

METROPOLIA AMMATTIKORKEAKOULU  
LIIKETALouden KOULUTUSOHJELMA

VALTIONYHTIÖN LISTAUTUMINEN PÖRSSIIN  
Itella Oyj

Marko Tirroniemi  
Kansainvälisen liiketoiminnan  
suuntautumisvaihtoehto  
Opinnäytetyö  
Marraskuu 2009

## METROPOLIA AMMATTIKORKEAKOULU

Koulutusohjelma: Liiketalous  
Suuntautumisvaihtoehto: Kansainvälinen liiketoiminta  
Opinnäytetyön nimi: Valtionyhtiön listautuminen pörssiin. Itella Oyj  
Tekijä: Marko Tirroniemi  
Vuosi: 2009  
Sivumäärä: 74 + 3 liitesivua

### Tiivistelmä:

Opinnäytetyön tavoitteena oli selvittää, mitä valtionyrityksen pörssiin listautuminen pitää sisällään, ja esimerkkiyrityksen Itella Oyj:n avulla tutkia mitkä tekijät vaikuttavat listautumisen onnistumiseen. Itella Oyj:n listautumista tutkittiin kahden eri vaihtoehdon pohjalta. Lisäksi tarkasteltiin listautumisen vaiheita ja osapuolia, arvonmäärittystä, valtion omistajapolitiikkaa ja -ohjausta.

Tutkimus oli luonteeltaan laadullinen. Tutkimusaineisto koostui alan kirjallisuudesta, rahoitusteorioista, Internet-lähteistä ja haastatteluista.

Tutkimustulokseksi saatiin, että valtionyhtiöiden omistajaohjaus on nykyisin hyvin samankaltainen muiden yhtiöiden kanssa. Monet valtionyhtiöt ovat listautuneet onnistuneesti. Listautuminen ei kuitenkaan ole usein lisännyt yritysten omaa pääomaa, vaan suurin osa tuloista on mennyt osakemyynnin kautta valtiolle.

Valtionyhtiön listautuessa sille riittää kontrolliin 30–40 %:n osuus osakkeista, jos muu omistus on hajautunut. Strateginen intressi ei edellytä enemmistöomistusta. Tutkimuskysymyksissä esitetty hypoteesi 50 %:n omistusosuudesta ei ollut ratkaiseva yrityksen kontrollille. Kuitenkin Itellan listautuessa eduskunnan tulisi päättää, mikä omistusosuus riittää sen erityistehtävän turvaamiseen.

Valtionyhtiöt ovat 1980-luvulta lähtien muuttuneet yhä markkinaehtoisemmiksi. Niiden listautumisen esteenä voivat olla vain strategiset intressit tai niiden erityistehtävä, mutta eivät liiketaloudelliset syyt.

Avainsanat: listautuminen, pörssi, omistajaohjaus

HELSINKI METROPOLIA UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES  
Degree Program: Economics and Business Administration  
Major: International Business  
Title: Listing of State Owned Company on the Stock Exchange. Itella Ltd  
Author: Marko Tirroniemi  
Year: 2009 Pages: 74 + 3

Abstract:

The purpose of this research was to study key factors concerning the listing of a state owned company on the stock exchange and to compare two different alternatives for the successful listing of Itella Ltd. This study also focused on corporate governance and executive remuneration concerning going public.

The research utilized qualitative research methodology and data consisted of finance literature, interviews, financing theories and finance magazines. The process was carried out by studying financing theories first. After that finance literature was researched and then interviews were carried out and conclusions made.

The results of the research pointed out that corporate governance of state owned companies is nowadays very equal to one operated by private companies. When listing Itella Ltd the parliament should decide which dividend of the company could be possible to put on the stock market without risking the company's special agreement to deliver mail weekly everywhere in Finland over five days.

This study researched two alternatives for the successful listing of Itella Ltd. The other one based on the alternative that 51 % of the company would be listed and the other one relied on 49 % share. The 50 % share would be critical for the control of the company. As a result it was found out when going public state owned companies still have control of them when their share is over 30 %. This applies only if the ownership of the company is decentralized.

Since the 1980's state owned companies have become much more market orientated. The only reasons that might prevent them going public are strategic but not financial.

Keywords: listing, stock exchange, corporate governance

## SISÄLLYS

1	JOHDANTO	1
1.1	Listautumisen suosio rahoitusmuotona	1
1.2	Tutkimusasetelma	4
1.3	Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset	4
1.4	Teoreettinen viitekehys, tutkimusaineisto ja -menetelmät	5
1.5	Tutkimuksen rajaus	6
2	LISTAUTUMINEN	6
2.1	Listautumisen määritelmä ja eri muodot	6
2.2	Listautumisen edellytykset	7
2.3	Listautumisen selvitystyö	9
2.4	Due diligence	10
2.5	Listautumisen tavoitteet	12
2.6	Listautumisen vaikutukset yritykseen	14
2.7	Listautumisen avustavat osapuolet	15
2.7.1	Pääjärjestäjä	15
2.7.2	Lainopilliset neuvonantajat	17
2.7.3	Tilintarkastajat	17
2.7.4	Viestintätoimisto	18
2.8	Listautumisen kustannukset	18
3	ITELLA OYJ	20
3.1	Yhtiön esittely	20
3.2	Itella Oyj:n missio, visio ja strategia	23
3.3	Itella Oyj:n merkitys kansantaloudelle	25
3.4	Itella Oyj:n halukkuus listautua	25
4	VALTIONYHTIÖIDEN OMISTUSPOHJAN MUUTOKSET JA OMISTUSJÄRJESTELYT	27
4.1	Corporate governance -suositukset	27
4.2	Valtionyhtiöiden omistuspohjan muutokset	28
4.3	Omistusjärjestelyt	29
4.4	Valtion omistajaohjaus	29
4.5	Palkkio- ja kannustinjärjestelmät	30
4.6	Yhteiskuntavastuun merkitys listautumiselle	32

5	MENETELMIÄ ITELLA OYJ:N ARVON MÄÄRITTÄMISEKSI JA SEN OSAKKEIDEN HINNOITTELEMISEKSI	34
5.1	Arvonmäärityksen perusteita	34
5.2	Kassavirran käyttö arvonmäärityksessä	35
5.3	Kassavirtamallit	36
5.3.1	Vapaiden kassavirtojen malli	36
5.3.2	Lisäarvomalli	38
5.4	Tunnusluvut ja kerroinmenetelmät	39
5.5	Osinkoperusteinen malli	42
5.6	Tilinpäätökseen perustuva arvonmääritys	43
5.7	Osinkopolitiikan vaikutus yrityksen arvoon	44
5.8	Listautumisen ajoitus ja hinnoittelu	46
6	OMISTUSOSUUDEN MUUTOKSEN MERKITYS LISTAUTUMISESSA ITELLALLE	48
6.1	Omistajalähtöinen johtaminen	49
6.2	Valtioneuvoston periaatepäätös omistajapolitiikasta	50
6.3	Listautumispäätös	53
6.4	Kaksi omistusrakenteen mukaista listautumisvaihtoehtoa	55
6.4.1	Ihanteellinen omistusrakenne	55
6.4.2	Valtio jää pääomistajaksi	58
6.4.3	Valtio jää vähemmistöomistajaksi	61
7	TUTKIMUSTULOKSET JA JOHTOPÄÄTÖKSET	64
7.1	Tutkimustulokset	64
7.2	Tutkimuksen luotettavuus	68
7.3	Johtopäätökset	69

## LIITTEET

Liite 1 Haastattelukysymykset 8.10.2009. Ville Kajala

Liite 2 Haastattelukysymykset 29.10.2009. Mikael Österlund

Liite 3 Kirjalliset kysymykset 6.11.2009. Satu Toivonen

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Listautumisen suosio rahoitusmuotona

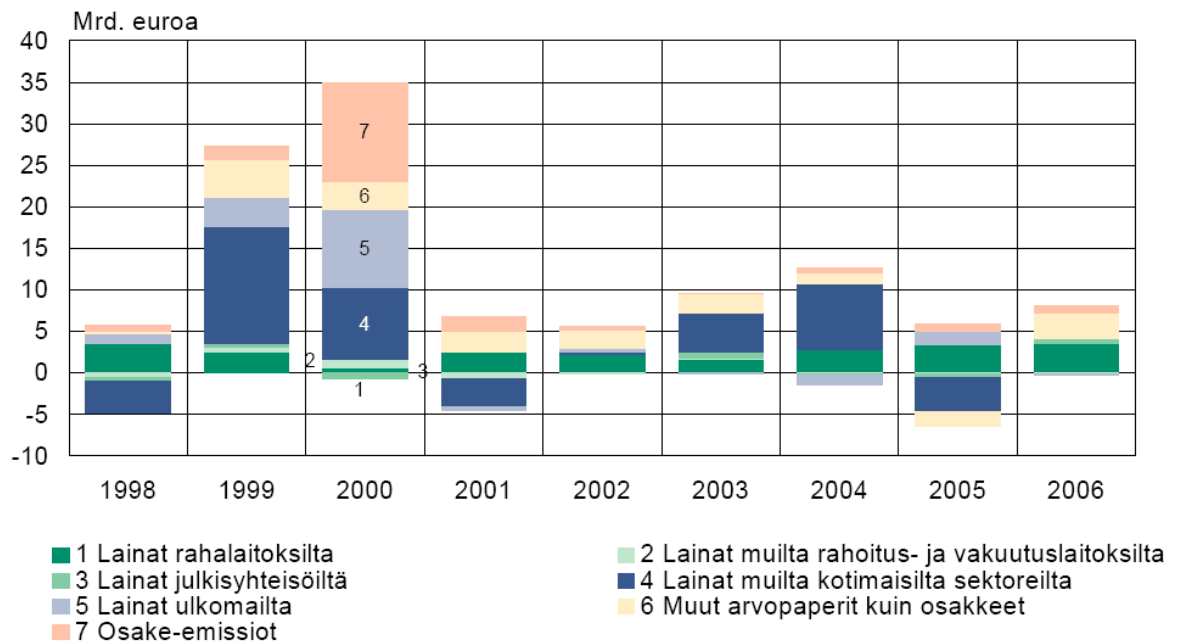
Pörssiin listautuminen on yksi tapa hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta. Sen suosio vaihtelee selvästi sykleittäin, ja viime vuodet ovat olleet listautumisessa aallonpohjaa. Markkinatilanteen lisäksi Suomessa ongelmana on se, että erikoistuneita ja pitkäjänteisiä omistaja- ja kehittäjätahoja on vähän ja osallistuvaa ja aktiivista omistajaohjausta tarvittaisiin lisää (Selosmaa 2007, 15).

Yksi syy listautumisen vähäisyyteen on ollut se, että pörssiyritysten sääntely ja valvonta ovat tiukentuneet. Lisäksi alhaiset korot ovat tehneet velkarahoituksesta edullisen rahoituskeinon, ja ne ovat vaikuttaneet myös pääomasijoittajien rohkeuteen maksaa yrityksestä enemmän kuin yritys todennäköisesti saisi pääomaa listautumalla. (Selosmaa 2007, 16; Österlund 2009.) Myyjän näkökulmasta listautumista houkuttelevampi vaihtoehto onkin ollut yrityksen myynti pääomasijoittajille. Monet listautujat ovat myös pettyneet yrityksensä osakekurssin kehitykseen. Lisäksi varsinkin Yhdysvalloissa listautumisen ja pörssilistalla olemisen vaatimukset ja kustannukset ovat nousseet niin paljon, että jotkut yritykset ovat jopa pyrkineet pois pörssilistalta. (Österlund 2009.) Vuosina 2002–2006 Helsingin pörssiin listautui vain 16 yritystä, kun taas samaan aikaan pörssistä poistui 35 yritystä (Selosmaa 2007, 16).

Sijoittajakunnan yksipuolisuus, kasvuyritysten vähäinen määrä sekä eri verotuskäytännöt ovat myös vähentäneet halukkuutta listautumiseen. Listautumisryntäystä ei ole odotettavissa lähiaikoinakaan, sillä suuret yritykset ovat pikemminkin alentaneet oman pääoman suhteellista osuutta kokonaispääomasta kuin hankkineet lisää omaa pääomaa (Selosmaa 2007, 9). Suurin osa tapahtuneista listautumisistakin liittyy puhtaasti vain yritysjärjestelyihin (Kajala 2009).

Listautumismäärien ero Suomen ja muiden Pohjoismaiden välillä on suuri. Tähän on vaikuttanut mm. Ruotsissa ja Tanskassa ollut pienten yhtiöiden listautumisbuumi, jossa OMX-pörssin First North -listalla on ollut tärkeä rooli. Sillä on pörssien päälistoja lievemmat vaatimukset, ja se on suunniteltu pienille yhtiöille, joilla ei ole rahkeita päälis-

vaatimusten täyttämiseen. Muissa Pohjoismaissa olikin listautumisanteja vuonna 2006 enemmän kuin teknokuplan vuonna 2000. (Helsingin pörssi tarvitsee listautujia 2007.) Sama ilmiö koski koko maailmaa, joten First North -lista selvittää vain pieneltä osin listautumisten vähyttä Suomessa. Osakeantien (osake-emissioiden) vähentyminen ja niiden osuus ulkoisista rahoituslähteistä näkyy kuviosta 1.



