrityksen toiminnassa, esimerkiksi henkilöstön palkkauksessa sekä asiakkaiden suhtautumisessa yritykseen. (Geddes 2003, 25)

2.2 Listautumisannin kustannukset ja muut haitat

Pörssilistautumiseen liittyy luonnollisesti myös negatiivisia puolia. Näistä jokaisella on erilainen vaikutus listautuneeseen yhtiöön ja sen motiiveihin. Geddes (2003) listaa kirjassaan kuusi negatiivista vaikutusta:

- Lisääntynyt julkisuus
- Listautumisannin kustannus
- Mahdollinen kontrollin menetys
- Omistuksen ja hallinnan eriyvyys
- Lyhytnäköisyyden lisääntyminen
- Sijoittajien odotusten täyttäminen

Lisääntynyt julkisuus näkyy yritykselle monessa mielessä. Sen merkitys korostuu listautumisantihetkellä, mutta vaikuttaa yrityksen päivittäiseen toimintaan muillakin tavoin. Yrityksen tulostietojen ohella julkiseksi tiedoksi muuttuvat myös johdon palkitseminen sekä johdon ja suurten omistajien mahdolliset transaktiot osakkeilla. (Geddes 2003, 25-26)

Pörssilistaukseen liittyy oleellisesti huomattavia kuluja. Suorien kulujen osuus on keskimäärin kahden ja seitsemän prosentin välillä tutkimuksesta riippuen. Näihin kuluihin kuuluvat muun muassa pääjärjestäjän palkkio, kustannus lainopillisista neuvonantajista, tilintarkastus ja kirjanpidon muutokset sekä esimerkiksi markkinointikulut. Anteihin liittyviin epäsuoriin kuluihin palaan tarkemmin luvussa kolme. (Ritter 1987, 270-272; Geddes 2003, 27)

Listaaamattomalla yrityksellä toimiva johto on useimmissa tapauksissa myös yhtiön omistaja. Listautuneella yrityksellä on usein ammattijohtaja, jonka omistus yhtiössä on enintään symbolinen. Tällöin on edessä mahdollinen agentti-ongelma, sillä toimivan johdon tulisi luonnollisesti ajaa ensisijaisesti osakkeenomistajien asemaa. Tästä syystä yrityksessä osakkeenomistajien asemaa vahtiikin ensisijaisesti yhtiön hallitus. Vahva hallitus voi rajoittaa toimivan johdon toimintaa huomattavastikin. (Geddes 2003, 28)

Lyhytnäköisyydellä tarkoitetaan yrityksen siirtymistä kvartaali-talous ajatteluun. Julkinen raportointi ja sijoittajien odotuksien täyttäminen joka kvartaalilla voi keskittää yrityksen johdon huomion vain lähitulevaisuuteen. Tämä puolestaan aiheuttaa sen, että toimintaa ei enää kehitetä pitkällä tähtäimellä. Tällä voi olla yrityksen omistajien kannalta hyvin kauaskantoiset seuraukset negatiivisessa mielessä. (Geddes 2003, 28-29)

Sijoittajien odotusten täyttäminen liittyy osin edeltävässä kappaleessa mainittuun lyhytnäköisyyteen. Tähän liittyy myös johtoa huomattavasti työllistävä aspekti; yrityksen toimitusjohtaja ja talousjohtaja joutuvat kiertämään huomattavan paljon sijoittaja-tilaisuuksia, pitämään pääomapäiviä sekä tapaamaan merkittäviä instituutionaalisia sijoittajia jonka takia heillä jää vähemmän aikaa yrityksen johtamiseen. (Geddes 2003, 30)

2.3 Yritys valmiina pörssiin

Suurin kysymys ja tärkein huomioon otettava seikka listautumiseen liittyen on yrityksen valmius listautumiseen. Keskimäärin listautuneet yritykset ovat olleet toiminnassa jo vuosia tai vuosikymmeniä, mutta ikä ei luonnollisesti ole määräävä tekijä yrityksen valmiuden suhteen. Vuosituhannen vaihteen IT-buumin aikana pörssiin tuli paljon yhtiöitä, joilla tätä valmiutta ei ollut. (Geddes 2003, 44-46)

Yleisesti kuumilla listautumismarkkinoilla listautuvien yhtiöiden iän on havaittu olevan matalampi kuin kylmillä markkinoilla. Tämä kuvastaa ilmiötä jossa markkinoilla on rahaa tarjolla keveämmin perustein, joka taas ajaa yhä useampia yhtiöitä pörssiin. Keskimäärin listautuneiden yhtiöiden ikä Yhdysvalloissa oli 80-luvulla seitsemän vuotta ja 90-luvulla kahdeksan vuotta. Japanissa tämä ikä oli vuosituhannen vaiheessa peräti 23 vuotta. (Geddes 2003, 44-46)

Tärkein määrittävä tekijä yrityksen iästä ja markkinatilanteesta riippumatta on sen sijoitustarina (*investment case*). Tämä kuvastaa yrityksen syitä listautumiselle ja sen vahvuuksia, miksi sijoittajien tulisi yritykseen sijoittaa. Geddes (2003) listaa sijoitustarinan yleisimmiksi komponenteiksi seuraavat:

- Johdon kyvykkyys
- Yrityksen taloudellinen tilanne (*Track record*)
- Toimialan näkymät ja kasvuodotukset
- Yrityksen asema toimialalla
- Suhteellinen valuaatio (kilpailijoihin nähden)

Yllämainittujen komponenttien avulla yritys pystyy määrittämään oman valmiutensa listautumiseen rakentamalla oman sijoitustarinansa vahvuksiensa pohjalta. Useimmissa tapauksissa listautuvat yhtiön panostavat sijoitustarinassaan juuri toimialan näkyymiin ja kasvuodotuksiin. (Geddes 2003, 46)

2.4 Listautumisannin pelurit

Yhtiön osakkeiden ensilistaus markkinoille vaatii useiden tahojen erityisosaamista. Listautumisannissa tärkeimpinä pelureina ovat nyky maailmassa suuret investointipankit. Pääosa anteihin liittyvistä toimijoista ovat juuri investointipankkien ja vähittäispankkien henkilökuntaa sekä muita pääomamarkkinoilla toimivia tekijöitä.

Yhdysvaltojen listautumisanneissa suurimmat investointipankit mitattaessa antien määrää ja aneissa kerättyjä varoja ovat Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch sekä Credit Suisse (Geddes 2003, 36). Kansainvälisesti edellä mainittujen toimijoiden ohella suuria ja hyvämaineisia toimijoita ovat esimerkiksi ABN Amro, Deutsche Bank sekä UBS.

Investointipankkien jälkeen listautumisantien tärkein toimija on lainopillinen neuvonantaja. Lainopillisiä neuvonantajia työskentelee aneissa ”molemmin puolin”. Tämä tarkoittaa sitä, että listautuvalla yrityksellä sekä listautumisen pääjärjestäjällä on omat lainopilliset neuvonantajat. Varsinkin Yhdysvalloissa lainopillisten neuvonantajien merkitys on huomattavan suuri, ja esimerkiksi antiesitteen laatii aina lainopillinen neuvonantaja. (Espinasse 2011, 57)

Listautumisanti työllistää myös tilintarkastajia. Useimmissa tapauksissa viimeistään listautuessa yhtiö vaihtaa tilintarkastusyhteisökseen jonkin suuresta neljästä toimijasta (Deloitte, EY, KPMG ja PriceWaterhouseCoopers). Listautumisannissa juuri tilintarkastajilla on suuri rooli, sillä yrityksen kirjanpito saatetaan muuttaa usein juuri antihetkellä vastaamaan kansainvälisiä standardeja (IFRS). (Espinasse 2011, 60)

2.5 Listautuvan yhtiön arvonmääritys

Listautuvan yhtiön arvonmääritykseen pätee samat lainalaisuudet kuin muihinkin julkisesti noteerattuihin yhtiöihin. Suurimpana erona luonnollisesti se, että listautuvan yrityksen osakkeet eivät vielä ole kaupankäynnin kohteena, jolloin markkina määrittäisi niille hinnan.

Annin pääjärjestäjän vastuuseen kuuluu määrittää yrityksen arvo päästökseen etenemään listautumisprosessissa antihinnan valitsemiseen. Geddesin (2003) mukaan anteja järjestä-

vät investointipankit käyttävät pääasiassa kahta eri tapaa tai näiden yhdistelmää; suhteellinen arvostus (*relative valuation*) tai diskontatun kassavirran menetelmä (DCF, *discounted cash flow*). (Espinasse 2011, 107-108)

Edellä mainituista tavoista ensimmäistä käytettäessä haetaan listautuvaa yhtiötä vastaavia jo listautuneita yhtiöitä, jotka ovat kokonsa ja toimialansa puolesta jollakin tavalla vertailtavissa. Näistä vertailuyhtiöistä koostetaan tarvittaessa ryhmä, jonka keskiarvoihin listautuvaa yritystä voidaan vertailla samoin kuin jokaiseen yritykseen erikseen. Yleisimmät vertailuun käytettävät tunnusluvut ovat: (Espinasse 2011, 108-109)

- Price/Earnings
- Price/EBIT
- Price/Book (market /book value)
- EV/EBITDA
- EV/SALES (revenue)

Yllä mainituista tunnusluvuista kolme ensimmäistä antavat arviota yhtiön markkina-arvosta (*market capitalization*). Kaksi jälkimmäistä perustuvat yritysarvoon (*enterprise value*), joka sisältää myös yhtiön velat. Luonnollisesti pääjärjestäjä voi käyttää myös muita vertailutapoja listautuvan yrityksen toimialasta riippuen.

DCF-menetelmässä yrityksen arvo tänään on sen kaikkien tulevien kassavirtojen nykyarvo. Menetelmässä tulevat kassavirrat ennustetaan käyttökatteesta. Tulevien vuosien kassavirtoihin käytetään riskit huomioivaa korkokantaa. Käyttökatteeseen lisäksi menetelmässä huomioidaan yrityksen toimintaan sitoutuva ja sieltä vapautuva pääoma kuten investoinnit ja varastonmuutos. Menetelmässä yrityksen kassavirroista vähennetään sen velat ja arvoon lisätään kassa. Menetelmä on yleisesti käytetty ja tarkempi kuin edellä mainitut kerroin pohjaiset arvonmääritysmallit. DCF-menetelmän haavoittuvuus onkin ennusteiden tarkkuudessa, joihin menetelmä nojautuu täysin. (Mäkeläinen 29.9.2016)

2.6 Listautumisantien hinnoittelu- ja menettelytavat

Listautumisantien hinnoittelusta vastaa useimmissa tapauksessa annin pääjärjestäjä. Pääjärjestäjän vastuulla on hinnoitella anti sillä tavalla, että se toteutuu varmasti. Pääjärjestäjät voivat käyttää annin hinnoitteluun useita eri tapoja, joista yleisimmät ovat merkintäaika-menettely (*bookbuilding*) ja kiinteähintainen anti (*fixed price*). Myös erilaisia huutokauppa-malleja on käytetty jonkin verran (*auctions*). Eri markkinoille on ominaisia erilaiset hinnoittelumenettelyt, mutta nyky maailmassa selkeästi yleisin on merkintäaika-menettely. (Barnes 2006, 177-180).