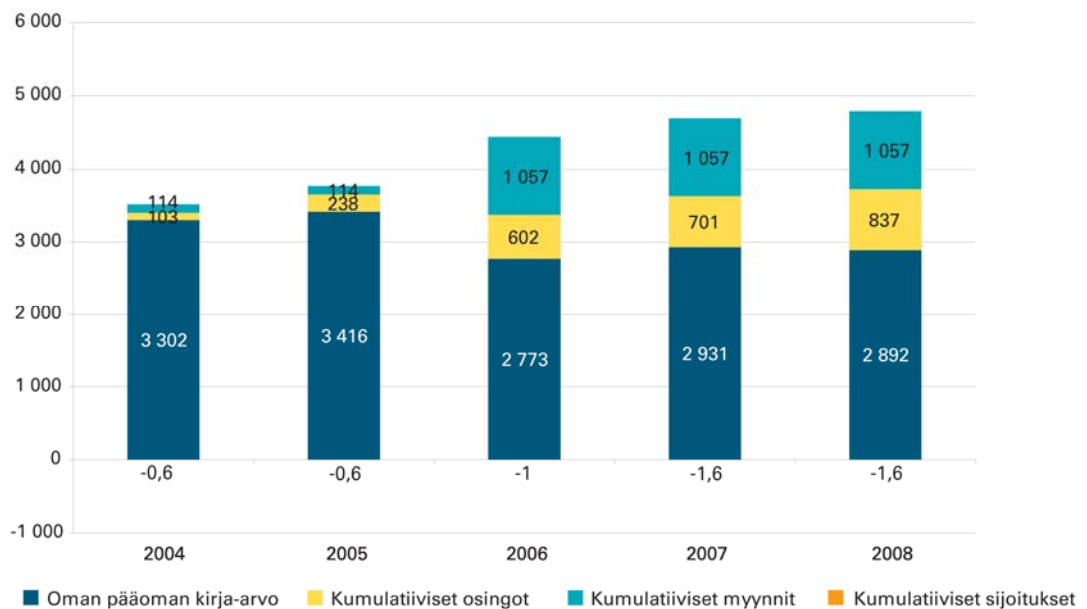
KUVIO 1. Yritysten ulkoisen rahoituksen lähteet (nettovirrat) (Suomen Pankin rahoitusmarkkinaraportti 3/2007, ref. Selosmaa 2007, 1)

Suomessa vähätkin listautujat ovat olleet lähinnä niitä, jotka ovat ostaneet vanhan listayhtiön, joka on kaupan yhteydessä vaihtanut toimialaansa ja nimeään. Moni suuryhtiö on perheyritys, keskinäinen yhtiö, osuuskunta tai valtionyhtiö, ja usein tällaisia omistajia ei kiinnosta listautuminen. Listautumisten määrää on vähentänyt myös 2000-luvun pörssiromahdus, joka syntyi IT-alan yritysten ylioptimistista kasvuodotuksista. Sijoittajat pettyivät silloin IT-alan yrityksiin, joista moni listautui aivan liian varhaisessa kehitysvaiheessa. (Helsingin pörssi tarvitsee listautujia 2007.)

Nykyisin valtionyhtiöt mielletään dynaamisiksi yrityksiksi toisin kuin 1980-luvulla, jolloin ne alkoivat listautua pörssiin. Enso-Gutzeit oli niistä ensimmäinen. Se vaikutti ajalleen tyypilliseltä valtionyhtiöltä, joka pyrki lähinnä huolehtimaan perusteellisuuden tarpeista ja työllisyyden turvaamisesta, ja sen kurssitaso oli usein alle osakkeen nimellisarvon. Vuosi-

kymmenen lopulla tilanne oli muuttunut olennaisesti, ja valtionyhtiöiden listautumisten myötä nähtiin voimakkaitakin kurssinousuja. (Mäntynen 1989, 16–19.)

Itella Oyj on kokonaan valtion omistama yhtiö. Sen pörssiin menosta on ollut liikkeellä erilaisia huhuja vuosikausia. Julkisuudessa ei ole kuitenkaan esitetty mitään aikataulua, eikä asiasta ole kovin paljon keskusteltukaan. Suomessa on kuitenkin viety monia valtionyhtiöitä pörssiin siten, että valtio on jäänyt pää-osakkaaksi. Toistaiseksi nämä listautumiset ovat onnistuneet varsin hyvin, koska institutionaaliset sijoittajat (eläkesäätiöt, sijoitusrahastot, pääomasijoitusyhtiöt ja vakuutusyhtiöt) ovat olleet näistä yhtiöistä kiinnostuneita. Toisaalta valtion listaamattomien yhtiöiden arvo on kasvanut kohtalaisen hyvin ilman listaamista-kin, mikä näkyy kuvioista 2.



(Oman pääoman kirjanpitoarvon lasku vuonna 2006 selittyy pääosin Kapiteeli Oy:n myynnillä lokakuussa 2006. Listaamattomien yhtiöiden oman pääoman kirja-arvo oli vuoden 2008 päättyessä lähes edellisen vuoden tasolla. )

KUVIO 2. Valtion omistamien listaamattomien yhtiöiden kokonaisarvon kehitys 2004–2008, M€ (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 25)

Postin listautumisessa naapurimaassa edetään ripeämmin, sillä Ruotsin ja Tanskan postit ovat ilmoittaneet yhdistyvänsä. Niiden omistajien mukaan on mahdollista listata yhteisyri-työs pörssiin 3–5 vuoden sisällä. Hollannin ja Saksan postit ovat toimineet vieläkin nope-

ammin, sillä ne listautuivat jo useampi vuosi sitten. Ruotsin ja Tanskan postien fuusiossa syntyy postikonserni, jonka liikevaihto on noin 4,8 miljardia euroa ja jolla on noin 50 000 työntekijää. Fuusiota perusteltiin alati kiristyvällä markkinatilanteella ja kolmella yhteisellä haasteella, jotka ovat sääntelyn purkaminen Euroopassa, koventunut kilpailu ja viestinnän sähköiset vaihtoehdot. Ruotsin valtio omistaa uudesta postikonsernista noin 60 prosenttia. Loput yhtiöstä omistavat Tanskan valtio, pääomasijoitusyhtiö CVC Capital Partners sekä yhtiön työntekijät. Konserniin kuuluu myös Belgian posti, jonka Tanskan posti osti jokunen vuosi sitten. (Ruotsi ja Tanska junailivat postifuusion 2008.)

Mikäli Itella listautuisi, olennaista olisi se jäisikö yhtiö vähemmistö- vai enemmistöosakkaaksi. Valtiolla on Itellaan strateginen intressi, ja Itellalla on ns. erityistehtävä, joten enemmistöosakkuudesta luopuminen ei olisi yksinkertaista. Yritysten listautuessa osakeantien ja -myyntien yhdistelmät ovat tavallisia, kun vanhat omistajat myyvät omia osakkeitaan ja samalla liikkeelle lasketaan uusia osakkeita. Itellan listautuessa toinen olennainen selvitettävä seikka olisikin se, mikä olisi osakemyynnin suhde osakeantiin eli kuinka paljon listautumisen tuottamaa rahaa päätyisi yhtiölle ja kuinka paljon myyjälle eli valtiolle.

## 1.2 Tutkimusasetelma

Tutkimuksessani käyn läpi valtionyhtiön listautumiseen liittyvää käytäntöä ja sitä, mitä edellytyksiä listautuminen vaatii. Tutkin esimerkkiyritykseni Itella Oyj:n mahdollisuuksia listautumiseen vertailemalla kahta eri toimintavaihtoehtoa.

Tarkastelen lisäksi valtion omistajapolitiikkaa ja sitä, minkälaiset edellytykset Itellalla on valtion omistamana yrityksenä johdon palkitsemisjärjestelmiin, jotka lähes poikkeuksetta liittyvät listautumiseen. Koska listautumiseen liittyy aina yrityksen arvon määrittäminen, käsittelem myös eri tapoja määrittää Itellan arvo.

## 1.3 Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset

Opinnäytetyöni tutkimusongelma on se, kuinka valtionyhtiö listautuu. Tutkimusongelmani liittyy Itellaan, joka on valtion kokonaan omistama yhtiö ja jolla on erityisvelvoitteita.

Tutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- 1 Mitkä ovat listautumisen osapuolet ja vaiheet?
- 2 Miten listautuvan yrityksen arvo määritetään?
- 3 Miten valtion omistajaohjaus vaikuttaa listautumiseen?
- 4 Onko Itella Oyj listattavissa?
- 5 Mikä on myytävän omistusosuuden vaikutus listautumiseen?

Omistusosuuksista on tarjolla kaksi eri vaihtoehtoa. Ensimmäisessä vaihtoehdossa Itella listautuu ja valtio jää pääomistajaksi 51 %:lla osakekannasta. Tämän vaihtoehdon mukaan valtiolle on kokonaisuutena parempi listata Itella pörssiin ja säilyä enemmistöosakkaana, koska se haluaa säilyttää kontrollin yrityksestä ja postitoiminnan valvontansa alaisena. Toisessa vaihtoehdossa Itellan listautuessa valtiolle jää 49 % osakkeista. Tämä vaihtoehto pitää sisällään hypoteesin, että valtio on valmis luopumaan määräänemmistöstään ja sen myötä omistajaohjauskin muuttuisi selvästi.

#### 1.4 Teoreettinen viitekehys, tutkimusaineisto ja -menetelmät

Opinnäytetyöni jakautuu viitekehykseen ja tutkimusosaan, jotka menevät osittain päällekkäin tutkimuksen luonteesta johtuen. Viitekehyksessä käydään läpi yrityksen listautumista, sen arvon määrittämistä ja valtion omistajaohjausta. Varsinainen tutkimusosa koostuu kahdesta eri vaihtoehdosta Itella Oyj:n listautumiselle. Tutkimustuloksiin on listautumisen jälkeisen omistusosuuden merkityksen lisäksi koottu tutkimuskysymysten pohjalta tutkimustulokset listautumisen vaiheista ja osapuolista, yrityksen arvonmäärittämisestä, valtion omistajapolitiikan vaikutuksesta listautumiseen ja Itellan listautumiskelpoisuudesta. Tärkeimpiä viitekehykseen liittyviä teoksia ovat Samuli Knüpferin ja Vesa Puttosen ”Moderni rahoitus”, Anne-Marie Inhan, Eija Kuittisen, Samuli Makkosen, Pasi Päällysahon, Merja Raunion ja Mikko Reinikaisen ”Yhtiön listautuminen Suomessa” ja Matti Vuorian ”Valtion omistajapolitiikan selvitysmiesraportti”.

Tutkimukseni on luonteeltaan kvalitatiivista ja tutkimustapani kartoittava. Käyn läpi aiheeseen liittyvää kirjallisuutta ja rahoitusteorioita. Tutustun Itella Oyj:n tilinpäätöstietoihin ja perehdyn myös Itellan yritysstrategioihin. Lisäksi haastattelen Finanssivalvonnan, PricewaterhouseCoopers'in ja Itella Oyj:n asiantuntijoita.

### 1.5 Tutkimuksen rajaus

Opinnäytetyöni ongelmana on ollut tutkimuksen rajaus. Itella Oyj:n arvon määrittämisessä olen käsitellyt eri menetelmiä, mutta en laskenut Itella Oyj:lle arvoa, koska nämä menetelmät ovat vain osa osakkeen hinnoitteluprosessia. Ne ovat ainoastaan suuntaa antavia ja vaatisivat analyytikkojen ennusteet tulevista osingoista ja kassavirroista.

Tutkiessani Itellan listautumisen jälkeistä valtion omistusosuutta en ole käsitellyt osakeantia ja osakemyynnin välistä suhdetta. Listautumisen vaihtoehdot olen myös jättänyt tutkimukseni ulkopuolelle.

## 2 LISTAUTUMINEN

### 2.1 Listautumisen määritelmä ja eri muodot

Listautuminen on oman pääoman ehtoista rahoitusta. Se on tärkeä rahoituksen muoto, koska omalla pääomalla on tiettyjä etuja vieraaseen pääomaan verrattuna. Oma pääoma toimii puskurina ongelmatilanteita varten, kun taas yrityksen rahoitusriski ja mahdollisuus konkurssiin kasvavat velkarahan osuuden noustessa liian suureksi.

Julkinen osakeyhtiö voi hankkia uutta osakepääomaa uusmerkintäännein. Nämä voidaan jakaa listautumisanteihin ja listautumisen jälkeisiin osakeanteihin. Listautumisannissa yritys myy ensimmäistä kertaa osakkeitaan yleisölle, ja annin jälkeen yhtiö noteerataan pörsissä. (Niskanen & Niskanen 2007, 25.) Listautumisen yhteydessä myös aikaisemmat osakkeenomistajat voivat myydä osakkeitaan, ja tätä kutsutaan listautumismyynniksi (Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002, 13). Yritysten listautuessa on tavallista, että järjestetään sekä osakeanti ja -myynti. Tällöin siis vanhat omistajat myyvät omia osakkeitaan, ja

samalla liikkeeseen lasketaan uusia osakkeita. Myyjä saa osan tuloista, ja listautuva yritys osan.

Listautumisen jälkeiset annit voivat olla joko merkintäoikeusanteja, joissa vanhoilla osakkailla on etuoikeus uusien osakkeiden merkitsemiseen, tai suunnattuja anteja, joissa toinen yritys tai jokin rahoitusmarkkinainstituutio merkitsee osakkeita (Niskanen & Niskanen 2007, 25). Suunnatun annin kohde on yleensä ostettavan yrityksen omistajat, asiakkaat tai muut yhteistyökumppanit, ja osakeyhtiölain mukaan vain suunnattu anti voi ohittaa vanhan osakkaan etuoikeuden merkitä osakkeita. Tässä opinnäytetyössä käydään läpi vain listautumisia, jossa yritys listautuu ensimmäistä kertaa pörssiin.

## 2.2 Listautumisen edellytykset

Pörssiin listautuminen edellyttää, että yhtiön toiminta ja talous täyttävät tietyt lakiin ja normeihin perustuvat edellytykset. Lisäksi yrityksen tulee täyttää pörssin vaatimukset listautumiselle. Nämä liittyvät tilinpäätös- ja toimintahistorian pituuteen, tulonmuodostuskykyyn ja käyttöpääoman riittävyteen sekä osakkeen luovuttavuuteen, kysyntään, tarjontaan ja arvioituun markkina-arvoon. (Valtiovarainministeriön päätös 1994/906.)