Selvästi yleisin hinnoittelumalli on edellä mainituista ensimmäinen. Tarjouskirja-menettelyssä listautumisannin pääjärjestäjä pyytää instituutionaalisilta sijoittajilta alustavia tarjouksia listautuvan yrityksen osakkeista. Sijoittajat jättävät tarjouksensa sisältäen sekä osakkeen merkintähinnan että merkittävien osakkeiden lukumäärän. Näiden tietojen avulla pääjärjestäjä pystyy luomaan kysyntäkäyrän, jonka avulla anti pystytään hinnoittelemaan. (Huyghebaert & Van Hulle 2006, 347-350)

Listautumisanti voidaan järjestää kahdella eri sopimuksella, jotka ovat pääjärjestäjän taakama sopimus (*firm commitment underwriting*) ja vapaasti käännettynä paras yritys sopimus (*best efforts underwriting*). Näistä edellä mainittua käytetään pääasiassa suuremmissa anneissa ja jälkimmäistä pienemmissä. Kustannuksiltaan jälkimmäinen on selkeästi kalliimpi keskimäärin (32% vs 21%). (Ritter 1987, 269-271)

Pääjärjestäjän taatessa sopimuksen se sitoutuu itse ostamaan ensin kaikki tarjolle tulevat osakkeet ja sen jälkeen myymään ne sijoittajille. Tämänkaltaisissa anneissa pääjärjestäjällä on usein oikeus korottaa osakemäärää vielä esimerkiksi 15 prosenttia mikäli anti on suuresti ylimerkitty. Tällä tavalla järjestetyssä annissa pääjärjestäjä kantaa siis ison riskin ja siitä syystä tätä tapaa käytetään usein suuremmissa anneissa. Vaikka anti olisi ylimerkitty, pääjärjestäjä ei saa myydä osakkeita suuremmalla hinnalla kuin mitä on antiesitteessä sovittu. Alaspäin antijärjestäjä voi hintaa tarvittaessa muokata. (Ritter 1987, 269-271)

Paras yritys-sopimuksessa listautuva yhtiö ja pääjärjestäjä sopivat yhdessä antihinnasta ja tarjottavien osakkeiden määrästä. Tämän jälkeen pääjärjestäjä tarjoaa osakkeita sijoittajille parhaaksi katsomallaan tavalla. Sijoittajien merkinnät talletetaan järjestäjän asiakasvara-tilille, josta ne palautuvat sijoittajille, mikäli anti ei toteudu. Mikäli sovitusta määrästä osakkeita saadaan merkintäsitoumukset, anti toteutuu ja listautuva yritys saa varansa. (Ritter 1987, 270-272)

2.7 Helsingin pörssin erityispiirteet

Helsingin pörssi on Suomen ainoa pörssi ja se on osa Yhdysvaltalaisista Nasdaq-konsernia. Pörssin historia ulottuu aina vuoteen 1912 jolloin Fabianinkadun pörssitalossa on aloitettu kaupankäynti. Pörssin päälistalla yhtiöt jaetaan markkina-arvon mukaan suuriin (yli miljardi euroa), keskisuuriin (150 miljoonaa – miljardi euroa) ja pieniin (alle 150 miljoonaa euroa) yhtiöihin. (Pörssisäätiö 2016, 6)

Pörssin päälistan rinnalle on vuonna 2011 perustettu kotimainen vaihtoehtoinen markkina- paikka First North Finland. First North -markkinapaikalla yhtiön osakkeet ovat varsinaisen pörssilistan osakkeiden tapaan julkisen kaupankäynnin kohteena täysin samoissa järjes- telmissä. Sääntelyn osalta markkinapaikkaa eivät koske EU:n arvopaperimarkkina- laissa asetetut vaatimukset. (NASDAQ OMX 2017)

First North Finland	Pörssi
<ul style="list-style-type: none"> • Yhtiöesite riittää listalleottoon* 	<ul style="list-style-type: none"> • Listalleottoa varten aina Finanssivalvonnan hyväksymä EU-esite
<ul style="list-style-type: none"> • Ei vaadita IFRS-tilinpäätöksiä 	<ul style="list-style-type: none"> • IFRS-tilinpäätökset vaaditaan
<ul style="list-style-type: none"> • Oltava Hyväksytty Neuvonantaja 	<ul style="list-style-type: none"> • Ei vaadita Hyväksyttyä Neuvonantajaa
Osakkeiden listalleotossa lisäksi <ul style="list-style-type: none"> • Yleisön hallussa vähintään 10 % osakkeista 	<ul style="list-style-type: none"> • Yleisön hallussa vähintään 25 % osakkeista

Taulukko 1. Pörssin ja First North Finlandin vaatimukset listautuneelle yhtiölle. (Helminen 3.6.2014, 6)

Luomalla kevyemmin säännellyn markkinapaikan pörssi pyrkii osaltaan rohkaisemaan pie- nempiäkin yhtiöitä listautumaan ja hankkimaan rahoitusta markkinoilta. First North listalta yhtiöt voivat kasvaessaan siirtyä varsinaiselle pörssilistalle. Näin on tehnyt esimerkiksi Siili Solutions ja Taaleri vuonna 2016. (Repo 2016)

Arvopaperimarkkinalain säännös	First North	Pörssilista
Jatkuva tiedonantovelvollisuus eli pörssitiedottaminen - Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat julkistettava	√	√
Säännöllinen tiedonantovelvollisuus - Tilinpäätös - Osavuosikatsaukset	FAS tai IFRS* 1/2vuosittain*	√ IFRS 1/4vuosittain
Julkiset ostotarjoukset	Osittain**	√
Liputus	Ei sovellu	√
Sisäpiirirekisterit	Osittain*	√
Sisäpiirintiedon käyttö	√	√
Markkinoiden vääristäminen	√	√
Tiedottamiskieli	Su, Ru tai En*	√ Su tai Ru
Tietojen saatavilla pito	Yhtiön kotisivut*	√ Yhtiön kotisivut ja tiedotevarasto

Taulukko 2. Pörssin ja First North Finlandin erot markkinalain säännöksessä. (Helminen 3.6.2014, 8)

Kuten yllä olevasta taulukosta huomataan, erityisesti taloudellista raportointia on kevennetty harventamalla osavuosikatsausten väliksi puoli vuosittain. Lisäksi yhtiö voi halutesaan noudattaa kansallista FAS-standardin (*Finnish Accounting Standards*) tilinpäätöstä. Kevennyksistä huolimatta moni First North-listan yhtiöistä raportoi täysin samoin kuin päälistankin yhtiöt. Mahdollisesti jotta potentiaalinen siirtyminen päälistalle sujuu helpommin.

Suomen lainsäädäntö ei tällä hetkellä tue yritysten listautumisia, sillä nykyinen verotuskäytäntömme suosii nimenomaan yksityisesti omistettuja yhtiöitä. Yhtiön listautuessa osingon verotus omistajalle koveenee huomattavasti. (NASDAQ OMX 2014, 10-11) Vastaavasti pörssikauppa on vapautettu varainsiirtoverosta. Verotuksen muutoksiin on tämän opinnäytetyön kirjoitushetkellä maamme hallitus asettanut työryhmän selvittämään muutosvaihtoehtoja, jotka tasapuolistaisivat verokohtelua eri sijoitusmuotojen välillä.

2.8 listautumisen järjestäminen ja prosessin kulku

Listautumisanti on listautuvalle yritykselle usein merkittävä virstanpylväs ja sen laajimpia projekteja. Prosessi itsessään kulkee samaa kaavaa, oli kyseessä sitten puhdas rahoituksen keruu tai pääomasijoittajien "exit"-yhtiöstä (Geddes 2003, 45). Listautumisanti sisältää myös useita erityispiirteitä, joita yrityksen seuraavat mahdolliset annit eivät sisällä.

Listautumisantiprosessi kestää useimmissa tapauksissa keskimäärin 6-9 kuukautta. Tämän prosessin kesto riippuu huomattavan paljon yrityksen valmiustilasta ja kuinka lähellä julkisen yhtiön vaatimuksia sen kirjanpito on aiemmin ollut. Aiempien vuosien talouslukuja voi olla myös tarve muokata takautuvasti, mikäli yritys on esimerkiksi kasvattanut toimintaansa yritysostoin. (Espinasse 2011, 70-72)

Kun annin pääjärjestäjä on valittu, aloittaa tämä välittömästi due diligence-prosessin, jossa selvitetään yrityksen taloudellinen tila ja raportointi. Lisäksi pääjärjestäjä laatii SEC:lle (*Securities and Exchange Commission*) rekisteröinti asiakirjan, josta tehdään alustava listautumisesite. Tämän alustavan esitteen avulla pääjärjestäjä voi aloittaa jo annin markkinoinnin ja ”road show” kiertueen. Listautumista edeltävänä iltana markkinoiden sulkeuduttua pääjärjestäjä ja listautuva yhtiö päättävät lopullisen antihinnan sekä osakkeiden määrän. Tämän jälkeen laaditaan lopullinen antiesite ja kaupankäynti yhtiön osakkeilla alkaa seuraavana päivänä. Pääjärjestäjä tiedottaa annin lopullisesta hinnasta ja merkintämäärästä. (Ellis, Michaely & O’Hara 1999, 8-10)

Markkinoinnin aikana pääjärjestäjä voi myös havaita, että kyseiselle listautumisannille on kova kysyntä. Tässä vaiheessa pääjärjestäjä ehtii vielä muuttaa annin hinnoitteluväliä. Esimerkiksi Microsoftin listautumisessa alustava vaihteluväli SEC:lle jätetyssä asiakirjassa oli 16-19 dollaria. Listautumisannin lopullinen toteutumishinta osakkeelle oli 21 dollaria ja samassa yhteydessä nostettiin merkittävästi myös merkittävien osakkeiden määrää. (Hanley 1993, 231-232)

Tämän jälkeen pääjärjestäjän tehtäväksi jää osakkeen hinnan vakauttaminen sekä päättäminen mahdollisen lisäoption käyttämisestä. Tyypillisesti pääjärjestäjällä on 30 päivää aikaa päättää tästä. Kun listautumisesta on kulunut 25 päivää, päättyy SEC:n määrittämä hiljainen jakso (*Quiet period*) ja pääjärjestäjä voi kommentoida antihintaa ja antaa tulostenusteita listautuneelle yhtiölle. (Ellis ym. 1999, 8-10)

2.9 Listautumisprosessi Helsingin Pörssissä

Listautumisprosessi Helsingin pörssissä seuraa pääpiirteittäin aiemmassa luvussa mainittua kaavaa. Aiemman luvun prosessikuvaus on laadittu Yhdysvaltojen markkinoille, joten tästä syystä luonnollisesti omaan pörssiimme liittyy maakohtaisia eroavaisuuksia.