Pörssin vaatimukset koskevat myös yhtiön hallinnon järjestämistä, johdon kokemusta ja ammattitaitoa sekä hyvän hallintotavan eli corporate governancen noudattamista. Arvopaperimarkkinalaki asettaa osin samoja vaatimuksia. Sen mukaan pörssilistalle voidaan liikkeellelaskijan hakemuksesta ottaa suomalainen tai ulkomainen arvopaperi, joka on vapaasti luovutettavissa ja johon kohdistuu todennäköisesti riittävästi kysyntää ja tarjontaa, jotta sen hinnanmuodostuksen voidaan siten arvioida olevan luotettavaa (Arvopaperimarkkinalaki 1994, 10 §). Valtiovarainministeriön päätöksen mukaan listalle haettavan osakelajin osakkeiden ennakoitavissa olevan markkina-arvon tai osakkeen liikkeeseenlaskijan oman pääoman ja varausten yhteismäärän on yleensä oltava vähintään 1 093 221,53 euroa (Valtiovarainministeriön päätös 1994/906).

Valtionyhtiöiden listautuminen pörssiin liittyy oleellisesti yleiseen taloudelliseen kehitykseen, teollisuuspolitiikkaan sekä pääomistajan odotusten muuttumiseen (Jääskeläinen 1991, 11). Onnistunut listautuminen edellyttää hyvää ja yleisöä kiinnostavaa toiminta-ajatusta, joka tekee yrityksestä kannattavan sijoituskohteen ja joka luo potentiaaliset kehity-

tymismahdollisuudet. Tärkeää on myös, että omistajan osakkeiden myynnille ja osakean-  
nille löytyy oikea suhde ja että tämä suhde perustellaan hyvin. Yrityksen omistuspohjan tu-  
lisi annin yhteydessä muodostua riittävän hajautuneeksi, joten yhtiön tulisi myydä riittä-  
västi omaa omistusosuuttaan sijoittajille. (Inha & Kuittinen & Makkonen & Päällysaho &  
Raunio & Reinikainen 2003, 10.) Listautumisannin toteutumisen edellytykset kiteyttää Se-  
losmaa (2007, 2) kolmeksi perusasiaksi: yrityksen pitää tehdä hyvää tulosta, sen osakkeille  
on oltava kysyntää ja lisäksi omistajat haluavat myydä osan yhtiöstä ulkopuolisille omista-  
jille.

Listautumisessa ajoitus on olennaista. Yhtiön tilan ja markkinoiden täytyy olla oikeassa  
vaiheessa, jotta uusille omistajille olisi odotettavissa kurssinousua ja jotta anti ei jäisi pel-  
kästään vanhojen omistajien rahastukseksi (Inha ym. 2003, 10). Niin sanotun IT-kuplan ai-  
kaan 2000-luvun vaihteessa listautui kymmeniä yrityksiä markkinoiden voimakkaassa nou-  
suvaiheessa, minkä jälkeen tapahtui jyrkkä käänne osakkeiden kurssikehityksessä, ja mo-  
net sijoittajat menettivät rahansa. Uutta kurssinousua ei koskaan tullut.

Listautuminen edellyttää yhtiön hallinnon ja corporate governancen kehittämistä. Tämä  
puolestaan tehostaa yhtiön johtamista ja koko liiketoimintaa. Listautumiseen liittyvät val-  
mistelut tulee käydä huolellisesti läpi. Näihin kuuluvat muutokset tilinpäätös-  
informaatiossa, yhtiöjärjestyksessä, organisaatiossa ja corporate governance -käytännössä.  
(Inha ym. 2003, 10.)

Yrityksen on toimitettava listautumisesite. Se on hyväksyttävä Finanssivalvonnalla, min-  
kä jälkeen sen saa julkistaa. Esitteen sisältövaatimukset on harmonisoitu EU-tasolla, ja sen  
tietojen oikeellisuudesta vastaavat yhtiö, mahdolliset myyjät ja emissionjärjestäjä, mutta ei  
Finanssivalvonta. Esitteen tulee olla saatavilla listaamiseen asti, ja se on julkistettava myös  
sähköisessä muodossa. Myös muu markkinointimateriaali tulee olla Finanssivalvonnan hy-  
väksymää. (Inha ym. 2003, 25.)

Finanssivalvonnan mukaan listautumisesitteen tulee antaa riittävät tiedot luotettavan arvion  
tekemiseksi osakkeesta. Esitteessä tulee olla tiedot yhtiön taloudellisesta asemasta ja tulok-  
sesta kolmelta viimeksi päättyneeltä tilikaudelta sekä yhtiön tulevaisuudennäkymistä, yhti-  
ön liiketoiminnasta ja hallinnosta, listautumisen ehdoista ja arvopaperiin liittyvistä oikeuk-  
sista ja lisäksi yhtiöön ja arvopaperiin liittyvistä riskeistä. Johdon palkitsemisjärjestelmät  
tulee tuoda esiin. Niiden muodolle ei ole vaatimuksia, mutta niiden avoimuus on tärkeää.

Esitteessä on lueteltava viitatuksi asiakirjat, ja ne on julkistettava sähköisesti sen yhteydessä. Paperikopio on toimitettava sijoittajalle pyydettyä. (Kajala 2009.)

Kun päätös listautumisesta on tehty, tulee yrityksen viivyttämättä julkistaa se ja jättää listalleottihakemus pörssille. Keskeisten tiedotusvälineiden tulee saada tieto hankkeesta. Hakemuksen käsittelee pörssin listauskomitea. Se arvioi yhtiön listautumiskelpoisuutta ja tarkistaa, että pörssin sääntöjen mukaiset edellytykset täyttyvät. Komitea edellyttää emissionjärjestäjältä lausuntoa listalleottamisen ja listayhtiönä toimimisen edellytyksistä sekä listautumishakemuksessa annetuista tiedoista. (Inha ym. 2003, 30.)

Listautumisen onnistumisessa viestintä on avainasemassa. Yritys pyrkii monin keinoin julkisuuteen saadakseen listautumisaikeilleen huomiota. Toimitusjohtajan taidot käyttää mediaa ja monipuolinen tiedottaminen ovat avainasemassa. Monen sijoittajan mielikuvissa yritys henkilöityy toimitusjohtajaansa ja hänen kykyihinsä luotsata yritystä eteenpäin.

Tyypillistä listautuvalle yhtiölle on, että usein vasta päivää ennen listautumista muovataan listautumisyhtiön hallitus kohdalleen. Tällöin listautuminen on jo varmistunut. (Österlund 2009.)

### 2.3 Listautumisen selvitystyö

Listautuva yhtiö tarvitsee avukseen emissionjärjestäjän osakeannin järjestämisessä ja listautumisesitteen laatimisessa. Yhtiö ja emissionjärjestäjä käyttävät usein oikeudellisia ja taloudellisia neuvonantajia. Emissionjärjestäjän toimia valvoo Finanssivalvonta. (Kajala 2009.) Emissionjärjestäjä ja listautuva yritys valitsevat yhdessä listautumiseen tarvittavat lainopilliset neuvonantajat, tilintarkastajat ja viestintätoimiston. Joskus tämä tapahtuu kilpailuttamalla. (Österlund 2009.)

Listautumisvalmistelu kestää monta kuukautta. Selvitystyötä tehdään koko tämän ajan ja sen laajuus ja sisältö riippuvat siitä minkälaisesta yhtiöstä on kyse. (Kajala 2009.) Konsertisuhteita selvennetään siten, että listautuva yhtiö pyrkii hankkimaan mahdollisimman suuren omistusosuuden tytäryhtiöistään (Haglund 1989, 6).

Emissionjärjestäjät saivat Finanssivalvonnalta vuonna 2002 kirjeen, joka liitteineen koski arvomarkkinalakia. Kyseinen laki edellyttää, että pörssin kaupankäynnin sääntöihin tulee sisältyä vaatimuksia, jotka liittyvät julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön hallintoon. Kirjeen julkaisun tarkoituksena oli, että emissionjärjestäjät kiinnittäisivät riittävää huomiota mm. listautuvien yhtiöiden seuranta- ja raportointijärjestelmien luotettavuuteen. (Inha ym. 2003, 18.)

Kirjeessä painotettiin myös, että listautumista edeltävän selvitystyön tarkoitus on varmistaa listautumisesitteessä annettavat tiedot oikeiksi, tuottaa informaatiota yrityksen arvonmäärittäystä varten ja selvittää listautujan toiminnalliset ja rakenteelliset edellytykset pörssi-yhtiöksi. Erityisesti seuraavat osa-alueet tulisi selvittää ennen listautumista: corporate governance, sisäinen laskenta ja raportointi, budjetointi, ulkoinen laskenta, riskienhallinta, henkilöstö ja yrityksen juridinen tila. (Inha ym. 2003, 18.) Finanssivalvonnan toiminnan takana oli IT-alan yritysten aikaansaama pörssin ylikuumeneminen ja romahdus. Rahoitusvalvonta ja pörssi halusivat kiinnittää huomiota yritysten listautumiskypsyyteen sekä raportointijärjestelmien riittävyteen ja siihen, että ne on testattu toimiviksi. (Kajala 2009.)

Sekä Finanssivalvonnan että pörssin mukaan hyvään arvopaperimarkkinatapaan kuuluu, että listautumista valmistelevasta yrityksestä tehdään due diligence (yritystutkimus). Se on ratkaisevaa listautumiselle.

## 2.4 Due diligence

Due diligence tarkoittaa yhtiön taloudellisen ja juridisen tilan perusteellista arviointia. Sen tarkoituksena on todentaa johdon antamat tiedot, jotta listautumisesite täyttäisi arvomarkkinalaissa säädetyt vaatimukset. Due diligence perustuu monen päivän mittaiseen yksityiskohtaiseen asiakirja-aineiston tutkimiseen ja johdon haastatteluihin (Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun 2006, 29.) Siihen saattaa liittyä myös lausunnon hankkiminen kiinteistöjen arvosta ja ympäristöriskeistä (Inha ym. 2003, 19–20). Due diligence on keskeistä, koska sillä varmistetaan yhtiön edellytykset listautua. Nimenomaan sen suorittamiseen annettiin uudet tarkennetut ohjeet ns. IT-alan yritysten aikaansaaman pörssikuplan jälkeen (Kajala 2009). Nykyään nämä ohjeet ovatkin huomattavasti tarkemmat kuin 2000-luvun alussa (Österlund 2009).

Due diligence käsittää useita osa-alueita kuten sopimusriskit, yhtiölainsäädännön, immateriaalioikeudet, verotuskysymykset ja kilpailuoikeuteen liittyvät olosuhteet. Siihen voivat osallistua talousasiantuntijat, lakimiehet, tilintarkastajat ja veroasiantuntijat. (Hidén 2002, 178.) Due diligence on vertailukelpoinen eri EU-maissa eli yhdessä EU-maassa tehty due diligence pätee myös toisessa EU-maassa, ja näin yritys voi listautua useampaan EU-maahan. Omistaja ei vaikuta siihen, mitä due diligence pitää sisällään, joten valtionyhtiöille tehdään samanlainen due diligence kuin muillekin yhtiöille. (Österlund 2009.)

Taloudellinen due diligence tehdään yhtiön taloudellisen tilan selvittämiseksi, ja se toimii emission pääjärjestäjän apuna yrityksen liiketoiminnan ymmärtämisessä sekä riski- ja epävarmuustekijöiden kartoittamisessa. Se auttaa myös yhtiön arvonmäärittämisessä ja taloudellisten seurantajärjestelmien toimivuuden testaamisessa. (Inha ym. 2003, 19.) Due diligencessä ei kuitenkaan oteta kantaa yrityksen arvoon (Österlund 2009).

Tarkastelun kohteina ovat liiketoiminnan logiikka, kassavirrat, tuloskehitys ja vastuiden ymmärtäminen. Taloudelliset riskit tuodaan korostetusti esille. Prosessissa käydään läpi historiallinen oikaistu taloudellinen kehitys poikkeukselliset menoerät huomioiden, olennaisimmat omaisuus- ja velkaerät, kassavirtojen ja käyttöomaerien kehitys, johdon raportointijärjestelmät, budjetointijärjestelmät, aikaisempien ennusteiden tarkkuus ja niiden pohjana toimivien oletusten paikkansapitävyys, rahoitusjärjestelyt, leasing-sopimukset ja eläkejärjestelyt. (Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun 2006, 29.)

Tilintarkastajien yhtiölle ja pääjärjestäjälle antamissa raporteissa käydään läpi myös onko yhtiön Corporate governance kunnossa, ja täyttääkö yhtiö uudet listayhtiön tulosvaatimukset. Erityisesti käydään läpi riskien hallinta, sisäinen tarkastus ja raportointijärjestelmät. Raportit on annettava ajoissa yhtiön johdolle, jotta korjaavat toimenpiteet voidaan tehdä ennen listautumista. (Österlund 2009.)

Due diligencessä tarkastetaan, että yhtiön raportointijärjestelmät ovat arvopaperinmarkkinain mukaisia. Niiden tulee antaa tietoa nopeasti ja tasapuolisesti. (Kajala 2009.) Toimivien raportointijärjestelmien merkitys on yhä suurempi. Varsinkin tulosvaroituksen antaminen ajoissa on tällä hetkellä erittäin tärkeää. (Österlund 2009.) Due diligencessä käydään läpi myös se, ettei yrityksellä ole riskejä tai epävarmuustekijöitä, jotka toteutuessaan vaikuttaisivat merkittävästi sen toimintaan, tai niistä on ainakin kerrottava listautumisesittees-

sä. Lisäksi tarkastetaan listautumisesitteeseen vaadittavien tietojen oikeellisuus ja riittävyys. (Kajala 2009; Österlund 2009.)

Taloudelliseen due diligenceen kuuluu myös verotuksellinen due diligence, jonka voivat suorittaa listautumisprosessia tarkastavan tilintarkastusyhteisön veroasiantuntijat. Heidän tarkoituksensa on havaita listautumiseen liittyvät verotukselliset riskit. Päähuomio on riskeissä, jotka eivät näy tuloslaskelmassa tai taseessa. (Inha ym. 2003, 19.)

Juridisen due diligencen tekee yhtiön avustajana toimiva lainopillinen neuvonantaja. Se sisältää mm. corporate governancen, hallintoelimien pöytäkirjat, sopimukset, immateriaali-oikeudet ja niiden suojaamisen, oikeudenkäynnit ja niiden uhat sekä rasitteet ja kiinnitykset. (Inha ym. 2003, 19.)

Mikäli due diligencessä havaitaan puutteita tai virheitä listautumisesitteessä, due diligenceen voidaan ottaa vastuuriskin poistava maininta. Due diligence voi johtaa myös listautumisen peruuntumiseen. (Inha ym. 2003, 19.)

## 2.5 Listautumisen tavoitteet

Listautumisen tavoitteisiin sisältyvät usein mm. rahoituksellinen riippumattomuus, taseen rakenteen parantaminen, omistajien paineen luominen yritysjohtoon, mahdollinen yrityksen myynti tulevaisuudessa, kansainvälistyminen, imagokysymykset, suunnatut annit, strategisen näkemyksen toteuttaminen, investointien rahoitus, henkilöstön sitouttaminen ja toimivan johdon tavoitteet (Jääskeläinen 1991, 17). Österlundin (2009) mukaan suurin osa listautumisista tapahtuu siitä syystä, että omistajat haluavat rahastaa omistusosuutensa osittain tai kokonaan. Tällöin yhtiö ei saa välttämättä ollenkaan pääomaa. Valtionyhtiöt ovat usein listautuneet juuri tällä tavalla. Toinen tärkeä syy hänen mielestään on yhtiölle kerätävä pääoma kansainvälistymistä varten.

Tilapäinen listautuminen ei yleensä ole edullista, eikä usein mahdollistakaan. Listautumista voidaan siis pitää tärkeänä strategisena ratkaisuna, johon liittyy pysyvyys. (Leppiniemi 2000, 74.)

Listautuminen luo mahdollisuuksia ja etuja, mutta myös haasteita, velvollisuuksia ja epävarmuustekijöitä. Merkittävin etu on kasvava pääoma. Listautuminen tuo oman pääoman ehtoista rahoitusta, mikä vahvistaa taserakennetta ja parantaa yhtiön tunnuslukuja. (Inha ym. 2003, 6.) Omavaraisuus on lainahanojen kiristyessä kasvanut entistä merkittävämmäksi, ja se voi olla yhtenä motivoivana tekijänä markkinatilanteen muuten suosiossa listautumista. Omavaraisuus on myös tärkeää kohdattaessa yllättäviä haasteita ja muutoksia kilpailutilanteessa.

Investointeja lainoittavat pankit edellyttävät yrityksiltä riittävää omarahoitusosuutta, ja nopeasti kasvaville ja investoiville yrityksille näyttää muodostuvan eräänlainen pakko vahvistaa omaa pääomaansa. Taseen rakenteen vahvistaminen saattaa johtua myös liiketoiminnan logiikasta ja tuotantoteknologian muutoksesta. (Jääskeläinen 1991, 17.)

Listautumisen myötä yrityksen osakkeille saadaan markkina-arvo. Niiden päivittäinen noteeraus antaa yritysjohdolle yhden suoritusmittarin lisää ja mahdollisesti auttaa sitä toimimaan nopeasti oikein. (Selosmaa 2007, 2.) Omistajien omistus muuttuu likvidiksi ja pienilläkin osake-erillä voidaan käydä kauppaa. Omistuksesta luopuminen tulee helpommaksi, ja mahdollisuudet käyttää osakkeita vakuutena ja vakuusarvo kasvavat. (Leppiniemi.) Listautumiseen liittyy myös veroetuja, sillä pörssiyhtiön osingot ovat verotuksessa kokonaan pääomatuloa. Listautuminen edesauttaa myös muiden omaan pääomaan liittyvien rahoitusmuotojen, kuten optioiden käyttöä (Inha ym. 2003). Se auttaa myös joukkovelkakirjojen liikkeellelaskemisessa (Leppiniemi 2000, 70).

Yrityksen imagoon liittyvät tavoitteet ovat usein merkittäviä syitä listautumiselle. Pörssissä toiminen tuo uskottavuutta niin kotimaisilla kuin kansainvälisillä markkinoilla, ja se antaa myös näkyvyyttä yritykselle. Näkyvyys ei tietenkään sinänsä riitä houkuttelemaan institutionaalisia sijoittajia, ja pörssiyhtiötkin joutuvat kamppailemaan yhtä lailla sijoittajien kiinnostuksesta (Selosmaa 2007, 2.) Koska pörssiyhtiön status lisää tunnettavuutta ja näkyvyyttä, listautuminen tuo panoksensa myös yhtiön markkinointiin: lehdistö ja analyytikot ovat silloin kiinnostuneempia yhtiöstä. Yhtiön nimi, liiketoiminta ja tuotemerkit tulevat tunnetummiksi, ja yhtiön brändin arvo voi kasvaa. (Inha ym. 2003, 6.)

Listautumisen myötä mahdollistuu johdon ja henkilökunnan palkitseminen osakeomistuksella tai osakekurssin nousuun liittyvällä kannustinjärjestelmällä, jonka avulla yhtiön avainhenkilöt voivat hyötyä arvonnoususta (Inha ym. 2003, 6). Noteerattuina osakkeita voi-

daan käyttää henkilöstön sitouttamiseen ja kannustamiseen mm. optioiden muodossa (Selosmaa 2007, 2).

Yksi merkittävä etu listautumisesta on se, että yritysostoja suunnitteleva yhtiö voi käyttää maksuvälineenä omia osakkeitaan. Rahoitusta hankkiessaan se voi tehdä myös suunnatun osakeannin. (Selosmaa 2007, 2.) Listattu yritys voi listaamatonta helpommin ostaa yrityksiä suunnatuilla osakeanneilla ja laajentaa siten omistuspohjaa (Leppiniemi 2000, 72). Toisaalta suunnatun osakeannin toteuttaminen on usein selvästi helpompaa ennen listautumista, koska omistuspohja on vielä usein kapea (Leppiniemi 2000, 75).

## 2.6 Listautumisen vaikutukset yritykseen

Yksi tärkeimpiä listautumisesta seuraavia tekijöitä on se, että listautuneelta yhtiöltä edellytetään entistä tarkempaa tietoa taloudellisesta tilanteestaan ja sen kehittymisestä. Näin sijoittajat voivat valvoa yhtiön taloudellista tilaa, ja tämä puolestaan helpottaa yhtiön niin oman kuin vieraan pääoman hankintaa. Listautuminen alentaa rahoitusriskiä tuomalla rahoitukseen joustoa (Leppiniemi 2000, 71).

Usein listautumisprosessi, julkisen yhtiön velvoitteet sekä pörssiyhtiön status kehittävät yhtiön päätöksentekoa ja toimintatapoja. Listautunut yhtiö altistaa itsensä kasvavalle läpinäkyvyydelle ja markkinoiden muutoksille, sillä yhtiön markkina-arvoon vaikuttavat jatkossa yhtiön oman toiminnan lisäksi yleinen markkinatilanne ja sijoittajien sekä analyytikoiden mielipiteet. (Inha ym. 2003, 6.)

Listautuminen tuo mukanaan säännöllisen tiedonantovelvollisuuden. Arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava kaupankäynnin järjestäjälle kaikki sellaiset päätöksensä ja muut liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon (Arvopaperimarkkinalaki, 2 luku 7 § 1 momentti). Yrityksen on säännöllisesti julkaistava osavuosikatsaus, tilinpäätös ja tilinpäätöstiedote. Tilivuoden päätyttyä on annettava toimintakertomus.

Jatkuva tiedonantovelvollisuus merkitsee myös, että pörssiyhtiön on kerrottava merkittävästä yrityskaupasta, muutoksista omistussuhteissa, toiminnan uudelleenjärjestelyistä, tu-

losvaroituksesta ja viranomaispäätöksistä. Tämä velvollisuus hoidetaan pörssitiedotteilla, joita yhtiö joutuu antamaan osakkeen hintaan vaikuttavista asioista. (Inha ym. 2003, 34.) Erityinen tiedonantovelvoite koskee konsernisuhteen syntymistä ja omien osakkeiden kauppaa. Lisäksi on annettava sisäpiiri-ilmoituksia, joissa mainitaan hallituksen jäsenet, tilintarkastajat, lähisukulaiset sekä määräysvallassa olevat yhtiöt ja säätiöt. (Inha ym. 2003, 35.)

Pörssiin meno tuo muutoksia myös johdon toimintaan. Operatiiviselle toiminnalle jää vähemmän aikaa, sillä yhtiön hallinnointi ja toimintatapojen terävöittäminen, sijoittajasuhteiden hoitaminen ja yhtiön julkisuuden hoitaminen vievät valtaosan ajasta. (Inha ym. 2003, 6.)

Listautumisen huonoihin puoliin kuuluvat johdon kontrollin heikkeneminen, kilpailijoiden tarkempi tietämys yrityksestä lisääntyneen tiedonantovelvollisuuden myötä, valtausyrittäjien mahdollisuus, ja se, että ns. kvartaaliajattelu eli lyhyen tähtäimen voitot ja osingot voivat kiinnostaa enemmän kuin yrityksen pitkäjänteinen kehittäminen. Lisäksi lisääntyneet velvoitteet syövät yrityksen resursseja. Yhtiön osakkeen varallisuusverotusarvo on perinteisesti ollut korkeampi listautumisen jälkeen, koska verotus on määräytynyt pörssikurssin perusteella. (Leppiniemi 2000, 73). Tällä seikalla ei ole kuitenkaan enää merkitystä, koska varallisuusvero on poistunut.

## 2.7 Listautumisen avustavat osapuolet

### 2.7.1 Pääjärjestäjä

Listautumisen pääjärjestäjänä voi toimia mm. investointipankki. Suomessa toimii kymmenkunta pääjärjestäjää (Österlund 2009), ja niiden tehtävät voidaan jakaa kolmeen osaan: emission takaamiseen, jakeluun ja neuvontaan. Emission liittyvien riskien jakaminen hoidetaan emission takaamisella, ns. underwritingilla, joka tarkoittaa arvopaperien liikkeellelaskemisesta aiheutuvan taloudellisen riskin siirtämistä järjestäjälle. Järjestäjä sitoutuu ostamaan ja merkitsemään arvopaperit myydäkseen niitä arvopaperivälittäjille ja sijoittajille, jolloin se on ns. Firm commitment underwriter. Toinen vaihtoehto on se, että järjestäjä sitoutuu ostamaan ne arvopaperit, joita osakkeenomistajat ja muut merkintään oikeutetut eivät merkitse. Tätä kutsutaan Stand by -järjestelyksi. Näissä kahdessa toimintamallissa jär-

jestäjä ottaa riskin, ja sen takia ne eivät ole kovin usein käytössä. Jälkimmäinen vaihtoehto on ollut Suomessa suositumpi. (Hidén 2002, 16–17.)

Järjestäjälle riskittömiä toimintamalleja ovat ns. All or none - ja Best effort -järjestelyt. Edellisessä vaihtoehdossa liikkeellelaskija voi peruuttaa osakeannin, jos se ei tule kokonaan merkityksi, ja jälkimmäisessä emissio voidaan järjestää ilman merkintäsitoutumista. Tällöin emission markkinoiminen jää pääjärjestäjän vastuulle, ja se saa palkkion niistä arvopapereista, jotka se saa myytyä. (Hidén 2002, 18.)

Muutama vuosi sitten tulleen lakiuudistuksen myötä pääjärjestäjä joutuu ottamaan kantaa siihen riittävätkö listautuvan yrityksen rahat vähintään vuodeksi listautumisen jälkeen. Pääjärjestäjä kantaa muutenkin vastuun siitä, että yritys on listautumiskelpoinen. (Österlund 2009.)

Pääjärjestäjän vastuulla on merkitsijöiden hankkiminen. Laki sijoituspalveluyrityksistä määrittelee, että merkitsijöiden hankkimisella tarkoitetaan liikkeeseenlaskusta huolehtimista kuten liikkeeseenlaskun järjestämistä, merkintäsitoumusten välittämistä sekä liikenteeseen laskettujen arvopapereiden ja muiden sijoituskohteiden edelleen välittämistä. Merkitsijöiden hankkiminen ei edellytä merkintäpaikkana toimimista, mutta pääjärjestäjän tulee luoda asiakassuhde listautujan ja sijoittajien välillä. (Laki sijoituspalveluyrityksistä 3 §.)

Usein pääjärjestäjä käyttää apunaan pankkia saadakseen listautumisannille jakeluverkon. Pääjärjestäjä rajaa missä maissa listautuvan yrityksen osakkeita myydään. Hyvin usein niitä ei myydä esimerkiksi Yhdysvaltain markkinoilla, koska sijoittajien suoja on siellä erittäin hyvä ja listautumisesitteeseen liittyvät oikeudenkäynnit ovat varsin tavallisia. (Österlund 2009.)

Emission jakeluun kuuluu merkitsijöiden hankkimisen lisäksi usein listautujan vakuutus pääjärjestäjälle olla luovuttamatta lisää osakkeita vapaaseen kaupankäyntiin tai vastaavasti velvollisuus tarjota niitä lisää markkinoille tiettyssä tilanteessa. Erityinen ”Over-allotment option”- tai ”Green shoe option” -ehto antaa järjestäjälle oikeuden saada listautujalta tietty lisämäärä osakkeita sijoittajien ostettavaksi, mikä on yleensä enintään 15 % tarjottujen osakkeiden määrästä. Kyseinen ehto antaa siis pääjärjestäjälle mahdollisuuden tarjota osakkeita enemmän kuin alun perin on tehty. (Hidén 2002,19.)

### 2.7.2 Lainopilliset neuvonantajat

Listautumisprojekti vaatii lainopillisia asiantuntijoita, jotka suorittavat oikeudellisen due diligencen. Lisäksi he laativat listautumiseen laadittavat sopimukset, joista olennaisimmat ovat sopimus pääjärjestäjän ja yhtiön välillä (underwriting agreement), lock up -sopimukset, osakassopimukset ja sopimus Helsingissä toimivan OMX Nasdaq -pörssin kanssa. Lock up -sopimukset suojaavat pääjärjestäjää ja antavat riittävästi aikaa arvopapereiden jakelun hoitoon sekä tasoittavat vastalistatun osakkeen kurssia listautumisen jälkeen. Suomen Arvopaperikeskus Oy:n kanssa sovitaan arvo-osuuksien käsittelystä sen järjestelmässä, liikkeeseenlaskussa tarvittavien tilien avaamisesta ja Suomen Arvopaperikeskus Oy:n sääntöjen noudattamisesta. (Inha ym. 2003, 12.)