Ensimmäinen muutos yhtiölle on siirtyminen IFRS-raportointiin kirjanpidossa ja yhtiömuodon muuttaminen osakeyhtiöstä julkiseksi osakeyhtiöksi (oyj). Helsingin pörssin osalta val-

vovana viranomaisena toimii Finanssivalvonta, joka lopullisesti hyväksyy listalle otto-esityksen sekä listautumisannin ehdot. Helsingin pörssillä on myös erillinen listautumiskomitea, jolle listautuva yritys jättää hakemuksen yhtiön osakkeiden listaamisesta pörssissä. (Pörssisäätiö 2016, 10-11)

Listauskomiteassa on kuusi jäsentä, jotka pörssin hallitus nimittää. Listauskomiteaprosessi on kaksi vaiheinen, ensimmäisessä vaiheessa on vuorossa yhtiöesittely ja toisessa vaiheessa itse hakemuksen käsittely. Listauskomitea kokoontuu kuukausittain tai tarvittaessa useamminkin. (Pörssisäätiö 2016, 10)

Helsingin pörssin yksi listalle otto-kriteeri on yleisön hallussa vapaasti vaihdettavissa olevien osakkeiden määrä. Tästä määrästä puhutaan myös termillä ”free float”. Tämä määrä on vähintään 25 prosenttia yhtiön osakkeista listautumisen jälkeen. Listautuvan yhtiön hallituksen tulee myös antaa vakuutus siitä, että yhtiön käyttöpääoma riittää antia seuraavat 12 kuukautta yhtiön toiminnan pyörittämiseen. (Pörssisäätiö 2016, 14)

3 Alihinnoittelun teorit ja syyt

Listautumisannit ovat olleet yleinen tutkimuskohde erityisesti 70-luvulta eteenpäin. Ensimmäinen tutkimus listautumisantien alihinnoittelusta on SEC:n tekemä vuodelta 1963. Roger Ibbotson tutki 1975 havaintojaan listautumisantien epänormaaleista tuotoista ensimmäisinä päivinä. (Ibbotson 1975, 235-237) Näiden tutkimusten pohjalta on syntynyt laaja-alaista tutkimusta antien alihinnoittelun syistä.

Kun pohditaan listautumisanterea, täytyy asiaan merkittävästi vaikuttavana seikkana huomioida Faman tutkimus markkinoiden tehokkuudesta. Tehokkailla markkinoilla kaikki saatavilla oleva tieto heijastuu osakkeiden hintoihin. (Fama 1970, 383-384) Tästä syystä sen tulisi heijastua myös listautumishintaan ja listautumisen tulisi toteutua ilman alihinnoittelua. Todellisuudessa markkinat eivät ole kuitenkaan täysin tehokkaita ja syntyä erilaisia anomaliaita.

Anomalia tarkoittaa poikkeusta säännöstä tai mallista. Rahoitusmaailmassa anomalia tarkoittaa poikkeusta markkinatehokkuuteen, joka jatkuu pidemmän ajan. (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002, 86) Listautumisanterehin liittyvistä anomaliaista tunnetuin on välitön lyhytaikainen tuotto (*Initial return*), jonka oletetaan olevan keskimäärin 10-15 prosenttia. Edellä mainitun lisäksi listautumisanterehin liittyy myös kaksi muuta hyvin tunnettua anomaliaa; kiertokulku antien koossa ja sen vaikutus välittömiin tuottoihin sekä pitkäaikainen alisuoriutuminen listautuneilla osakkeilla. (Ibbotson, Sindelar & Ritter 1994, 66-67)

Yhdysvaltalainen Jay Ritter on tutkinut laajalti listautumisanterea erityisesti Yhdysvalloissa ja julkaissut paljon tilastoja tähän liittyen. Ritter on yhdessä Tim Loughranin kanssa havainnut, että Yhdysvalloissa listautumisantien keskimääräinen alihinnoittelu on vaihdellut vuosikymmenien mukaan 80-luvun seitsemästä prosentista IT-kuplan jälkeiseen 12 prosenttiin. IT-buumin ollessa korkeimmillaan oli listautumisantien alihinnoittelu keskimäärin 71 prosenttia. Tässä markkinatilanteessa Yhdysvaltojen pörssi saikin kyseisenä vuonna 1999 lähes 500 uutta yritystä. (Knüpfer & Puttonen 2014, 38)

Ritterin tutkimuksien mukaan Yhdysvalloissa tapahtuneissa listautumisissa alihinnoittelu on ollut vuosien 1960 ja 2017 välillä keskimäärin 16,8 prosenttia ja tämä data on kerätty yhteensä yli 13 tuhannesta listautumisesta. (Ritter 2018, 25) Alla olevasta taulukosta (Taulukko 3) nähdään hyvin keskimääräiset alihinnoittelun määrät eri markkinoilla useampien vuosien keskiarvoista.

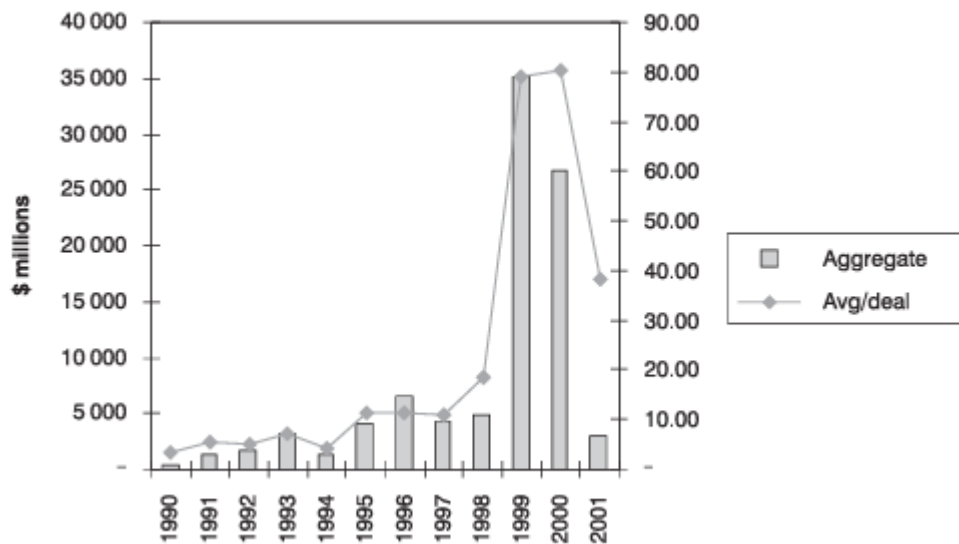
Maa	yriytysten määrä	Aikaväli	Alihinnoittelu
Australia	1 562	1976-2011	21,80 %
Belgia	114	1984-2006	13,50 %
Brasilia	275	1979-2011	33,10 %
Tanska	164	1984-2011	7,40 %
Suomi	168	1971-2013	16,90 %
Ranska	697	1983-2010	10,50 %
Saksa	736	1978-2011	24,20 %
Kreikka	373	1976-2013	50,80 %
Kiina	2 512	1990-2013	118,40 %
Hong Kong	1 486	1980-2013	15,80 %
Intia	2 964	1980-2013	88,50 %
Norja	209	1984-2013	8,10 %
Ruotsi	374	1980-2011	27,20 %
Iso-Britannia	4 932	1959-2012	16,00 %
Yhdysvallat	12 702	1960-2014	16,90 %

Taulukko 3. Listautumisantien keskimääräinen alihinnoittelu maittain. (Loughran, Ritter & Rydqvist 2015)

Helsingin pörssissä listautumisten alihinnoittelun pitkän ajan keskiarvo vuodesta 1971 vuoteen 2013 on 16,9 prosenttia. Tämä keskiarvo on saatu kyseisellä aikavälillä tapahtuneista 168 listautumisesta. (Ritter 2018) Keloharjun tutkimuksissa (1989) vuosien 1984-1989 välillä alihinnoittelu oli keskimäärin 8,7 prosenttia. Tuoreemmassa tutkimuksessa listautumisantien välitön tuotto oli keskimäärin 15,6 prosenttia vuosien 1994-2006 välillä. (Hahl, Vähämaa & Äijö 2013, 17) Helsingin pörssin alihinnoittelu on siis hyvin lähellä huomattavasti suuremman Yhdysvaltojen markkinan pitkän ajan keskiarvoa. Länsinaapurimme Ruotsin pörssissä alihinnoittelu on ollut yli 27 prosenttia pitkällä aikavälillä.

3.1 Alihinnoittelun kustannus

Kuten jo luvussa kolme käsiteltiin, listautumisasiin liittyy aina suoria kuluja listautuvalle yritykselle. Listautumisannin alihinnoittelua voidaan pitää listautuvalle yritykselle epäsuorana kuluna, sillä yrityksen saamat pääomat ovat alihinnoittelun verran pienemmät. (Geddes 2003, 27) Jay Ritter on tutkinut tätä ”pöydälle jäävää rahaa” (*money left on the table*) pidemmällä ajanjaksolla Yhdysvaltalaisissa listautumisissa. Kuten alla olevasta kuviosta (Kuvio 1) nähdään, tämä pöydälle jäävä raha, jonka sijoittavat keräävät on ollut huomattavan suuri.



Kuvio 1. Listautumisantien "money left on the table". (Ritter 1987)

Kun huomioidaan listautumisanteihin liittyvät suorat ja epäsuorat kustannukset, on antien kokonaiskustannus ollut jopa yli 30 prosenttia antihinnasta. (Ritter 1987, 280) Listautuvalta yritykseltä tai osakkeita myyvältä omistajalta jää siis merkittävä osa rahasta saamatta ja se siirtyy sijoittajille ja annin järjestäville tahoille.

3.2 Kuumat markkinat

Kuumilla markkinoilla (*hot issue market*) tarkoitetaan sitä ajanjaksoa, kun markkinahinnat ovat nousussa keskimääräistä enemmän listautumispäivää seuraavana kuukautena. Vastavasti kuumien markkinoiden vastakohta on kylmät markkinat. Tätä ilmiötä ovat tutkineet esimerkiksi Ibbotson ja Jaffe (1975). Heidän tutkimuksensa mukaan markkinat kulkevat sykleissä ja sijoittajat saattavat jäädä odottamaan kuumia markkinoita suuremman alihinnoittelun toivossa (Ibbotson & Jaffe 1975, 1030-1038).

Kuumien markkinoiden teoria perustuu juuri edellä mainittuihin sykleihin, joissa kuumien markkinoiden aikana listautumisanteja on keskimääräistä enemmän ja alihinnoittelu on keskimääräistä voimakkaampaa. Ibbotson ja Jaffe havaitsivat tutkimuksissaan keskimääräisen alihinnoittelun olevan 16,83 prosenttia. (Ibbotson & Jaffe 1975, 1037-41) Heidän tutkimuksensa mukaan listautumisannin järjestäminen kylmän markkinan aikana olisi kannattavampaa, sillä silloin alihinnoittelun määrä on todennäköisesti pienempi.

Jatkotutkimusta kuumien markkinoiden listautumisiin on tehty myös edellä mainitun kirjallisuuden jälkeen. Ljungqvist, Nanda ja Singh (2006) totesivat tutkimuksessaan, että kuumassa markkinassa listautuvat yhtiöt alisuoriutuvat sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä.

He myös havaitsivat, että listautujalle annin arvo on suurimmillaan, kun pääjärjestäjä allokoiki suuren osan osakkeista instituutionaalisille sijoittajille, jotka sitten myyvät osakkeet pidemmän ajan kuluessa eteenpäin. (Ljungqvist, Nanda & Singh 2006, 1669-1672)

3.3 Epäsymmetrisen informaation teoria

Epäsymmetrisen informaation teoria (*Asymmetric information theory*) on yksi yleisimmistä teorioista, joilla listautumisannin alihinnoittelua selitetään. Tällä teoriolla tarkoitetaan sitä, että listautumisannin osapuolet eivät ole samalla tasolla informaation puolesta vaan jollakin on muihin nähden enemmän informaatiota. Listautumisannin osapuolilla tässä tarkoitetaan listautuvaa yritystä (*issuer*), pääjärjestäjää (*underwriter*) ja sijoittajia (*investors*). (Libboston 1975, 262)

Baronin ja Holmströmin tutkimuksen mukaan listautumisannin järjestäjällä on usein parempi tieto markkinoiden tilanteesta ja kysynnästä. Tästä syystä listautuja antaa useimmiten pääjärjestäjälle vapauden hinnoitella anti mielensä mukaan. (Baron & Holmström 1980, 1115-1116) Listautumisannin järjestävän investointipankin kannalta alihinnoittelu on edullisempaa, sillä he varmistavat sijoittajien kysynnän osakkeille. Lisäksi tällä keinolla sijoittajille jää hyvä maku järjestäjästä, joka mahdollisesti ruokkii samoja sijoittajia osallistumaan myöhempään antoihin samalta järjestäjältä. (Libboston 1975, 264) Lisäksi annin järjestäjän kulut jäävät pienemmiksi ja he saavat palveltua omia sijoittaja-asiakkaitaan paremmin, koska näille syntyy välitöntä tuottoa. (Ljungqvist ym. 2006, 1115-1117; Rock 1986, 188)

Baron on tutkinut epäsymmetriseen informaatioon perustuvia malleja lisää myös edellä mainitun tutkimuksen jälkeen. Hän on tullut johtopäätökseen, että mikäli sekä listautuva yritys että pääjärjestäjä olisivat tiedon suhteen tasavertaisia, listautuva yritys tarvitsisi pääjärjestäjää vain osakkeen jakeluun. Mikäli pääjärjestäjä taas on paremmin informoitu, joutuu listautuva yhtiö antamaan pääjärjestäjälle suuremmat vapaudet pystymättä valvomaan pääjärjestäjän todellisia ponnisteluja osakkeiden jakeluun liittyen. (Baron 1982, 974-975)

Tunnetuimpia epäsymmetrisen informaation teorioita on Rockin (1986) voittajan kirousmalli (*winner's curse*). Rockin mallissa sijoittajista osa on informoituja ja osa ei-informoituja. Informoidut sijoittajat osallistuvat vain alihinnoiteltuihin antoihin ja ei-informoidut sijoittajat kaikkiin antoihin. Tällöin voidaan päätyä tilanteeseen, jossa ei-informoitu sijoittaja saa suuren osan osakkeista ylihinoitelluissa antoissa, mutta vain pienen osan alihinnoitelluissa antoissa ja tämän seurauksena poistuu markkinoilta jäädessään tappiolle. Tämä

tilanne on niin sanottu voittajan kirous. Tästä syystä listautumisannit ovat säännönmukaisesti alihinnoiteltuja, jotta myös ei-informoidut sijoittajat pysyvät markkinoilla ja osallistuvat niihin, sillä informoidut sijoittajat eivät riitä kattamaan koko markkinaa. (Rock 1986, 205-207)

Tutkimuksissa on havaittu Voittajan kirouksen toteutuvan myös Helsingin pörssissä selvästi. Keloharjun tutkimuksessa vuosilta 1984-1989 Rockin malli toteutui, eli ei-informoidut sijoittajat saivat suurimman osan osakkeista aneissa, joissa alihinnoittelua ei tapahtunut ja pienen osan alihinnoitelluissa aneissa. Hän myös havaitsi, että piensijoittajat saivat usein positiivisia välittömiä tuottoja osakeanneista. (Keloharju 1993, 262-264)

Voittajan kirous-mallia on tutkittu myös Lontoon pörssissä, jossa listautumisprosessi on erilainen verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltoihin. Suurin ero on listautumisen hinnoittelussa, jossa kiinteä hinta asetetaan julkisesti jo hyvissä ajoin ennen listautumista eikä pääjärjestäjä voi sitä enää muuttaa kysynnän mukaan. Tutkimuksen mukaan ylimerkityissä aneissa saatu pienempi osuus riitti juuri kattamaan alimerkityissä ja ylihinnoitelluissa aneissa syntyneet tappiot ei-informoidulle sijoittajalle. (Levis 1990, 85-88).

3.4 Signalointi-malli ja osittainen hienosäätö-ilmiö

Signalointi-malli (*Signalling hypothesis*) pohjautuu myös epäsymmetriseen informaatioon, mutta tässä tapauksessa täysin eri lähtökohdista. Signalointi-mallissa listautuva yritys pyrkii viestittämään (*signal*) omaa laatuaan markkinoille tarjoamalla osakkeita alihintaan. (Welch 1989, 422; Allen & Faulhaber 1989, 319) Ensimmäisessä annissa sijoittajille tarjotaan osaketta alihintaan kompensoimaan heidän vajavaista tietoa yhtiöstä.

Allenin ja Faulhaberin esittelemässä mallissa (1989) alihinnoittelua tapahtuu tietyin ajanjaksoin tietyillä toimialoilla. Heidän mallissaan laadukkailla yhtiöillä on mahdollisuus alihinnoitteluun listautumisannin yhteydessä ja sen kompensoimiseen myöhemmin toisilla aneilla. Huonompilaatuisilla yhtiöillä ei tähän ole mahdollisuutta. Welchin jatkotutkimus samasta mallista tukee tätä teoriaa (Welch 1989, 444-445). Tässä tutkimuksessa hän havaitsi, että laadukkaat yhtiöt järjestävät listautumisannin jälkeen lisää osakeanteja juuri ylimainituista syistä. Signalointi-mallissa alihinnoittelu on nimenomaan listautuvan yhtiön valitsema keino, toisin kuin Rockin voittajan kirous mallissa, jossa yhtiöt alihinnoittelevat vastentahtoisesti saadakseen riittävän määrän sijoittajia osallistumaan antiin. (welch 1989, 422)

Grinblatt ja Hwang lisäsivät samaan malliin kaksi muuttuvaa parametriä. Heidän mallissaan pelkästään listautujan signalointi alihinnoittelemalla ei ole riittävästi. Epäsymmetrisen informaation lisäksi toinen parametri on tietty projekti, (esimerkiksi aiemmin mainittu sijoitustarina) jota varten yritys listautuu ja kerää rahoitusta. (Grinblatt & Hwang 1989, 411-414)

Listautumisantien osittaisella hienosäädöllä (*partial adjustment phenomenon*) tarkoitetaan tilannetta, jossa alustavan rekisteröintiasiakirjan jättämisen jälkeen pääjärjestäjä havaitsee huomattavaa kysyntää listautumisannille (kuten luvun 2.8 esimerkkitapauksessa). Tutkimuksen mukaan niissä listautumisanneissa, joissa osakkeen hintaa nostetaan alustavan haarukan yläpuolelle positiivisen kysynnän johdosta, on enemmän alihinnoittelua. Vuosien 1983 ja 1987 välillä tämä alihinnoittelu oli 20,7 prosenttia. Vastaavasti alihinnoittelu niissä listautumisanneissa, joissa hintaa laskettiin alustavan haarukan alapuolelle, oli alihinnoittelu vain 0,6 prosenttia. Samalla ajanjaksolla alustavaan hinta haarukkaan toteutuneet annit oli alihinnoiteltu keskimäärin 10 prosenttia. (Hanley 1993, 232-234)

3.5 Omistuksen hajauttamisen malli

Omistuksen hajauttamisen mallissa listautuva yritys ja pääjärjestäjä alihinnoittelevat listautumisen saadakseen mahdollisimman laajan omistajapohjan. Luomalla ylimerkintä tilanteen on yrityksen ja järjestäjän helpompi vaikuttaa tulevaan omistajapohjaan. Ylimerkintä annissa järjestäjä allokoisi kullekin sijoittajalle mahdollisimman pienen osuuden annista varmistaakseen laajan omistajapohja. Laajalla omistus pohjalla yritys tavoittelee mahdollisimman likvidejä jälkimarkkinoita osakkeilleen, mikä puolestaan innostaisi entistä suuremman joukon sijoittajia osallistumaan listautumisasiin. (Booth & Chua 1995, 308-310)

Pörssin säännöissä on usein asetettu raja-arvo vapaiden osakkeiden määrällä tarkoittaen, että tietty osa yrityksen osakkeista tulee olla omistajilla, jotka myös käyvät kauppaa niillä. Toimivat ja likvidit jälkimarkkinat ovat monille sijoittajille tärkeä sijoitusperuste, joten tästä syystä yrityksen on syytä pitää huoli omistuksen riittävästä hajautuksesta.

3.6 Oikeusturvavakuutus-malli

Oikeusturva-mallin (*The insurance hypothesis*) mukaan sekä listautuva yhtiö että pääjärjestäjä alihinnoittelevat annin omana oikeusturvanaan, välttääkseen mahdolliset oikeuskanteet, mikäli listautuneen osakkeen kurssi laskisi välittömästi kaupankäynnin alettua. (ibbotson 1975, 263-264)

Oikeusturva-mallia on tarkemmin tutkinut Tinic (1989). Hän havaitsi tutkimuksessaan, että vuonna 1933 säädetty Securities Act-laki, jossa säädettiin nimenomaan listautumisanneista, muutti suurten investointipankkien toimintaa. Tämän jälkeen suuret ja hyvämaineiset pankit ovat jättäneet pienet ja kovin spekulatiiviset annit kokonaan järjestämättä ja ne ovat siirtyneet pienemmille toimijoille. Tinic myös havaitsi, että edellä mainitun lain säätämisen jälkeen alihinnoittelu on lisääntynyt erityisesti suurilla ja hyvämaineisilla investointipankeilla. (Tinic 1989, 818-820).

Helsingin pörssissä ei ole havaittu, että oikeuteen haastamisen välttelyllä olisi vaikutusta listautumishinnoitteluun. Suomen lainsäädännössä vain listautuvan yhtiön hallituksella on vastuu antiesitteen tiedoista (ja tilintarkastajilla oman raporttinsa osalta). Suomen lainsäädännössä listautumisannin pääjärjestäjällä tai yhtiön neuvonantajilla ei ole vastuuta listautumisen yhteydessä julkaistuista tiedoista. Myöskin Suomessa todistamisen taakka on haasteen jättäjällä. (Keloharju 1993, 265-266).

4 Listautumisantien hinnoittelu Helsingin pörssissä

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on tutkia Helsingin pörssiin ja First North markkinapaikalle listautuneiden yhtiöiden listautumisen alihinnoittelua vuosina 2013-2017. Opinnäytetyöllä pyritään selvittämään, onko listautumisannin yhteydessä suoritetulla osakemyynillä ollut vaikutusta osakeannin alihinnoitteluun. Tätä ilmiötä tutkitaan selvittämällä listautuneiden yhtiöiden osakkeiden hinnanmuutoksia listautumisen jälkeen.

Tässä tutkimuksessa huomioitiin vain julkisen listautumisannin kautta tulleet yhtiöt. Tästä syystä toisesta yhtiöstä omaksi yhtiöksi jakautuneet yhtiöt, rinnakkaislistauksen tehneet ja First North -markkinapaikalta päälistalle siirtyneet yhtiöt on rajattu ulos.

Listautumisannit luokitellaan tässä opinnäytetyössä kahteen luokkaan; puhtaisiin listautumisasihin sekä anteihin, jonka yhteydessä on suoritettu listautumismyynti. Ensin mainituissa anteissa siis kaikki merkittävät osakkeet ovat olleet uusia, eikä yksikään omistaja ole myynyt vanhoja osakkeitaan. Jälkimmäiseen luokkaan kuuluvat kaikki ne annit, joihin sisältyi pienikin listautumismyynti.