Lakiasiantuntijoilla on hyvin merkittävä rooli listautumisesitteen laatimisessa. Suomessa listautuvat yhtiöt käyttävät 5–6 lakiasiaintoimistoa. (Österlund 2009.)

### 2.7.3 Tilintarkastajat

Listautuvassa yhtiössä taloudellisen due diligencen tekevien tilintarkastajien rooli on hyvin tärkeä, koska heidän antamansa yhtiön taloutta koskeva informaatio on olennaista listautumiselle. Listautuminen vaatii paljon monimutkaista taloustietoa, ja sen takia tilintarkastajilla on oltava riittävä kokemus pörssiyhtiön tilintarkastuksesta ja listautumisesta. Listautumisesite sisältää lausunnon siitä, että tilintarkastajat ovat tarkastaneet viimeksi päättyneiltä kolmelta tilikaudelta tilinpäätökset ja antaneet niistä tilintarkastuskertomukset. Lisäksi listautumisen valmisteluvaiheessa tilintarkastajat avustavat seuranta- ja raportointijärjestelmien luotettavuuden todentamisessa. (Inha ym. 2003, 12.)

Tilintarkastajilla täytyy olla KHT-tutkinto. Vielä tärkeämpää on se, että heidän tulee hallita tilinpäätökseen liittyvä IFRS-normisto. Tästä syystä tilintarkastajat ovat useimmiten kansainvälisistä tilintarkastusketjuista, koska niillä on laaja osaaminen IFRS-tilinpäätöksestä. (Kajala 2009.)

#### 2.7.4 Viestintätoimisto

Listautuva yritys tarvitsee pääomamarkkinat hyvin tuntevan viestintätoimiston. Se valitaan jo kauan ennen listautumista. Viestintätoimistolle on olennaista kohdentaa viestinnän sisältö ja suunta ja huomioida sekä institutionaaliset että tavalliset sijoittajat. Listautumisen viestintään liittyvän erityisosaamisen hallitsee Suomessa 5–6 toimistoa, ja pääjärjestäjä suosittelee listautujalle jotain niistä (Österlund 2009).

Viestintätoimisto tukee listautuvaa yhtiötä sekä ennen että jälkeen listautumisprosessia. Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudet tarvitsevat tuekseen sujuvan rutiinin tiedottamisesta. Koska median kiinnostus tulee olemaan suurta pörssiyhtiötä kohtaan, pitää yritysjohtajia valmentaa yrityksen asioista tiedottamiseen ja neuvotteluihin institutionaalisten sijoittajien kanssa. (Inha ym. 2003, 13.) Julkisuudessa oleminen vaatii osaamisen jatkuvaa ylläpitoa ja kehitystä, mutta tämä pitää yrityksen dynaamisena ja mahdollisesti kiinnostavana sijoituskohteena (Selosmaa 2007, 2).

Yritys pitää tehdä tunnetuksi riittävän ajoissa ennen listautumista. Potentiaaliset sijoittajat tarvitsevat luottamusta yhtiön tunnettavuuteen ja tulevaisuuteen. Tuntemattoman yhtiön markkinoiminen sijoittajille vaatii, että viestintä pitää aloittaa normaalia aikaisemmin ennen listautumista. Varsinkin yksityisten sijoittajien kiinnostuksen herättäminen vaatii hyviä mediasuhteita ja julkisuuden taitavaa hyödyntämistä. Listautumisannin markkinoinnissa tarvitaankin todennäköisesti mainostoimiston ja mediatoimiston apua. Pääomamarkkinaoperaatioihin perehtynyt viestintätoimisto koordinoi ja valvoo kaikkien listautumiseen tarvittavien viestintätahojen yhteistyötä. (Inha ym. 2003, 13.)

#### 2.8 Listautumisen kustannukset

Listatuessaan yritys hankkii ulkoista omaa pääomaa myymällä osakkeitaan. Oma pääoma on vierasta pääomaa kalliimpaa, koska oman pääoman tuottovaatimuksessa on riskilisiä. Tämä johtuu siitä, että listautumisannissa yrityksen osakkeita merkitsevät sijoittajat odottavat korkeampaa tuottoa kuin mitä he saisivat ostaessaan velkakirjoja.

Listautumisprosessin kustannukset koostuvat mm. pääjärjestäjänä toimivan investointipankin komissioista. Suomessa ne ovat olleet keskimäärin 4 % annista (Torstila 2003, ref. Knüpfer & Puttonen 2004, 34). Palkkio voi olla kiinteä tai tulokseen perustuva. Toinen tärkeä kustannuserä syntyy usein ns. alihinnoittelusta, mikä tarkoittaa sitä, että listautumaton yritys joutuu yleensä listautumisen onnistumiseksi myymään osakkeensa todellista arvoa alhaisemmalla hinnalla, koska sillä ei ole markkinahintaa eikä -historiaa ennen listautumista (Knüpfer & Puttonen 2004, 33). Suomessa 85 yritystä listautui vuosina 1984–1992 ja alihinnoittelu oli keskimäärin 9,6 % (Ross & Westerfield & Jordan 1995, ref. Knüpfer & Puttonen 2004, 35).

Merkittävä kustannuserä syntyy myös juridisen ja taloudellisen due diligencen tekemisestä. Taloudellinen due diligence maksaa keskimäärin 100 000 – 200 000 euroa riippuen yrityksen koosta ja sen liiketoiminnan sisällöstä. Tämä on kuitenkin vain pieni osa kokonaiskustannuksista. Listautumisesitteen laatiminen on huomattavasti due diligencettä kalliimpaa. (Österlund 2009). Lisäksi kuluja syntyy palkkioista viestintätoimistolle ja -konsulteille sekä arvo-osuusjärjestelmään liittymisestä. Järkevin markkinapaikka Itellalle olisi OMX Nasdaq -pörssi, joka vaatii rekisteröitymismaksun.

Listautuminen tuo tulleessaan myös jatkuvaluonteisia kustannuksia. Niihin kuuluvat yhtiökokousjärjestelymaksut, viestinnästä ja tiedonantovelvollisuudesta syntyvät kulut ja lisääntyneen raportoinnin aiheuttamat henkilöstökulut. Lisäksi joudutaan suorittamaan OMX Nasdaq -pörssin vuosimaksu.

Tilinpäätöksen muuntaminen listautumisen vaatimaksi IFRS-tilinpäätökseksi on kallista. Lisäksi se vie aikaa keskimäärin puoli vuotta. (Kajala 2009; Österlund 2009.) Mahdolliset rahoitus- ja yritysjärjestelyt ennen listautumista lisäävät myös kustannuksia (Kajala 2009).

### 3 ITELLA OYJ

#### 3.1 Yhtiön esittely

Itella Oyj on perinteikäs ja kokonaan valtion omistuksessa oleva julkinen osakeyhtiö. Yhtiö jakaa itsensä kolmeen liiketoimintaryhmään: Itella Viestinvälitykseen, Itella Logistiikkaan ja Itella Informaatioon. Näiden lisäksi yhtiöön kuuluu NetPosti (kuvio 3).



KUVIO 3. Itellan organisaatio (Itella Oyj:n internet-sivut)

Itella viestinvälitys tarjoaa kirjeiden, lehtien ja suoramainosten jakelupalveluita, ja sen palveluita käyttävät eniten yritykset ja yhteisöt. Itellan toimialoista juuri viestinvälitys on suuren murroksen edessä, sillä laskujen vähittäinen siirtyminen digitaaliseen muotoon on kirjepostille suuri haaste. Sähköinen korvautuvuus harppaa eteenpäin sitä mukaa kun pankit, tele- ja sähköyhtiöt sekä muut suuret lähettäjäyritykset siirtävät kuluttajakirjeensä digitaaliseen muotoon. Lisäksi suuret painotalot ovat panostaneet verkkolehtiin, mikä vaikuttaa painettujen lehtien jakelun määrään. Haasteisiin Itella vastaa tuottavuutta parantamalla. Postinlajitteluun ja -jakeluun pyritään saamaan joustavuutta, jotta tuotantokapasiteettia voitaisiin käyttää mahdollisimman tehokkaasti. Tuottavuutta parannetaan myös mittavilla rakennushankkeilla sekä uusien lajittelukoneiden ja järjestelmien käyttöönotolla. Kyseessä on 160 miljoonan euron investointi, johon sisältyy mm. Kuopioon ja Ouluun rakennettavat uudet lajittelukeskukset. (Itellan vuosikertomus 2008, 6 ja 24.)

Viestinvälitys teki vuonna 2008 kaksi uutta päänavausta. Se osti markkinoinnin kampanjanhallintaan erikoistuneen DH Tools Oy:n, joka on Suomen suurin markkinoinnin ohjaus-

järjestelmiin erikoitunut yritys. Liiketoimintaryhmä laajeni myös ensimmäistä kertaa ulkomaille ostamalla venäläisen suoramarkkinointiyrityksen. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 7.)

Itella logistiikka keskittyy tuotevirtojen hallintaan eli rahti-, varastointi- ja jakelupalveluihin. Se pyrkii yhdistämään fyysiset ja sähköiset palvelut toimiviksi kokonaisuuksiksi. Palveluihin kuuluu myös konsultointia ja sopimuslogistiikkaa eli kuljetus-, varasto-, terminaalili-, huolinta- ja tullauspalveluita. Itella on voimakkaasti kansainvälistynyt logistiikan alalla yritysostoin. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 13–15.) Se on tällä hetkellä markkinajohtaja Venäjällä varastointipalveluissa (Toivonen 2009).

Itella Informaatio myy tietovirtojen hallintaa. Se tarjoaa ratkaisuja digitalisoituvaan viestintään. Nämä kattavat digitaalisen tulostuksen, sähköisen laskutuksen, dokumenttien hallinnan sekä suoramarkkinoinnin. Toimiala tarjoaa ratkaisuja yritysten ja yhteisöjen talous- ja palkkahallintoon, hankintatoimeen, asiakashankintaan ja markkinointiin. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 9–11.) Informaatiologistiikan tulevaisuus on kutkuttavasti auki. Nimenomaan tällä alalla Itellalla olisi mahdollista löytää uusia, kilpailemattomia markkina-alueita. Erittäin vahvalla konseptilla ja ylivoimaisilla innovaatioilla kilpailijat olisivat voitettavissa.

Edellä mainitun kolmen liiketoimintaryhmän lisäksi Itellaan kuuluu myös NetPosti, joka on sähköinen asiointipalvelu. Sen avulla voi vastaanottaa postia Internetin välityksellä. Palvelulla on 150 000 rekisteröitynyttä kuluttajaa. NetPosti on liitetty kiinteäksi osaksi S-pankin verkkopankkia. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 21.)

Itella on perustanut myös Itella IPS Oy:n (Itella Payment Services), jolle on haettu maksuliiketoimintayhteisön toimilupaa. Sen myötä Itella pääsee mukaan Finvoice verkkolaskujärjestelmään. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008 2009, 77.)

Vuonna 2008 Itellan liikevaihto oli 1 952,8 miljoonaa euroa ja sen liikevoitto 69,0 miljoonaa euroa (taulukko 1). Itellan myyntituloista 96 % tulee yrityksiltä ja yhteisöiltä. Asiakkaitensa kansainvälistymisen myötä Itella on laajentanut palvelujaan Itämeren alueelle ja Venäjälle. (Itellan vuosikertomus 2008, 24.) Kokonaisliikevaihdosta 31 % tuli Suomen ulkopuolelta. Kaikkiaan liikevaihto kasvoi kaikissa kolmessa liiketoimintaryhmässä, ja kasvusta 9,6 % tuli yritysostoista. Kasvua oli muissa maissa prosentuaalisesti enemmän

(34,1 %) kuin Suomessa (7,1 %). Kannattavuus heikentyi, ja operatiivinen liikevoitto laski huomattavasti. Syynä tähän olivat heikentyneet taloussuhdanteet sekä työvoimakulujen ja polttoaineiden hinnan suuri nousu. Nopeasti vaihtuneet suhdanteet vähensivät kaikkien palveluiden kysyntää Venäjää lukuun ottamatta. Tosin Venäjän talouskehitykseen liittyvät riskit tulevat heijastumaan myös Itellaan. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 77.)

Yritystojen johdosta Itellan liikevaihto kasvaa jonkin verran vuonna 2009. Kannattavuus ei kuitenkaan yllä vuoden 2008 tasolle johtuen tuotantokustannusten jyrkästä kasvusta. Kustannusten hallintaa ja kontrollia tullaankin tehostamaan. Myös valuuttakurssien vaihtelua tullaan tarkkailemaan, koska sillä on aiempaa huomattavasti suurempi vaikutus. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 77.)

Itellan liiketulos on vuoden 2009 loppua kohden heikentynyt selvästi, ja se alkaa olla varsin heikko. Konsernin liikevoitto laski 3,0 %:iin liikevaihdosta. Liikevoitto on parantunut Itella Informaatiossa, mutta heikentynyt Itella Viestinvälityksessä ja Itella Logistiikassa. Kaikissa konsernin yhtiöissä ja yksiköissä käytetään tehostettuja toimenpiteitä ulkoisten kulujen alentamiseksi. (Itellan osavuositarkastus Q/2.)