4.1 Tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät

Aineisto (liite 1) on kerätty yhtiöiden finanssivalvontaan toimittamista esitteistä sekä annin jälkeisistä lehdistötiedotteista. Esitteistä on kerätty uusien osakkeiden ja myytävien osakkeiden lukumäärät sekä alustava antihinta. Toteutunut antihinta on varmistettu aina kunkin yhtiön tiedotteista annin jälkeen. Historialliset kurssitiedot on saatu Helsingin pörssin verkkosivuilla olevalla historialliset kurssit -työkalulla. Aineisto on kerätty 22.1.2018.

Listautumisantien alihinnoittelun määrittelyssä käytettiin osakkeen tuottoa tietyllä aikavälillä. Sijoituksen tuotto muodostuu sijoituskohteen arvonmuutoksesta sekä sen tuottamista kassavirroista. Osakesijoituksessa kassavirtoja ovat osingot ja pääomanpalautukset. (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002, 22) Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia juuri lyhytaikaisia tuottoja. Yksikään tutkittavista yhtiöistä maksanut osinkoa heti listautumisen jälkeen. Tästä syystä tuoton laskentaan käytetään seuraavaa kaavaa (Kuva 1):

$$\text{Tuotto} = \frac{\text{hintamuutos}}{\text{ostohinta}} = \frac{\text{päättöshinta} - \text{aloitushinta}}{\text{aloitushinta}} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Kaava 1. Tuoton laskukaava.

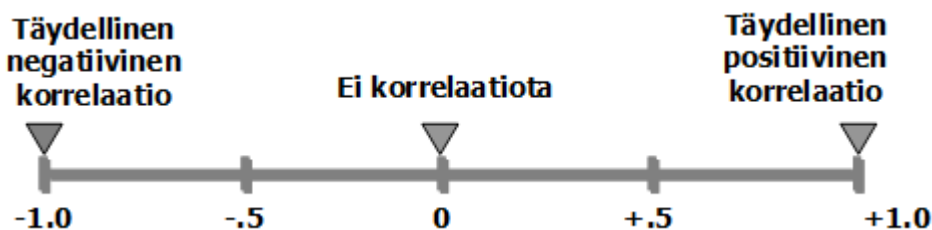
Tutkimuksessa mitataan sijoitusten tuottoa kolmella aikaperiodilla; ensimmäisen päivän-, ensimmäisen viikon- ja ensimmäisen kuukauden tuotto. Ensimmäisen päivän tuotto lasketaan yllä olevalla kaavalla siten, että aloitushinta on toteutunut listautumishinta ja päätöshinta on ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssi. Ensimmäisen viikon tuotto lasketaan samoin tavoin, mutta päätöshintana on kaupankäynnin päätöshinta 7. päivää listautumisesta. Ensimmäisen kuukauden tuotto on laskettu vastaavasti kuin ensimmäisen viikon, kuitenkin 30. päivää listautumisesta. Jos kyseinen päivä ei ollut pörssissä kaupankäyntipäivä, niin päätöshinnaksi on valittu seuraavan kaupankäyntipäivän päätöshinta.

Listautumisantien tuottojen eroja pyritään selvittämään korrelaation avulla. Tämä tehdään laskemalla ensin kullekin annille prosentuaalinen osuus myyntiosakkeille. Sen jälkeen lasketaan korrelaatiokerroin myyntiosakkeiden määrän ja kunkin mitattavan ajanjakson tuottojen välillä Pearsonin korrelaatiokerrointa hyödyntäen. (Taanila 1.2.2013)

$$r_{xy} = \frac{\text{kovarianssi}_{xy}}{s_x s_y}$$

Kaava 2. Pearsonin korrelaation kaava. (Taanila 1.2.2013)

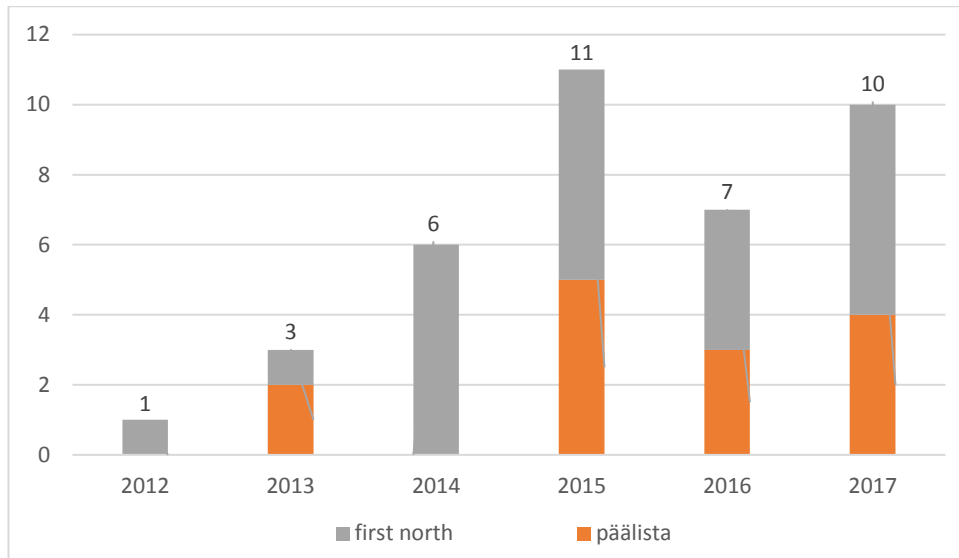
Korrelaation avulla mitataan muuttujien välistä suoraviivaista riippuvuutta. Korrelaation ollessa +1 on muuttujien välillä positiivinen korrelaatio ja sen ollessa -1 täydellinen negatiivinen korrelaatio. Tässä tutkimuksessa korrelaatio kuvaa myyntiosakkeiden lukumäärän vaikutusta annin tuottoihin. (Taanila 1.2.2013)



Kaava 3. Korrelaatio ja vaikuttavuus. (Taanila 1.1.2011)

4.2 Listautumismarkkina ja tuotot markkinapaikoittain

Tutkittavana ajanjaksona Helsingin pörssin päälisalle ja First North –markkinapaikalle listautui 38 yhtiötä listautumisannin kautta. Listautuneista yhtiöistä 14 listautui päälisalle ja 24 First North -markkinapaikalle. Kiihkeimpänä listautumisvuonna 2015 pörssi sai 11 uutta yhtiötä. Vuosina 2012 ja 2014 päälisalle ei listautunut yhtään uutta yhtiötä.



Kuvio 2. Listautumismäärät Helsingissä 2012-2017.

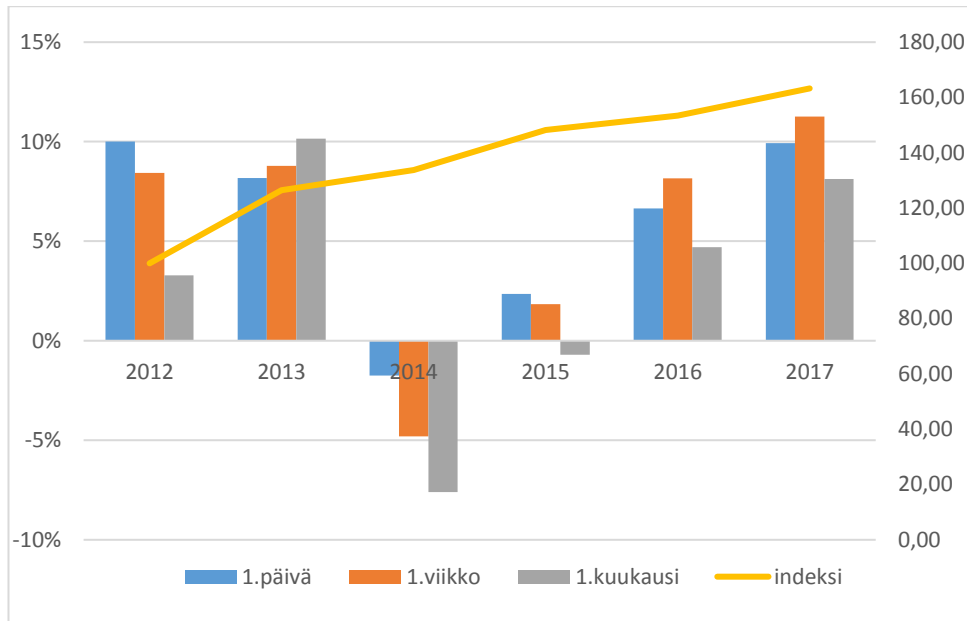
Tutkimusaikana tapahtuneista listautumisista 20 listautumisantia sisälsi uusien antiosakkeiden ohella myös osakemyynnin. Näin ollen 18 annissa kerättiin ainoastaan uutta pääomaa yhtiölle. Uuden pääoman anneista 14 toteutettiin First North -markkinapaikalle ja vain neljä päälistalle.

Annin koko	Lukumäärä
alle 10milj.€	9
10€-25milj.€	12
25milj.€-100milj.€	11
yli 100milj.€	6

Taulukko 4. Helsingin pörssin listautumisten koot.

Yhteensä 38 annilla kerättiin varoja yli 2,8 miljardia euroa. Suurin listautuminen oli Terveystalon järjestämä, jossa kerättiin yli 760 miljoonaa euroa. Keskimäärin päälistalle listautuvat yhtiöt keräsivät 175 miljoonaa euroa ja First North -markkinapaikan yhtiöt 16 miljoonaa euroa.

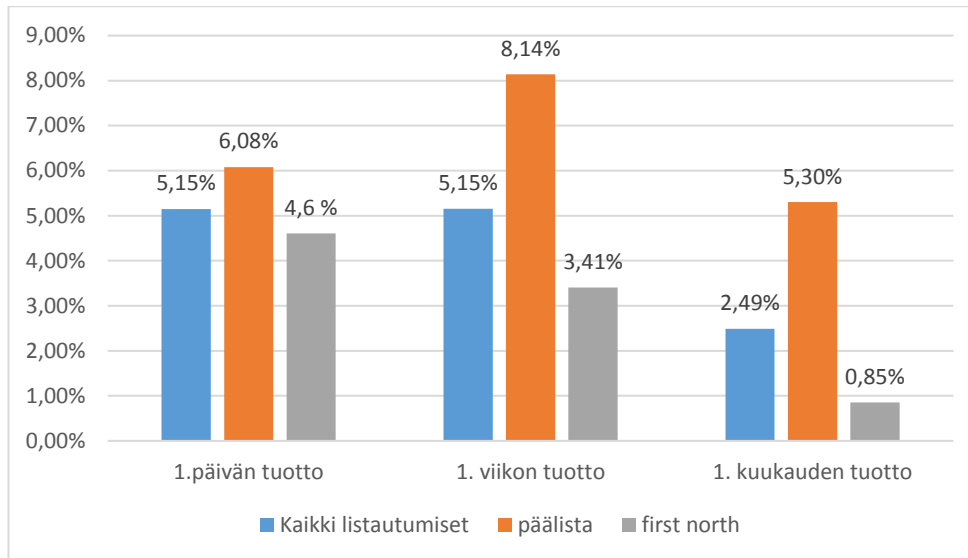
Alla olevasta kuviosta (Kuvio 3) nähdään kaikkien tutkimusaikana tapahtuneiden listautumisten keskimääräiset tuotot jaettuna vuosille. Kuvioon on otettu myös mukaan indeksi kuvaamaan pörssin yleistä kehitystä. Indeksien arvot ovat jokaisen tutkimusajan kalenterivuoden viimeinen kaupankäyntipäivä ja nämä arvot on indeksoitu lähtemään arvosta 100.



Kuvio 3. Listautumisantien tuotot vuosittain.