TAULUKKO 1. Itella Oyj:n tunnuslukuja (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 78)

		2008	2007
Liikevaihto	M€	1 952,9	1 710,6
Liikevoitto	M€	69,0	101,8
Liikevoitto	%	3,5	6,0
Taseen loppusumma	M€	1 370,5	1 119,1
Omavaraisuusaste	%	50,8	65,5
Nettovelkaantumisaste	%	14,2	-37,1
Oman pääoman tuotto	%	2,8	11,1
Sijoitetun pääoman tuotto	%	9,8	15,6
Henkilöstö yhteensä		28 163	25 623
Henkilöstö Suomessa		23 496	23 293
Osinkosumma	M€	10*	39
Valtion saama osinko	M€	10*	39

\*hallituksen ehdotus

### 3.2 Itella Oyj:n missio, visio ja strategia

Itellan keskeinen tehtävä, missio, on ollut koko historiansa ajan tuottaa ratkaisuja tavoittamiseen. Ratkaisut ovat muuttuneet ja kehittyneet, mutta perustehtävä on pysynyt samana. Tänä päivänä Itella rakentaa siltaa fyysisen ja digitaalisen maailman välille ja etsii aktiivisesti uusia sähköisiä tavoittamisen ratkaisuja. Itella huolehtii asiakkaittensa tuote- ja tietovirroista sekä auttaa yrityksiä myymään ja markkinoimaan, toimittamaan perille ja laskuttamaan. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 3.) Itella on sitoutunut kestävään kehitykseen, ja se haluaa toimia vastuullisesti niin ympäristöä, yhteiskuntaa kuin henkilöstöäkin kohtaan. (Itellan internet-sivut).

Itellan visio on olla yksi alansa johtavista yrityksistä Pohjois-Euroopassa (kuviot 4). Sen päämarkkina-alue on Pohjois- ja Itä-Eurooppa sekä Venäjä. Toiminta laajenee jo lähitulevaisuudessa uusiin maihin itäisessä Keski-Euroopassa. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 3.) Itellan pahimmat kilpailijat on luetteloitu taulukossa 2.

TAULUKKO 2. Itella Oyj:n kilpailijoita (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 78)

Yhtiö	Maa	Liikevaihto, M€
DPWN	Saksa	54 474
Österreichische Post	Itävalta	2 441
Posten Sverige	Ruotsi	2 835
TNT	Alankomaat	10 983
Post Danmark	Tanska	1 619

Itellan vuosien 2010 - 2014 strategia perustuu voimakkaaseen toiminnan kehittämiseen sekä peruspalveluissa että uusilla kasvavilla markkinoilla. (Itella Oyj laski liikkeeseen 150 miljoonan euron kotimaisen joukkovelkakirjalainan 2009). Konsernin strategian kannalta keskeistä on se, että uusi postilainsäädäntö astuu voimaan 1.1.2011, ja silloin kilpailun kansalliset esteet häviävät lopullisesti. Postit voivat tulla silloin toistensa markkinoille myös kirjejakelussa. Tällä hetkellä Ruotsin ja Tanskan postifusio Posten Norden kilpailee Suomessa jo pakettipalveluissa. (Toivonen 2009).

Itellan avaintavoitteena on kasvattaa vuoteen 2013 mennessä liikevaihtoa siten, että keskimääräinen vuosikasvu on vähintään 10 % ja liikevaihdosta tulisi 8 % olla voittoa. (Itellan vuosikertomus 2008. 2009, 3.) Itellan painopisteet vuonna 2009 ovat osaava ja motivoitu-

nut henkilöstö, innovatiiviset palvelut ja asiakasosaaminen, toimintatapojen ja tuottavuuden kehittäminen, kansainvälisen yrityksen johtamisjärjestelmä ja ympäristönäkökulma kaikkeen liiketoimintaan. (Itellan vuosikertomus 2008. 2009, 3.) Suomessa yritys on markkinajohtaja tietyillä informaatio- ja palvelulogistiikan alueilla. Muissa pohjoismaissa Itella segmentoi toimintansa tarkasti ja pyrkii erottumaan innovatiivisilla ratkaisuillaan. Venäjällä se on varastologistiikassa markkinajohtaja.

Tutkimustoiminnassa Itellan painopisteet ovat laskutuksen sähköistyminen, kuluttajien etäkauppartarpeet, joukkoviestintäkanavat ja asiakaslehdet. Uusia liiketoimintamalleja pyritään kehittämään mobiili-, paikantamis-, lajitteluautomaatio-, ja seurantateknologioihin sekä sosiaaliseen mediaan. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 25.)



KUVIO 4. Itellan strategia 2009-2013 (Itellan vuosikertomus 2008. 2009, 3)

### 3.3 Itella Oyj:n merkitys kansantaloudelle

Itella on Suomen valtion omistama osakeyhtiö, jonka toiminta rahoitetaan pelkästään asiakkailta saatavilla tuloilla. Se maksoi vuonna 2008 tuloksestaan 10,0 miljoonaa euroa valtiolle osinkoja sekä 35,4 miljoonaa euroa veroja. Osinkojen määrä oli selvästi pienempi kuin mitä edellisinä vuosina. Valtiolle tilitettiin myös postipalveluista säädetty arvonlisävero, joka on 22 %. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 24.)

Itella on Suomen suurimpia työnantajia, sillä sen henkilöstöön kuului 28 163 työntekijää vuoden 2008 lopussa Suomessa. Koko konserniin kuului samaan aikaan 31 672 työntekijää. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 25.)

Itellan taloudellisia vaikutuksia voi verrata pankki- ja teletoimintaan, koska yhtiö mahdollistaa satojen tuhansien yritysten ja julkisen sektorin toiminnan. Itellan toiminta tähtää siihen, että yrityksillä olisi hyvät toimintaedellytykset koko Suomessa. (Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009, 24.) Lisäksi varsinkin suomalaisille pienyrityksille Itella on tärkeä yhteistyökumppani Venäjän logistiikkamarkkinoilla.

### 3.4 Itella Oyj:n halukkuus listautua

Itellalla on perinteisesti ollut vahva kassa ja hyvä likviditeetti, ja siksi yritysostot on rahoitettu pääsääntöisesti kassavaroilla. Itellan omavaraisuus oli 51,1 % vuonna 2008, ja vuonna 2009 syyskuun loppuun saakka keskimäärin 49,6 %. (Toivonen 2009.) Itella käyttää rinnakkain erilaisia rahoitusmuotoja. Sillä on etunaan hyvä rahoitusasema, ja sen luottokelpoisuus niin korkea, että se pystyy valitsemaan edullisimman ja rahan käyttökohteen kannalta järkevimmän rahoitusmuodon. (Itella Oyj laski liikkeeseen 150 miljoonan euron kotimaisen joukkovelkakirjalainan 2009.)

Itellan konsernijohtaja Jukka Alho on vertaillut yhtiötään Ruotsin ja Tanskan postien fuusioon, ja hän on todennut, että Itella on modernimpi ja kansainvälisempi yhtiö kuin kyseinen postifuusio, johon Itella ei ole liittymässä. Hänen mielestään Itella on lähtenyt pohjoismaisia kilpailijoitaan ennakkoluulottomammin logistiikka- ja informaatiologistiikkaliiketoimintaan, ja yhtiön toimintojen tehostaminen on aloitettu kymmenen vuotta aikaisem-

min kuin mitä pohjoismaisilla kilpailijoilla. (Pohjoismainen fuusio ei saa Itellaa syttymään 2008.)

Ruotsin ja Tanskan postifuusio Posten Norden on varsin tuore ja sen läpivieminen sitoo voimavaroja vielä jonkin aikaa. Sen taustalla on postialan eurooppalainen rakennemuutos eli postit ovat laajentuneet ulkomaille ja uusille palvelualueille, koska yritykset vaativat ylikansallisia palveluja. (Toivonen 2009.) Tämä rakennemuutos koskee yhtä lailla Itellaakin.

Itella ei tällä hetkellä suunnittele listautumista päinvastoin kuin Ruotsin ja Tanskan postien fuusio. Valtion omistajaohjausyksikkö on kategorisoinut Itellan sellaisten yritysten joukkoon, jotka eivät ole nykyisellä lainsäädännöllä listattavissa. Itellan listautuminen vaatisi siis lainmuutoksen eduskunnassa. (Toivonen 2009.)

Itella olisi kyllä listautumiskelpoinen. Österlundin (2009) mukaan Itella täyttäisi paremmin listautumisvaatimukset kuin mitä moni pörssissä jo oleva yritys. Itella on hänen mielestään riittävän iso ja lisäksi sen kansainvälistyminen jatkuu. Sekin, että kilpailu on avautumassa kokonaan, on vain eduksi listautumiselle. Itella on ottanut tilinpäätöksessään käyttöön IFRS-normiston. Sitä tehdään Österlundin mukaan harvoin syyttä, koska se on hyvin kallista ja raskas prosessi ja liittyy usein listautumisvalmisteluihin tai yritysostoihin.

Itella laski liikkeelle marraskuussa 2009 joukkovelkakirjan ensimmäistä kertaa historiansa aikana. Se on kooltaan 150 miljoonaa euroa, ja se on listattu pörssiin, mikä tekee siitä houkuttelevan sijoituskohteen ja mahdollistaa siten liikkeellelaskijalle alhaisen korkotason. Sijoittajakunnasta tulee samalla laaja. Kansainvälinen rahoituskriisi on vaikuttanut siihen, että joukkovelkakirjalaina on nyt verrattain edullista rahoitusta Itellan kaltaiselle hyvän luotokelpoisuuden omaavalle yritykselle. (Itella Oyj laski liikkeeseen 150 miljoonan euron kotimaisen joukkovelkakirjalainan 2009.)

Itellan joukkovelkakirja noteerataan Nasdaq OMX Helsingin pörssissä, ja samalla Itella sitoutuu noudattamaan liikkeellelaskijan pörssivelvollisuuksia. Sen tulee huomioida jatkossa myös sisäpiirisäännöt sisäisessä tiedotuksessa ja ulkoisessa viestinnässä. Lisäksi se on velvollinen toteuttamaan säännöllistä ja jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta kaikista sellaisista seikoista, joilla voi olla vaikutusta sen kykyyn maksaa joukkovelkakirja takaisin. Nämä seikat pitävät sisällään muutokset vakavaraisuudessa, maksuvalmiudessa ja kyvyssä vasta-

ta sitoumuksista. (Itella Oyj laski liikkeeseen 150 miljoonan euron kotimaisen joukkovelkakirjalainan 2009.)

Joukkovelkakirjalainan liikkeellelaskeminen on merkittävää Itellalle. Sen myötä Itella tulee lähemmäksi pörssiyhtiöitä tiedonantovelvollisuuksissaan. Sijoittajat saavat itselleen tuotteen, joka on pörssinoteerattu, ja tämä muuttanee käsitystä Itellasta, jonka mieltäminen mahdolliseksi pörssiyhtiöksi lienee näin askelta lähempänä.

## 4 VALTIONYHTIÖIDEN OMISTUSPOHJAN MUUTOKSET JA OMISTUSJÄRJESTELYT

### 4.1 Corporate governance -suositus

Corporate governance tarkoittaa yritystoiminnan ja -rahoituksen organisoitumista, niihin liittyviä päätöksenteko- ja valvontamekanismeja sekä yrityksen eri tahojen aseman ja oikeuksien määrittelyä (Timonen 2000, 132). Sitä kutsutaan usein listautuneen yhtiön hallintokoodiksi.

Pörssin uusi corporate governance -suositus on olennainen parannus julkisesti noteerattujen yhtiöiden hallintokäytäntöjen kehittämisessä kansainvälisten, hyväksi koettujen standardien mukaisiksi. Suositus pyrkii yhtenäistämään toimintatapoja, parantamaan läpinäkyvyyttä ja yhtenäistämään sijoittajille ja osakkeenomistajille annettavaa tietoa. Suositus sisältää ohjeet yhtiökokousta, hallintoneuvostoa, hallitusta ja sen valiokuntia, toimitusjohtajaa ja muuta johtoa koskevista periaatteista. Suositus antaa myös ohjeet yhtiöiden sisäisen valvonnan, riskienhallinnan ja sisäisen tarkastuksen sekä sisäpiirihallinnon, tilintarkastuksen ja tiedottamisen osalta julkaistavista tiedoista. Valtion julkisesti noteerattujen intressiyhtiöiden on tullut noudattaa suositusta sen voimaantulosta 1.7.2004 lähtien. Tavoitteeksi on asetettu, että myös listaamattomat valtionyhtiöt seuraisivat mahdollisuuksien mukaan suositusta. (Vuoria 2004, 21.). Suositus koskee siis Itellaakin, joka noudattaa sitä erittäin hyvin niiltä osin, jotka eivät koske pelkästään pörssiyhtiöitä (Toivonen 2009).

Valtionyhtiöiden omistuksen ohjausta hoitavat virkamiehet ja poliitikot, joilla ei ole omistusta valtionyhtiöissä. Näin ollen omistuksen puutteesta johtuen heillä ei ole yhtä suurta vastuuta yhtiön valvonnasta kuin muilla sijoittajilla. Valtion omistusosuudet ovat useimmissa sen omistamissa yhtiöissä niin suuret, ettei nopea luopuminen niistä ole mahdollista vaikuttamatta yhtiön arvostukseen. Eduskunta päättää edelleen myyntivaltuuksista omistuksen laskiessa alle kahden kolmasosan, ja tämä jäykistää hallituksen toimintaa (Ikäheimo & Kontu & Kostander & Tainio & Uusitalo 2007, 60). Näistä syistä johtuen pidetään corporate governance -järjestelmän merkitystä valtionyhtiöissä muita yhtiötä suurempana (Kaisanlahti 2000; Timonen 2006, ref. Ikäheimo ym. 2007, 60).

#### 4.2 Valtionyhtiöiden omistuspohjan muutokset

Valtionyhtiöiden omistuspohjaan liittyvät ratkaisut tehdään eduskunnan antamien valtuuksien puitteissa. Tekniset ongelmat poistetaan valtionyhtiölakia tarkistamalla. Valtion erityistehtävää hoitavien yhtiöiden tulee säilyä valtion yksityisomistuksessa tai ainakin sen määräysvallassa ja vain niiden erityistehtävän merkityksen väheneminen tai poistuminen antaa mahdollisuuden omistuspohjan laajentumiseen. Toisaalta erityistehtävän hoitaminen voi tehostua muiden omistajien mukaantulon myötä. (Vuoria 2004, 33.) Itellalla on erityistehtävä, koska sen tulee turvata postin kulkua Suomessa syrjäseuduillakin.