Kuviosta (Kuvio 3) havaitaan vuoden 2014 olleen poikkeuksellinen, sillä listautumisantien tuotto lyhyellä aikavälillä oli keskimäärin negatiivinen. Kyseisenä vuonna päälistalle ei listautunut yhtään yhtiötä. Listautuneista yhtiöistä 1. päivän tuotto oli negatiivinen kolmella yhtiöllä kuudesta. Pörssin yleisindeksin tuotto oli kuitenkin tuona vuonna positiivinen, joten negatiivinen markkina ei selitä notkahdusta. Ensimmäisen kuukauden osalta tuotto oli negatiivinen viidellä yhtiöllä kuudesta.

Koko tutkimusajalla listautumisantien ensimmäisen päivän tuotot ovat huomattavasti matalammalla tasolla kuin aiemmissa tutkimuksissa on havaittu. Koko tutkimusajalla listautumisantien ensimmäisen päivän tuotto oli keskimäärin 5,15 prosenttia. Kuviosta 4. havaitaan selkeä ero päälistan ja First North-markkinapaikan yhtiöiden välillä. Päälistan yhtiöt ovat tuottaneet paremmin kaikilla tutkimuksen aikaväleillä.



Kuvio 4. Listautumisantien tuotot markkinapaikoittain.

Huomion arvoista on myös se, että päälistalle listautuneista yhtiöistä yhdenkään annin ensimmäisen päivän tuotto ei ollut negatiivinen. Päälistan yhtiöiden ensimmäisen päivän mediaanituotto oli 5,4 prosenttia, kun vastaavasti First North-markkinapaikalla oli 3,6 prosenttia. Viikon ja kuukauden kuluttua listautumisesta ero päälistan ja First North yhtiöiden ero oli keskimäärin jo merkittävä, lähes viisi prosenttia molemmissa tapauksissa.

4.3 Epänormaalit tuotot

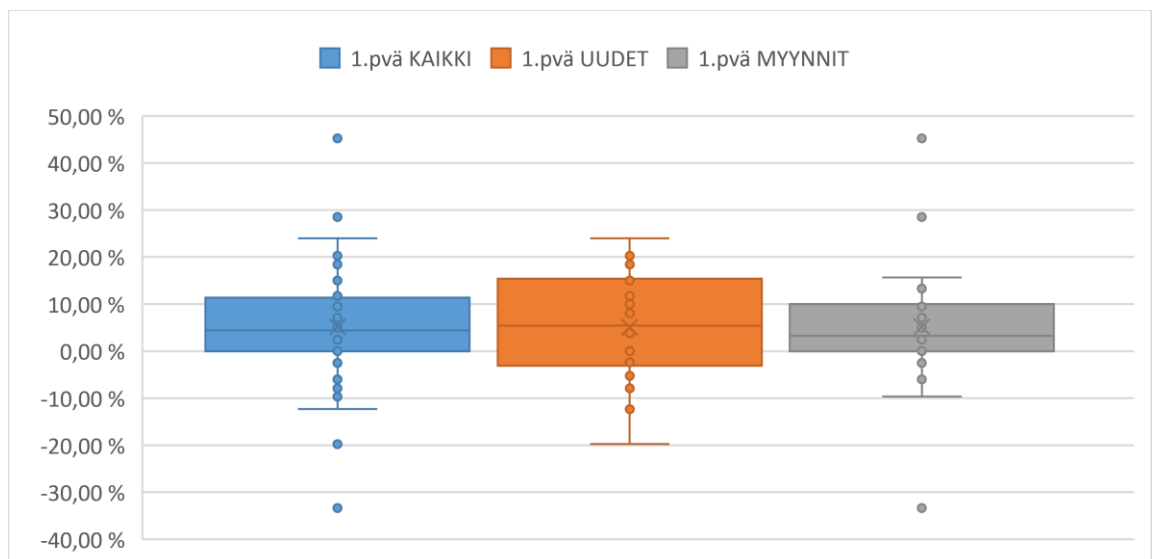
Tutkimusaikana kaikista listautumisanneista 29:ssä tapahtui alihinnoittelua ja vastaavasti yhdeksässä tapauksessa anti oli ylihinnoiteltu eli ensimmäisen päivän tuotto oli negatiivinen. Kuten aiemmin jo mainittiin, kaikki ylihinnoitellut listautumiset tapahtuivat First North-markkinapaikalle.

1.päivä	Alihinnoitellut	Ylihinnoitellut
Keskiarvo	10,2 %	-11,0 %
Keskihajonta	10,1 %	10,0 %
pienin	0,0 %	-33,3 %
alaneljännes	3,2 %	-16,0 %
mediaani	8,0 %	-7,9 %
yläneljännes	15,3 %	-3,9 %
suurin	45,2 %	-2,4 %
lukumäärä	29	9

Taulukko 5. Ali- ja ylihinnoitellut annit 2012-2017.

Alihinnoiteltujen antien ensimmäisen päivän keskimääräinen tuotto oli tutkimusaikana 10,2 prosenttia. Ylihinnoitelluissa aneissa ylihinnoittelu oli keskimäärin 11,1 prosenttia. (Taulukko 5) Antien ylihinnoittelu oli siten ilmetessään voimakkaampaa kuin alihinnoittelu. Alihinnoitelluista aneista kolmen tuotto oli viikon jälkeen negatiivinen ja vastaavasti yhden ylihinnoitellun annin tuotto oli viikon jälkeen noussut positiiviseksi.

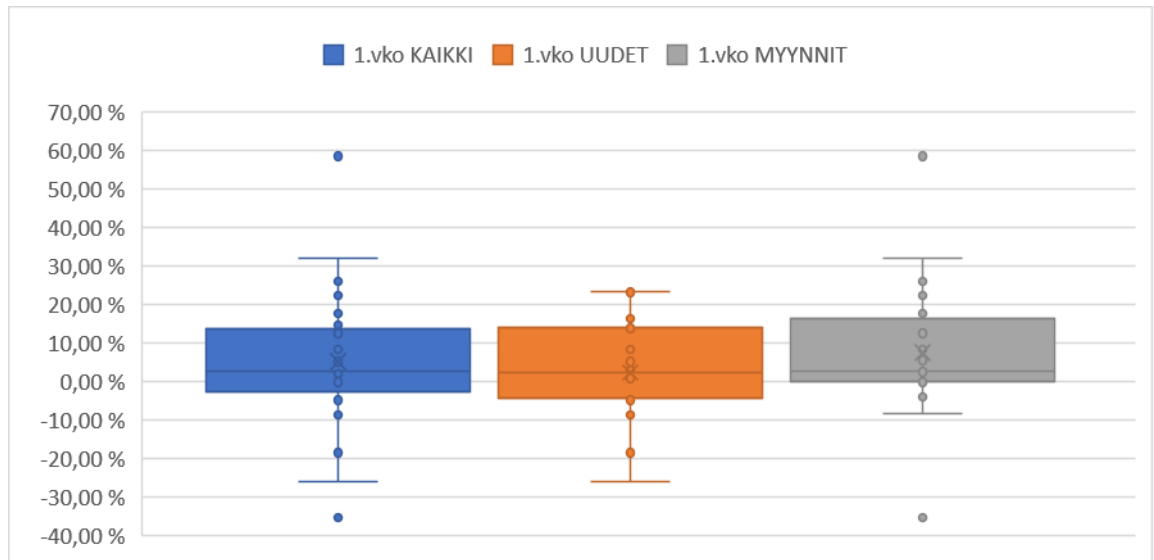
Ensimmäisen päivän keskituotoissa ei näy myöskään suuria eroja keskiarvoon, kun vertaillaan listautumismyynnin sisältäneitä anteja puhtaisiin listautumisanteihin. (Kuvio 5) Vain uusia osakkeita sisältäneiden antien keskituotto ensimmäisenä päivänä oli 5,11 prosenttia ja mediaani 5,43 prosenttia. Vastaavat luvut listautumismyyntejä sisältäneille aneille ovat 5,19 ja 3,27 prosenttia. Listautumismyynti-aneissa oli selkeästi poikkeavampia arvoja. Vain uusia osakkeita sisältäneiden antien keskihajonta oli selvästi pienempi kuin listautumismyynnit sisältävien antien (11,8% vs. 15,17%).



Kuvio 5. Ensimmäisen päivän epänormaalit tuotot.

Ero suurimman ja pienimmän ensimmäisen päivän tuoton välillä on peräti 78 prosenttia. Sekä suurin että pienin tuotto löytyi listautumismyynnin sisältäneistä aneista. Kaikkien listautumisten osalta mediaanituotto ensimmäisenä päivänä oli 4,4 prosenttia.

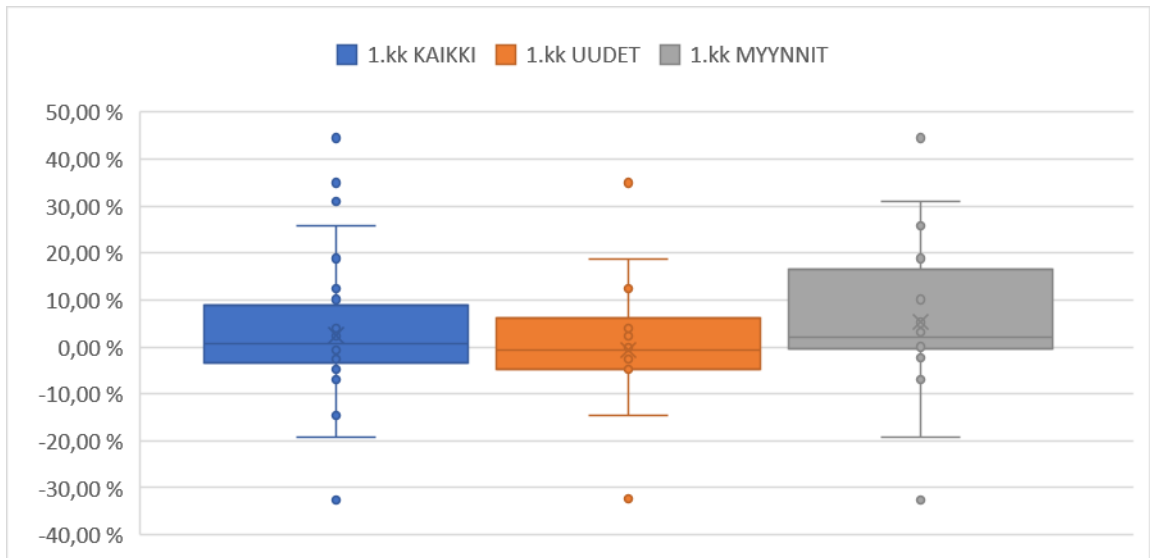
Kuten kuviosta havaitaan (Kuvio 6), ensimmäisen kaupankäyntiviikon osalta tuotot osoittavat hyvin samankaltaista kaavaa kuin ensimmäisen päivänkin osalta. Kaikkien listautumisten osalta keskiarvo on sama kuin ensimmäisen päivän jälkeen (5,15%) keskihajonnan nousussa hieman. Myyntiosakkeita sisältäneiden antien keskiarvo on viikon jälkeen hieman nousussa ensimmäiseen päivään verrattuna (7,59% vs. 5,19%).



Kuvio 6. Ensimmäisen viikon epänormaalit tuotot.

Vain uusia osakkeita sisältäneiden antien tuotto viikon jälkeen oli taas selkeämmin jo las-
kenut ensimmäisen päivän keskiarvosta, ollen 2,45 prosenttia. Tarkasteltaessa mediaania
ovat erot hyvin pieniä, myyntiosakkeita sisältäneet annit ovat hivenen paremmin suoriutu-
neet kuin muut annit. Keskihajonta on viikon kohdalla myös pienin niissä anneissa, jotka
ovat sisältäneet vain uusia osakkeita. Ero suurimman ja pienimmän tuoton välillä oli viikon
kuluttua venähtänyt jo yli 90 prosentin.

Kuukauden kuluttua kaupankäynnin alkamisesta epänormaalit tuotot ovat jo pienentyneet
selkeästi (Kuvio 7). Kaikkien listautumisantien osalta keskituotto on 2,49 prosenttia ja me-
diaani vain 0,62 prosenttia. Vain uusia osakkeita sisältäneiden antien keskituotto oli nega-
tiivinen (-0,69%). Myytäviä osakkeita sisältäneet annit ovat pärjänneet selkeästi keskimää-
räistä paremmin, sillä niiden keskimääräinen tuotto oli 5,35 prosenttia.



Kuvio 7. Ensimmäisen kuukauden epänormaalit tuotot.

Kuukauden kuluttua listautumisesta keskihajonta oli hieman kasvanut lisää verrattuna aiempiin aikaväleihin ollen 16,48 prosenttia. Ero suurimman ja pienimmän tuoton välillä oli kaventunut samalle tasolle kuin ensimmäisenä päivänä.

4.4 Mitatut korrelaatiot

Tutkimuksessa pyrittiin korrelaation avulla selvittämään myyntiosakkeiden suhteellisen osuuden vaikutusta annin hinnoitteluun. Alla olevassa taulukossa on erikseen lasketut korrelaatiot jokaiselle mitatulle tuottoaikavälille sekä kaikille listautumisanneille, että myyntiosakkeita sisältäneille listautumisille.

Myynnit 1pvä	0,11
myynnit 1vko	0,24
myynnit 1kk	0,25
kaikki 1pvä	0,05
kaikki 1vko	-0,02
kaikki 1kk	-0,05

Taulukko 6. Korrelaatiot antituottojen ja myyntiosakkeiden välillä.

Kuten taulukosta havaitaan (Taulukko 6), on korrelaatio tuottojen ja myyntiosakkeiden suhteen välillä olematon kaikilla mitatuilla väleillä. Kun vertailusta jätetään pois vain uusia osakkeita sisältäneet annit, on korrelaatiota hieman havaittavissa. Kun tutkitaan kaikkia anteja, ovat korrelaatioarvot aivan nollan tuntumassa eli minkäänlaista korrelaatiota ei ole havaittavissa.

myynnit 1pvä	-0,12
myynnit 1vko	-0,11
myynnit 1kk	-0,15
kaikki 1pvä	-0,08
kaikki 1vko	-0,02
kaikki 1kk	-0,02

Taulukko 7. Korrelaatiot antituottojen ja antien koon välillä.

Korrelaatiota ei ollut myöskään havaittavissa, kun vertailtiin listautumisantien euromääräistä kokoa antien tuottoihin (Taulukko 7). Korrelaatio on jopa vielä matalampi kuin edellä mainitussa vertailussa listautumismyyntiosakkeiden suhteeseen. Molemmissa tapauksissa merkitsevää vaikuttavuutta ei pystytä havaitsemaan.

5 Johtopäätökset

Sijoittajille listautumisannit ovat olleet jo pitkään houkutteleva kohde ja listautumismäärien kiihtyessä yhä useampi sijoittaja on kiinnostunut osallistumaan uusien yritysten listautumisanteihin. Sijoittajalle tärkein asia sijoituksessa on usein sen tuotto pitkällä aikavälillä. Tässä tutkimuksessa keskityttiin ainoastaan lyhyen aikavälin tuottoihin.

Kuten jo aiemmissakin tutkimuksissa maailmalla ja Suomessa on havaittu, että listautumisanteihin liittyy keskimäärin alihinnoittelua. Tämä ilmiö on havaittavissa myös tutkimusajankohtana Helsingin pörssissä. Alihinnoittelun määrä tutkimusaikana oli matalampi kuin aiemmissa tutkimuksissa on mitattu, kuten tämän työn taulukosta 3 voidaan havaita. Tutkimuksessa mitattu 5,15 prosentin keskimääräinen tuotto on huomattavasti matalampi kuin Hahlin ym. havaitsema 15,6 prosenttia.

Vaikka listautumisten määrä on selkeästi nousussa talouskriisivuosien jälkeen, ei sen vaikutus ole yltänyt listautumisanteiden alihinnoitteluun toisin kuin IT-buumin aikaisissa listautumisissa. Tutkimusajan vilkkain listautumisvuosi oli 2015 jolloin 11 yritystä tuli pörssiin, ja tältä vuodelta keskimääräinen tuotto oli toiseksi matalin koko aikavälillä. Vuodesta 2015 listautumisanteiden alihinnoittelu on vuosi vuodelta hieman lisääntynyt.

Lyhyen aikavälin tuotot jäivät tutkimusaikana selkeästi pörssin keskimääräisistä vuotuisista tuotoista, joten lyhytaikainen sijoittaminen listautumisanteihin ei olisi ollut kannattavaa riskit huomioiden. Varsinkin jos huomioitaisiin vielä yksittäiselle sijoittajalle tuotosta koituvat verot sekä sijoituksen myynnistä seuraavat kaupankäyntikulut.

Tutkimuksen perusteella voidaan havaita, että keskimäärin päälistan listautumisannit ovat olleet lyhyellä aikavälillä enemmän alihinnoiteltuja kuin First North –markkinapaikan. Yksittäiselle sijoittajalle suurin tuotto olisi kertynyt keskimäärin osallistumalla vain päälistalle listautuneen yhtiön antiin. Listautumisannin jälkeen sijoittajalle suurin tuotto lyhyellä aikavälillä olisi syntynyt viikon kohdalla listautumisesta, jolloin päälistan yhtiöiden keskimääräinen tuotto oli 8,16 prosenttia.

Yksi syy lyhytaikaisten tuottojen keskimääräiseen mataluuteen ovat mahdollisesti First North Finland –markkinapaikalle listautuneet yhtiöt. Näiden selvästi pienempien yhtiöiden tuotot olivat keskimäärin matalammat kuin päälistan yhtiöillä, ja siten niiden mukana olo

laskee keskiarvoa. First North Finland-markkinapaikalle listautuneiden yhtiöiden annit olivat myös useammin ylihinnoiteltuja. Eli ensimmäisen päivän tuotto oli sijoittajalle negatiivinen.

Empiirisen tutkimuksen perusteella listautumisannin yhteydessä suoritettulla listautumismyynnillä ei ole ollut vaikutusta alihinnoitteluun yhdelläkään tutkittavista ajanjaksoista. Korrelaatiota tuottojen ja listautumismyyntiosakkeiden välillä ei havaittu. Tämä ilmiö toistui kaikilla mitatuilla ajanjaksoilla. Sijoittaja ei siis voi tehdä ennustuksia annin alihinnoittelusta perustuen vain listautumismyynnin kokoon.

Myöskään listautumisannin koolla ei ole ollut säännönmukaista vaikutusta listautumisan tien alihinnoitteluun. Korrelaatiota listautumisannin koon ja listautumisannin lyhyen aikavälin tuottojen välillä ei siis havaittu. Tutkimuksen perusteella havaittiin, että alihinnoittelu oli päälistan yhteydessä keskimäärin hieman korkeampaa. Päälistan antien keskikoko oli huomattavasti suurempi kuin First North Finlandin.

6 Pohdinta

Opinnäytetyön tarkoituksena oli tarkastella Helsingin pörssin listautumisanteja vuosina 2013-2017 ja tutkia niihin liittyvää alihinnoittelua. Opinnäytetyö pyrki selvittämään, onko listautumisannin yhteydessä suoritetulla listautumismyynnillä ollut säännönmukaista vaikutusta annin alihinnoitteluun eli lyhyen aikavälin epänormaaliin tuottoon. Lisäksi pyrittiin selvittämään sama vaikutus vertailtaessa listautumisannin kokoa sen lyhyen aikavälin tuottoihin.

Opinnäytetyön tutkimusmateriaali kerättiin NASDAQ OMX:n historialliset kurssitiedot –sivulta. Listautumisantien tiedot kerättiin kunkin yhtiön antiesitteestä sekä annin jälkeisestä pörssitiedotteesta. Koska tiedot on kerätty manuaalisesti excel-taulukkoon ja kaikki laskut johdettu siitä, on inhimillisen virheen mahdollisuus olemassa tarkkuudesta huolimatta.

Suoritettu kokonaistutkimus todentaa jo aiemmin havaitun ilmiön alihinnoittelusta, mutta yhteyttä alihinnoittelun ja listautumismyynnin välillä ei löytynyt. Tutkimuksen aikaväli oli verrattain lyhyt ja otosmäärä melko suppea johtuen vähäisistä listautumisista. Pidemmillä ajanjaksolla ja suuremmalla otosmäärällä antien keskituotto todennäköisesti tasoittuisi, kuin yksittäisten suurten antien vaikutus ei olisi niin suuri.

Jatkotutkimus samasta aiheesta voisi käsittää esimerkiksi pidemmän ajanjakson, jolloin saadaan kattavampi otos listautumisanneista. Vastaavaa tutkimusta voisi myös laajentaa esimerkiksi Tukholman pörssiin, jolloin otoskoko on huomattavasti suurempi kuin Helsingin pörssissä.

Opinnäytetyö oli prosessina hyvin opettavainen. Valitsin aiheen puhtaasti omasta mielenkiinnosta, sillä listautumisannit ovat olleet aina henkilökohtainen mielenkiinnon kohde. Viitekehystä laatiessa sainkin kasvatettua omaa ymmärrystäni aiheeseen liittyen huomattavasti. Viitekehyksessä haasteita aiheutti lähteiden löytäminen, sillä valtaosa alan kirjallisuudesta on julkaistu vain Englanniksi ja erityisissä koontijulkaisussa, kuten Journal of Economics tai Journal of Financial Economics esimerkiksi.

Lähteet

Allen, F. & Faulhaber, G.R. 1988. Signaling by underpricing in the ipo market. *Journal of Financial Economics* 23. S. 303-323.

Barnes, E. 2006. Getting IPO pricing right: vive la France?, *Initial Public Offerings An International Perspective*. Butterworth-Heinemann //Oxford. S. 177-185

Baron, D.P. 1982. A model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance* 37, No. 4. S.955-976.

Baron, D.P. & Holmström, B. 1980. The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem. *The Journal of Finance* 35, No. 5. S. 1115-1138

Booth, J.R. & Chua, L. 1995. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics* 41. S. 291-310.

Fama, E.F. 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance* 25. S. 383-417.

Ellis, K., Michaely, R. & O'Hara, M. 1999. When the underwriter is the market maker: an examination of trading in the IPO aftermarket. *Journal of Finance*. S.1-54.

Geddes, R. 2003. *IPOs and Equity Offerings*. Butterworth-Heinemann, Oxford.

Grinblatt, M. & Hwang, C.Y. 1989. Signalling and the pricing of new issues. *The Journal of Finance* 44. S. 393-420.

Hahl, T., Vähämaa, S. & Äijö, J. 2013. Value versus growth in IPOs: New evidence from Finland. *Research in International Business and Finance* 31. S. 17-31.