Mikään hallintomalli ei automaattisesti takaa omistajaintressin toteutumista. Useimmissa tapauksissa paras ratkaisu olisi seuraava: ei hallintoneuvostoa ja hallitus koostuisi johdon ulkopuolisista, omistajia edustavista jäsenistä (Veranen 1996, 90). Itellan osalta on viime aikoihin saakka ollut vaikea kuvitella tilannetta, jossa hallintoneuvostosta luovuttaisiin, mutta nykyään asiasta ollaan valmiita keskustelemaan.

Kun ajatellaan omistuspohjan muutosta, niin yhtiöt voidaan jakaa kahteen ryhmään: niihin, joissa valtiolla on lähinnä sijoittajaintressi sekä niihin, joissa omistajuuteen sisältyy strateginen intressi. Jos kyseessä on vain sijoittajaintressi, valtio voi luopua omistuksestaan kokonaan tai osittain eikä enemmistöomistuksella tai osakeyhtiölain mukaisen määrävähemmistön säilymisellä ole suurta merkitystä, kun taas strateginen intressi voi perustella merkittävän omistusosuuden säilyttämisen. (Vuoria 2004, 33.)

Itellaan liittyy strateginen intressi, joten sen myyminen kokonaan kilpailijoille vaatisi uutta lainsäädäntöä ja vahvaa poliittista tahtoa. Sen sijaan Itellan listautuminen pörssiin olisi tätä helpompi tapa hankkia tuloja, vaikka se vaatisi lain muutosta. Poliittisesti listautuminen onnistuisi varmaan helpoimmin, jos Itella säilyttäisi enemmistön osakkeista itsellään.

#### 4.3 Omistusjärjestelyt

Omistusjärjestelyt tähtäävät parhaan taloudellisen kokonaistuloksen saavuttamiseen. Yhtiön tai sen osakkeiden hinta on tärkeintä. Myyntiä rajoittavat kuitenkin kotimaisen teollisuuden ja talouselämän toimialakohtaisten toimintaedellytysten ja kilpailukyvyn turvaaminen, osaamisen säilyttäminen ja järjestelyjen kilpailu- ja työllisyysvaikutukset. (Vuoria 2004, 33.)

Omistusjärjestelyjen ja osakemyyntien tavoitteena on vakaa omistuspohja. Kotimaisten instituutioiden ja piensijoittajien sekä yhtiön henkilöstön mahdollisuudet tulla osakkeenomistajiksi ovat tärkeitä tekijöitä osakemyyntien yhteydessä. (Vuoria 2004, 33.) Itellalla on yli 25 000 työntekijää, ja he olisivat todennäköisesti tärkeä osakasryhmä jos yritys listautuisi. Soneran listautuessa sen työntekijöille tarjottiin osakkeita kohtuulliseen hintaan, ja heitä vielä sitoutettiin omistamaan niitä pitkään bonusjärjestelyllä.

#### 4.4 Valtion omistajaohjaus

Valtion omistajaohjausta ja sen järjestämistä arvioitaessa on tärkeää toimia markkinoiden ehdoilla. Markkinaohjautuvuuden ja markkinaehtoisuuden kannalta ratkaiseva askel otetaan silloin kun yhtiö listataan pörssiin. Julkinen noteeraus sulkee yhtiöltä muun kuin kilpailun tai markkinoiden kautta tapahtuvan mahdollisuuden hoitaa erityistehtäviä arvopaperimarkkinoiden ja osakesijoittamisen osalta. (Vuoria 2004, 11.) Valtion omistajaohjauksessa on korostettu sitä, että pörssinoteeratut valtion osakkuusyhtiöt toimivat samoilla pelisäännöillä kuin muut pörssinoteeratut yhtiöt. Valtio käyttää valtaansa yhtiökokouksissa, mutta ei vaadi erivapauksia tai muista omistajista poikkeavia oikeuksia (Valtion talouden tarkastusvirasto 2006, 32). Se, kuinka monta prosenttia Itella myisi osakekannastaan, ei siis vaikuttaisi tulevien muiden osakkaiden asemaan.

Julkisesti noteerattujen valtion intressiyhtiöiden on tärkeää ymmärtää, että yhtiöt omistussuhteista riippumatta ovat velvollisia varmistamaan osakkaitensa yhdenvertaisuuden (Vuoria 2004, 11). Valtion päätöksenteko omistajapolitiikan suhteen kuuluu viranomaisille, mutta osakeyhtiöiden toimi-elimissä liiketoimintaan liittyvä päätöksenteko ei voi olla poliittista tai viranomaistoimintaa (Vuoria 2004, 12).

Valtion osinkopolitiikassa on lähtökohtana seuraavat periaatteet (Kaisanlahti 2001, 49–50):

- 1 Osingot määritellään yhtiökohtaisesti.
- 2 Jokaisen valtionyhtiön tulee maksaa toimialallaan vertailukelpoinen osinko, joka on myös kansainvälisesti riittävän kilpailukykyinen.
- 3 Osinkotavoitteet asetetaan ensisijassa yhtiöiden tuloksen perusteella pyrkien kuitenkin mahdollisuuksien mukaan vuosittain suhteellisen tasaiseen osinkovirtaan.
- 4 Osinkotavoitteita määrättäessä kiinnitetään huomiota yhtiöiden vakavaraisuuteen ja markkina- tai muusta kilpailutilanteesta johtuvaan erityisasemaan.

Valtion osinkopolitiikka näyttää olevan täysin yhteneväinen yksityisten yritysten kanssa, eikä ainakaan se olisi esteenä Itellan listautumiselle. Valtio on selkeästi linjannut suuntaaviansa omistajapolitiikan suhteen. Se on listannut monta yhtiötään menestyksekkäästi pörssiin. Vahva pohja Itellan listautumiselle olisi siis olemassa. Sen sijaan valtionyhtymän myynti kokonaan kilpailijoille on selvästi harvinaisempaa. Itellasta saisi todennäköisesti sen Itämeren alueen ja muilta eurooppalaisilta kilpailijoiltaan paremman hinnan kuin mitä listautumisesta, mutta poliittisesti Itellan myyminen sen kilpailijoilleen olisi tällä hetkellä mahdotonta.

#### 4.5 Palkkio- ja kannustinjärjestelmät

Palkkio- ja kannustinjärjestelmät ovat keskeisiä valtion omistajaohjauksen instrumentteja, ja niillä voidaan vaikuttaa johdon motivoitumiseen ja sitoutumiseen. Valtion omistajapolitiikan näkemyksen mukaan johdon ja henkilöstön rooli ovat lähes yhtä tärkeitä menestystekijöitä, ja palkitsemista koskevat periaatepäätökset korostavat koko henkilöstöä koskevien palkitsemisjärjestelmien kehittämistä johdon kannustinjärjestelmien rinnalle.

(Ikäheimo ym. 2007, 60.) Yksi hallituksen tärkeimmistä tehtävistä onkin varmistaa se, että yrityksen ohjaus- ja palkkiojärjestelmät palvelevat omistajaintressien toteutumista

(Veranen 1996, 92). Lisäksi omistajien käyttämät palkkiojärjestelmät viestivät johdolle sekä koko organisaatiolle tehokkaasti sen, mitä omistajat odottavat ja mihin on pyrittävä (Veranen 1996, 109). Taloudellisen lisäarvon nostaminen ohjaus- ja palkkiojärjestelmän keskeiseksi tekijäksi määrittelee, että yksi ja sama taloudellinen mittari toimii strategioiden ja investointipäätösten arviointiperusteena sekä budjetin ja bonusjärjestelmän perustana (Veranen 1996, 111).

Itellassa kannustimien käyttöä voi vaikeuttaa se seikka, että Itellalla on edelleen käytössä hallintoneuvosto, vaikka Valtionyhtiöryhmä ehdotti jo vuonna 1993 hallintomallia, jossa hallintoneuvostosta luovuttaisiin ja omistajaohjaus tapahtuisi yhtiön hallituksesta käsin. Jos hallintoneuvosto on suuri ja hallituksessa toimii yrityksen toimiva johto, on hallintoneuvoston rooli pulmallinen, ja tällöin on olemassa vaara, että yksittäiset jäsenet eivät tunne kovin suurta vastuuta yrityksen menestymisestä. Hallintoneuvosto saattaa joutua toimimaan liiaksi johdolta saamansa tiedon varassa, ja se kokoontuu vain kuuntelemaan johdon esitelmiä ja siunaamaan sen päätöksiä. (Veranen 1996, 86–87.) Itellan hallituksessa istuu 9 jäsentä ja toimitusjohtaja ei ole hallituksen jäsen. Hallintoneuvostossa on 12 jäsentä. Heistä lähes kaikki ovat kansanedustajia, ja jokainen heistä on poliittisesti sitoutunut.

Tällä hetkellä tulospalkkioiden määräytymisperusteet eivät ole läpinäkyviä valtionyhtiöissä (Ikäheimo ym. 2007, 76). Jos Itella listattaisiin, niin yhtiön kehityksen kannalta olisi olennaista, että määräytymisperusteet olisivat julkisesti tiedossa. Itellan uusimmassa vuosikertomuksessa avoimuuden tielle on jo osittain lähdettykin. Täysi avoimuus selkeyttäisi pelisääntöjä sekä mahdollisesti toimisi kannustimenakin.

Ikäheimon ym. mukaan (2007, 76.) sekä tulospalkkauksella että erityisesti osakesidonnaisilla järjestelmillä on myönteisiä vaikutuksia yritysten menestykselle. Osakesidonnaisissa järjestelmissä ei ole havaittu väärinkäytöksiä ja niiden tärkein merkitys on sitouttaminen. Tätä merkitystä voidaan vielä lisätä työsuhdeoptioiden osalta pidentämällä niiden luovutusrajaa, pienentämällä kerralla käytettävien optioiden määrää ja supistamalla johdon valintamahdollisuuksia käytön ajankohdasta. (Ikäheimo ym. 2007, 76.) Timosen (2000) mukaan näyttö tulospalkkauksen merkityksestä yrityksen suorituskyvyille ei ole kuitenkaan yksiselitteinen.

Kauppa- ja teollisuusministeriön talouspoliittiselle ministerivaliokunnalle antaman selonteon mukaan julkisesti noteeraamattomien valtionyhtiöiden kannustejärjestelmän tulisi

kannustaa ja sitouttaa ylin johto pitkäjänteiseen yhtiön tuloksenteke- ja osingonmaksukykyyn, ja osakkeen arvon positiiviseen kehittämiseen. Järjestelmän tulisi olla läpinäkyvä, jotta ulkopuolinen saisi käsityksen sen sisällöstä. Sen laskentaperusteet tulisi olla sellaisia, että niiden pohjalta voidaan yksiselitteisesti arvioida osakkeiden merkintähinta ja osakkeiden arvon kehitys. Ylimmän johdon sitouttamis- ja kannustejärjestelmien piiriin voi yleensä tulla enintään 10 % yhtiön osakekannasta, ellei esim. yhtiön pienuus vaikuta asiaan. Järjestelmän tulee antaa tarvittaessa mahdollisuus johdolle myydä tai lunastaa saamansa osakkeet. Myös koko henkilöstöä sitouttavia kannustejärjestelmiä tulisi kehittää. (Kaisanlahti 2001, 62.)

Soneran ja Fortumin vuoden 2002 optiojärjestelmät saivat aikaan paljon keskustelua kannustinjärjestelmistä, ja omistajapolitiikan ohjeistusta tarkasteltiin valtioneuvostossa vuonna 2004. Sen mukaan valtio on omistajana valmis edistämään työllisyyttä ja pitkäjänteistä henkilöstöpolitiikkaa. Tällä hetkellä optiot ovat erityisen kiinnostuksen kohteena ja niille on suunniteltu ylärajaa, jottei yritysjohto tienaisi kohtuuttoman suuria palkkioita valtionyrityksissä.

#### 4.6 Yhteiskuntavastuun merkitys listautumiselle

Koska Itellalla on velvoite postin toimittamisesta kaikille kansalaisilleen, sillä on tärkeä yhteiskunnallinen vastuu, ja pörssiyhtiönä se siten olisi poikkeava. Tämä asetelma voisi vaikuttaa myös Itellan osakkeiden arvon kehitykseen. Itella ei voi olla huomioimatta yhteiskuntavastuutaan, jollei laki muutu.

Yhteiskuntavastuun ideologiat jaetaan Sillanpään (1990) mukaan kolmeen ryhmään:

- 1 Omistajalähtöiset ideologiat
- 2 Sidosryhmälähtöiset ideologiat
- 3 Laajan sosiaalisen vastuun ideologiat

Omistajalähtöinen ideologia on yhä useamman yrityksen ohjenuora. Vuosikertomuksista voi lukea, että yrityksen tarkoituksena on lisäarvon tuotto omistajille. Usein mainitaan myös lisäarvon tuottaminen asiakkaille.

Sidosryhmälähtöinen ideologia on nousussa, ja monet yritykset pyrkivät tyydyttämään myös muiden kuin edellä mainittujen sidosryhmien tarpeita. Nämä tarpeet asetetaan kuitenkin hierarkkiseen järjestykseen, ja ylimpänä on omistajien etu. (Ketola 2005, 20.) Sidosryhmälähtöisyys ei kuitenkaan tuota entistä vastuullisempaa liiketoimintaa kaikilla toimialoilla (Rantanen 2005, ref. Ketola 2005, 20).

Laajan vastuun eli kestävän kehityksen ideologian yrityksiä ei käytännössä vielä ole. Niiden tarkoitus on lisätä yhteiskunnan hyvinvointia, ja liikevoitto ei ole niille päätarkoitus. Hyvinvoinnin lisäämiseen voidaan päästä sosiaalisten ja ekologisten tavoitteiden kautta. (Ketola 2005, 20).