Hanley, K.W. 1993. The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics* 34. S. 231-250.

Helminen, S. 3.6.2014. Vaihtoehtoinen markkinapaikka osakkeiden ja joukkolainojen listaukseen – miten eroaa pörssilistauksesta? *Finanssivalvonta. Seminaari esitys Sijoitus-Invest*. Helsinki.

- Ibbotson, R.G. 1975. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics* 2. S. 235-272.
- Ibbotson, R.G. & Jaffe, J.F. 1975. "Hot Issue" Markets, *The Journal of Finance* 30, No. 4 S.1027-1042.
- Ibbotson, R.G., Sindelar, J.L. & Ritter, J.R. 1994. The market's problems with the pricing of initial public offerings. *Journal of applied corporate finance* 7. S. 66-74.
- Kananen, J. 2008, Kvantti, Jyväskylän ammattikorkeakoulu.
- Keloharju, M. 1993. The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland. *Journal of Financial Economics* 34. S. 251-277.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2014. *Moderni rahoitus*. Alma Talent Oy.
- Kyläkallio, J., Iiro, O. & Kyläkallio, K. 2015. *Osakeyhtiö II*, Edita.
- Levis, M. 1990. The winner's curse problem, interest costs and the underpricing of initial public offerings. *The Economic Journal* 100. S. 76-89.
- Ljungqvist, A., Nanda, V. & Singh, R. 2006. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business* 79. S. 1667-1702.
- Loughran, T., Ritter, J.R. & Rydqvist, K. 1994. Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal* 2. S. 165-199.
- Mäkeläinen, E. 29.9.2016. Arvonmäärittäminen, osa 2: Diskontattu kassavirta. Luettavissa: <https://blog.finago.com/fi/arvonm%C3%A4%C3%A4ritysklinikka-osa-2-diskontattu-kassavirta> . Luettu 11.2.2018.
- NASDAQ OMX. 2014 .Listautumisilla kasvu-uralle. Luettavissa: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/92/92351_listautumisilla-kasvu-uralle.pdf . Luettu 31.1.2018.
- Nikkinen, J., Rothovius T. & Sahlström, P. 2002. Arvopaperisijoittaminen. WSOY

- Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. 1995. Why do companies go public? An empirical analysis. NBER Working paper series.
- Repo, E. 2017. Pörssilistaukset 2012-2016 ja miten yleisö lähti mukaan. Pörssisäätiö. S. 2-28.
- Ritter, J.R. 1987. The cost of going public. Journal of Financial Economics 19. S. 269-281.
- Ritter, J.R. 2018. Initial public offerings: Updated Statistics.
- Ritter, J.R. & Welch, I. 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. The Journal of Finance 57. S. 1795-1828.
- Taanila, A. 1.11.2011. 10 Korrelaatio ja sen merkitsevyys. Luettavissa: <https://tilas-toapu.wordpress.com/2011/11/01/10-korrelaatio-ja-sen-merkitsevyys/> Luettu 22.2.2018.
- Taanila, A. 1.2.2013. Korrelaatio – lisätietoa. Luettavissa: <https://tilas-toapu.wordpress.com/2013/02/01/korrelaatio-lisatietoa/> . Luettu 22.2.2018.
- Tinic, S.M. 1988. Anatomy of initial public offerings of common stock. The Journal of Finance 43, No 4. S. 789-822.
- Welch, I. 1989. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. The Journal of Finance 44. S. 421-449.
- Zingales, L. 1995. Insider ownership and the decision to go public. Review of Economic Studies 62. S. 425-448

Liitteet

Liite 1. Listautumisannit 2012-2017.

Nro	Lista	ANTI	osake- määrä yht	uusia	myytäviä	uusien osuus
38	first north	Siili Solutions	214000	214000	0	100,0 %
37	first north	Taaleri	1455000	1455000	0	100,0 %
36	päälista	Orava asuntorahasto	3000000	3000000	0	100,0 %
35	päälista	Restamax oyj	3600000	3600000	0	100,0 %
34	first north	Verkkokauppa.com Oyj	2425656	820000	1605656	33,8 %
33	first north	Herantis Pharma Oyj	1384070	1384070	0	100,0 %
32	first north	Cleantech Invest Oyj	6350000	6350000	0	100,0 %
31	first north	Nexstim Oyj	2412539	2 412 539	0	100,0 %
30	first north	United Bankers Oyj	300000	300000	0	100,0 %
29	first north	Nixu Oyj	1134091	1134091	0	100,0 %
28	first north	piippo	272747	272747	0	100,0 %
27	first north	detection technology	6897817	3450000	3447817	50,0 %
26	päälista	asiakastieto	11650000	150000	11500000	1,3 %
25	first north	Robit oyj	8425219	5800000	2625219	68,8 %
24	päälista	pihlajalinna	7632695	5714286	1918409	74,9 %
23	first north	talenom	2044119	2044119	0	100,0 %
22	first north	fit biotech	5418578	2811859	2606719	51,9 %
21	päälista	kotipizza	5092000	5092000	0	100,0 %
20	first north	elite varainhoito	1000000	1000000	0	100,0 %
19	päälista	evli	2100000	2100000	0	100,0 %
18	päälista	consti	4070000	70000	4000000	1,7 %
17	first north	Suomen Hoivatilat	3755000	3755000	0	100,0 %
16	päälista	lehto group	13607045	11874705	1732340	87,3 %
15	päälista	Tokmanni	23547501	14319880	9227621	60,8 %
14	first north	privanet	1160000	1160000	0	100,0 %
13	first north	vincit	2560000	1400000	1160000	54,7 %
12	first north	Heeros	1113549	967741	145808	86,9 %
11	päälista	DNA	40927650	4977650	35950000	12,2 %
10	first north	next games	4370000	4370000	0	100,0 %
9	first north	Fondia	651000	390000	261000	59,9 %
8	päälista	kamux	17251180	2852853	14398327	16,5 %
7	first north	Remedy entertainment	2300000	2300000	0	100,0 %
6	päälista	silmäasema	8199057	5099057	3100000	62,2 %
5	päälista	Rovio Entertainment	36923085	2608696	34314389	7,1 %
4	first north	Titanium	4088890	827500	3261390	20,2 %
3	päälista	Terveystalo	78092792	10281249	67811543	13,2 %
2	first north	Gofore	3378175	1610000	1768175	47,7 %
1	first north	Efecte	2062623	1035000	1027623	50,2 %

listalle	Anti-hinta	1.päivän päätös	1. päivän tuotto	1. viikon päätös	1. viikon tuotto	1. viikon tuotto laskettuna 1. päivän päätös	1.kk päätös	1.kuukauden tuotto	Annin koko m€
15.10.2012	7	7,7	10,0 %	7,59	8,4 %	-1,4 %	7,23	3,3 %	1,5
24.4.2013	10,3	12	16,5 %	12,7	23,3 %	5,8 %	13,9	35,0 %	15,0
14.10.2013	10,3	10,3	0,0 %	10,39	0,9 %	0,9 %	10,33	0,3 %	30,0
28.11.2013	4,6	4,97	8,0 %	4,7	2,2 %	-5,4 %	4,38	-4,8 %	16,6
4.4.2014	23	23,74	3,2 %	22,98	-0,1 %	-3,2 %	22,48	-2,3 %	55,8
11.6.2014	10,5	10,59	0,9 %	10	-4,8 %	-5,6 %	10	-4,8 %	14,3
12.6.2014	0,65	0,57	-12,3 %	0,53	-18,5 %	-7,0 %	0,44	-32,3 %	4,0
14.11.2014	6,35	6,2	-2,4 %	6,1	-3,9 %	-1,6 %	6,11	-3,8 %	15,3
24.11.2014	33	34,8	5,5 %	33,9	2,7 %	-2,6 %	33,76	2,3 %	9,9
5.12.2014	4,4	4,17	-5,2 %	4,21	-4,3 %	1,0 %	4,19	-4,8 %	5,0
10.3.2015	7,5	8,38	11,7 %	7,89	5,2 %	-5,8 %	7,49	-0,1 %	2,0
16.3.2015	5,2	5,07	-2,5 %	5	-3,8 %	-1,4 %	5,2	0,0 %	35,8
27.3.2015	14,75	15,24	3,3 %	15	1,7 %	-1,6 %	14,9	1,0 %	170,0
21.5.2015	5,7	6,19	8,6 %	6,06	6,3 %	-2,1 %	6,02	5,6 %	48,0
4.6.2015	10,5	11,5	9,5 %	13,87	32,1 %	20,6 %	12,48	18,9 %	79,8
11.6.2015	7,36	6,78	-7,9 %	6,72	-8,7 %	-0,9 %	6,29	-14,5 %	15,0
1.7.2015	1,56	1,04	-33,3 %	1,01	-35,3 %	-2,9 %	1,05	-32,7 %	17,3
7.7.2015	5	5,19	3,8 %	5,15	3,0 %	-0,8 %	4,93	-1,4 %	25,5
30.11.2015	5	5,27	5,4 %	4,82	-3,6 %	-8,5 %	4,87	-2,6 %	5,0
2.12.2015	6,75	8,37	24,0 %	8,32	23,3 %	-0,6 %	8,02	18,8 %	14,2
11.12.2015	9,5	9,8	3,2 %	9,5	0,0 %	-3,1 %	9,44	-0,6 %	38,0
31.3.2016	3,2	3,68	15,0 %	3,67	14,7 %	-0,3 %	3,6	12,5 %	16,8
28.4.2016	5,1	5,9	15,7 %	6,01	17,8 %	1,9 %	6,42	25,9 %	60,5
29.4.2016	6,7	6,7	0,0 %	6,73	0,4 %	0,4 %	6,75	0,7 %	181,0
15.6.2016	4,3	3,45	-19,8 %	3,18	-26,0 %	-7,8 %	2,93	-31,9 %	5,0
17.10.2016	4,2	6,1	45,2 %	6,66	58,6 %	9,2 %	6,07	44,5 %	10,8
10.11.2016	3,1	2,8	-9,7 %	2,84	-8,4 %	1,4 %	2,5	-19,4 %	3,4
30.11.2016	10,1	10,1	0,0 %	10,1	0,0 %	0,0 %	10,15	0,5 %	474,0
23.3.2017	7,9	9,5	20,3 %	9	13,9 %	-5,3 %	8,22	4,1 %	34,5
4.4.2017	7,65	9,83	28,5 %	9,65	26,1 %	-1,8 %	10,02	31,0 %	4,9
12.5.2017	7,2	7,56	5,0 %	7,3	1,4 %	-3,4 %	7,2	0,0 %	124,0
29.5.2017	5,65	6,69	18,4 %	6,57	16,3 %	-1,8 %	6,35	12,4 %	13,0
9.6.2017	6,9	7,6	10,1 %	8,45	22,5 %	11,2 %	8,2	18,8 %	56,5
29.9.2017	11,5	11,5	0,0 %	11,87	3,2 %	3,2 %	10,7	-7,0 %	424,0
9.10.2017	6,15	6,97	13,3 %	6,67	8,5 %	-4,3 %	6,47	5,2 %	25,0
11.10.2017	9,76	10	2,5 %	10,3	5,5 %	3,0 %	10,06	3,1 %	762,0
16.11.2017	6,35	6,8	7,1 %	7,15	12,6 %	5,1 %	6,99	10,1 %	21,4
8.12.2017	5,5	5,17	-6,0 %	5,64	2,5 %	9,1 %	5,7	3,6 %	11,3