Näistä ideologioista Itella edustaa selvästi sidosryhmälähtöistä. Tosin sillä on yksi valtavan suuri sidosryhmä: kaikki Suomen kansalaiset, jotka odottavat nopeaa postin saantia maan joka kolkkaan. Näin suuri sidosryhmä voi mietittyä mahdollisia osakkaita, mutta toisaalta se voi olla etukin, koska Itellalla on valmiina erittäin laaja asiakaskunta. Tosin kilpailun vapautuessa kokonaan Itella joutuu kamppailemaan yhä enemmän pitääkseen asiakkaansa.

EU:n parlamentin 31. tammikuuta 2008 hyväksymä postidirektiivi vapauttaa postitoiminnan kilpailulle EU:n alueella. Direktiivi tulee voimaan vuoden 2011 alussa (muutamissa siirtymäajan maissa vuonna 2013), ja uusi postidirektiivi turvaa viisipäiväisen postinjakelun kaikkialle Suomessa myös jatkossa. Kuluttajien lähettämä kirjeposti on tulevaisuudessakin samanhintaista paikkakunnasta riippumatta. (EU:n postidirektiivi muuttaa valtakunnallisten postipalvelujen edellytyksiä 2008.)

Uusi direktiivi ei edellytä Itellan kanssa kilpailevia postiyrityksiä jakamaan postia viitenä päivänä viikossa, mikä on ollut lainsäädännön vaatimus Suomessa tähän asti. Jatkossa tällainen velvoite voi koskea vain yleispalveluvelvoitetta hoitavaa yritystä eli Suomessa Itellaa. Sen kanssa kilpailevat yritykset, jotka toimisivat vain suurimmissa kaupungeissa, voisivat jakaa isojen lähettäjäyritysten kirjeitä esimerkiksi joka toinen päivä ja täten hinnoitella jakelun nykyistä edullisemmin. Peruspostipalvelujen tuottamisen rahoitus pohja kaventuneekin merkittävästi. Mahdollista on, että direktiivi johtaa postipalvelujen hintojen alueelliseen eriytymiseen, jolloin suurimpiin kaupunkeihin lähetettävä posti on hinnaltaan edullisempaa kuin muualle. Näin on käynyt jo mm. Ruotsissa. (EU:n postidirektiivi muuttaa valtakunnallisten postipalvelujen edellytyksiä 2008.)

Postidirektiivi antaa kansalliselle lainsäädännölle erilaisia vaihtoehtoja yleispalvelun rahoituksen järjestämiseksi. Pääjohtaja Alhon mukaan Itella tulee jatkossakin huolehtimaan postipalvelujen saatavuudesta kaikkialla Suomessa. Hän toteaa myös, että jää nähtäväksi kuinka rahoitus hoidetaan ja jatkaa, että direktiivi antaa erilaisia keinoja rahoituksen järjestämiseksi. (EU:n postidirektiivi muuttaa valtakunnallisten postipalvelujen edellytyksiä 2008.) Yksi näistä voisi olla listautuminen.

## 5 MENETELMIÄ ITELLA OYJ:N ARVON MÄÄRITTÄMISEKSI JA SEN OSAKKEIDEN HINNOITTELEMISEKSI

### 5.1 Arvonmäärityksen perusteita

Rahoitusteorian mukaan yrityksen arvoa määritettäessä päästään samaan lopputulokseen käyttäen laskemien lähtöarvona joko kassavirtaa, osinkoa tai taloudellista lisäarvoa. Käytäntö kuitenkin osoittaa, että eri menetelmät antavat eri lopputuloksen. Olennaista on se, minkä suuruiseksi valitaan laskelman ensimmäisen vuoden kassavirta, osinko tai taloudellinen lisäarvo, ja ongelmallista on, että nämä lasketaan usein keskiarvona kahdelta tai kolmelta edelliseltä vuodelta. Nämä edeltäneet vuodet eivät välttämättä anna realistista kuvaa yrityksen tuloksesta nykyhetkestä eteenpäin, sillä esimerkiksi suuret investoinnit vääristävät kassavirtojen antamaa kuvaa yrityksen arvosta. Samoin osingonjako voi olla poikkeuksellisesta ja johtaa yrityksen arvon määrittäjiä harhaan. (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 59.)

Osakkeen arvonmääritys on pohjimmiltaan yksinkertaista, koska sen arvo on sen tuottamisen kassavirtojen nykyarvo. Ongelmana on kuitenkin se, että tulevat kassavirrat ovat vaikeasti arvioitavissa, sillä oman pääoman sijoittajat saavat tuottoensa osinkoina. Niiden määrä on riippuvainen yrityksen tuloksesta. Osakkeen maturiteetti on ikuinen, joten kassavirtoja pitäisi pystyä ennustamaan ikuisuuteen saakka, ja tämä ei ole mahdollista. (Nikkinen ym. 2002, 141.)

Käytännössä listautumisannin pääjärjestäjä tekee arvonmäärityksen, mikä pitkälti perustuu ennustamiseen, jonka luotettavuutta tarkennetaan taloudellisen due diligencen yhteydessä

(Inha & Kuittinen & Makkonen & Päällysaho & Raunio & Reinikainen 2003, 26). Arvonmääritys on aina subjektiivista ja se vaatii paljon oletuksia, jotka ovat aikaan ja käytettävis- sä olevaan informaatioon pohjautuvia. Arvonmääritys edellyttää todella hyvää perehtynei- syyttä yritykseen ja sen toimintaympäristöön. Sitä ei käytetä pelkästään listaamattomiin yrityksiin, sillä vaikka listatun yrityksen arvon näkeekin parhaiten pörssistä, niin arvon- määritystä voidaan käyttää listatun yrityksen strategisena ohjausvälineenä liikearvoa luovien ja vähentävien tekijöiden havaitsemiseen (Knüpfer & Puttonen 2004, 208.)

Itellan mahdollista listautumista tulisi edeltää yhtiön arvonmääritys, minkä tekemiseksi on olemassa useita menetelmiä. Nämä voidaan jakaa mm. kassavirtamalleihin ja kerroinmene- telmiin. Itellan arvo voidaan laskea myös osinkoperusteisella mallilla sekä käyttämällä eri- laisia tunnuslukuja. Arvonmääritys voi olla vain suuntaa antavaa, ja se ainoastaan haarukoi yrityksen arvoa muiden tekijöiden ohella.

## 5.2 Kassavirran käyttö arvonmäärityksessä

Kassavirta yhdessä pääoman tuottovaatimuksen kanssa määrää yrityksen arvon. Kassavir- toja laskettaessa on olennaista erottaa toisistaan liiketoiminnan ja rahoituspäätösten aiheut- tamat kassavirrat. Näin saadaan oikea kuva yrityksen liiketoiminnan kyvystä tuottaa kassa- virtaa. (Knüpfer & Puttonen 2004, 209.)

Liiketoiminnan kassavirta (OCF, operating cash flow) lasketaan seuraavasti:

Liiketoiminnan kassavirta = Liikevoitto – Laskennalliset verot + Poistot

Liikevoitto kuvaa liikevaihdosta kulujen vähentämisen jälkeen jäävää kassavirtaa. Verot vähennetään liikevoitosta, koska ne ovat kassaperusteisia. Laskennallisilla veroilla tarkoi- tetaan liikevoittoa kerrottuna yritysverokannalla, ja ne eroavat maksetuista veroista siten, että maksetuissa veroissa on mukana rahoituskulujen veroja vähentävä vaikutus. Tämä vaikutus otetaan huomioon toisaalla pääoman kustannuksessa. Poistot lisätään kassavir- taan, koska ne eivät aiheuta kassastamaksuja. Poistojen tarkoituksena on jakaa yrityksen investointien kustannukset pitkälle ajanjaksolle, jotta menot kohdistuisivat paremmin tu- loihin, mutta rahoituksen näkökulmasta investointien käsittely kuuluu kokonaisuudessaan

niiden tekohetkeen, koska juuri silloin niiden vaikutukset näkyvät kassassa. (Knüpfer & Puttonen 2004, 209–210.)

Liiketoiminnan kassavirtaa parempi mittari rahoituksen sovellutuksia varten on vapaa kassavirta (FCF, free cash flow). Se kertoo kuinka paljon yrityksen tuottamasta kassavirrasta jää sellaista rahaa, joka voitaisiin jakaa oman ja vieraan pääoman sijoittajille kaikkien liiketoimintaan ja investointeihin liittyvien kassastamaksujen vähentämisen jälkeen. Investointeja on kahdenlaisia: pitkäaikaisia ja käyttöpääomaan kohdistuvia. Tekemällä oikaisuja investointien osalta voidaan liiketoiminnan kassavirrasta laskea vapaa kassavirta. (Knüpfer & Puttonen 2004, 210.)

Vapaa kassavirta = Liiketoiminnan kassavirta – Nettoinvestoinnit – Käyttöpääoman muutos.

Nettoinvestoinnit kertovat tosiasialliset investoinnit. Käyttöpääomaa lisäävät vaihtomaisuus ja myyntisaamiset sekä vähentävät ostovelat. (Knüpfer & Puttonen 2004, 210.)

Saarnio, Puttonen ja Eronen määrittelevät kassavirran selkeämmin (2000, 57). Yksi tapa heidän mielestään on summata kaikkien niiden tahojen yrityksestä saamat kassavirrat, jotka ovat sijoittaneet yritykseen eli käytännössä velkojien korot ja lyhennykset ja toisaalta osakkaiden osingot ja osakkeiden takaisinostot. Samaan tulokseen johtaa myös se, jos vähennetään yrityksen vuotuisesta operatiivisesta tuloksesta vuotuiset investoinnit sekä yrityksen juoksevaan liiketoimintaan sitoutuneen pääoman muutos ilman käteisvaroja.

Kassavirtamallit perustuvat vapaiden kassavirtojen nykyarvon laskemiseen diskonttaamalla ne nykyhetkeen. Mallien etuna on se, että osinkopolitiikka ei vaikuta mallin soveltamiseen ja myös se, että kirjapidolliset erät eivät vaikuta kassavirran määrään.

### 5.3 Kassavirtamallit

#### 5.3.1 Vapaiden kassavirtojen malli

Vapaiden kassavirtojen mallissa laaditaan ennusteet tuleville vapaille kassavirroille. Ennusteet voivat ulottua esimerkiksi viiden vuoden päähän. Saadut ennusteet diskontataan

nykyhetkeen käyttämällä pääoman kustannuksena pääoman keskimääräiskustannusta (WACC, Weighted Average Cost of Capital). Tämä määritellään veroilla vähennettynä, koska korkomaksujen vähennyskelpoisuus on otettava tuottovaatimuksessa huomioon. (Knüpfer & Puttonen 2007, 236.)

$$\text{Yrityksen arvo} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}_t}{(1+WACC)^t},$$

jossa FCF = vapaa kassavirta ja WACC = pääoman keskimääräiskustannus.

$$\text{WACC} = (E/V) * \text{RE} + (D/V) * [(\text{RD} * (1-T_c))], \text{ jossa}$$

E = yrityksen oman pääoman markkina-arvo

D = vieraan pääoman markkina-arvo

V = koko pääoman markkina-arvo

RE = oman pääoman tuottovaatimus

RD = vieraan pääoman tuottovaatimus

T<sub>c</sub> = yhtiöverokanta

Kaava antaa koko yrityksen arvon, jossa on mukana sekä oma että vieras pääoma. Jos halutaan tietää oman pääoman arvo, on yrityksen arvosta vähennettävä vielä velat, jolloin jäljelle jää yrityksen arvo. (Niskanen & Niskanen 2007, 145 ; Knüpfer & Puttonen 2004, 211–212.)

Koska kassavirtaennusteita on usein huonosti saatavilla, niiden tekeminen aloitetaan käytännössä osakekohtaisesta voitosta, mikä muokataan siten, että saadaan esiin vapaa kassavirta. Suurimmat erot voiton ja kassavirran välillä aiheutuvat käyttöomaisuusinvestoinneista ja poistoista.

Käytännössä kassavirtoja ennustetaan vain muutamaksi vuodeksi eteenpäin. Loppuajan kassavirtoja kutsutaan jäännösarvoksi. Sen arvo voidaan laskea esim. P/E-luvun avulla olettamalla, että yrityksellä on jäännösarvon aikaan tietty toimialan keskimääräinen P/E-luku, joka on säilynyt nykyhetkestä samana. Menetelmä on hyvin epävarma. Toinen tapa jäännösarvon laskemiselle on olettaa kassavirroille tietty kasvuvauhti. Tämäkään menetelmä ei ole kovin luotettava, sillä ainoa selkeä lähtökohta kasvuvauhdin ennustamiselle on kansantalouden keskimääräinen kasvuvauhti. (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 57–58.)

### 5.3.2 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli perustuu lisäarvojen (voittojen) diskonttaamiseen, ja sen lähtökohtana on jäännöstuotto-ajattelu. Jäännöstuotto tarkoittaa summaa, jolla jokin tietty investointi lisää yrityksen nettonykyarvoa. Se saadaan vähentämällä tuotosta tuottovaatimus, joka on kerrottu sijoitetulla pääomalla:

$$\text{Jäännöstuotto} = \text{tuotto} - \text{tuottovaatimus} \times \text{sijoitettu pääoma.}$$

Asia voidaan esittää myös siten, että diskontatut tulevien vuosien lisäarvot lisätään yrityksen liiketoimintaan sitoutuneeseen pääomaan. Ongelmana on tulevien vuosien lisäarvojen ennakoiminen pitkälle tulevaisuuteen. Samoin kuin kassavirtalaskelmissa pyritään lähi-vuosien kasvulle antamaan jokin nykyiseen kasvuvauhtiin perustuva arvo sekä laskemaan jäljelle jäävälle aikavälille bruttokansantuotteen kasvua mukaileva arvo. (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 59.) Bruttokansantuotteen kasvun ennustaminen on ongelmallista, minkä taloustaantuma on jälleen todistanut. Kansainvälisen yrityksen ollessa kyseessä sen kotimaan bruttokansantuotteen kasvun ennustaminen ei riittäisi taloudellisen lisäarvon laskemiseen.

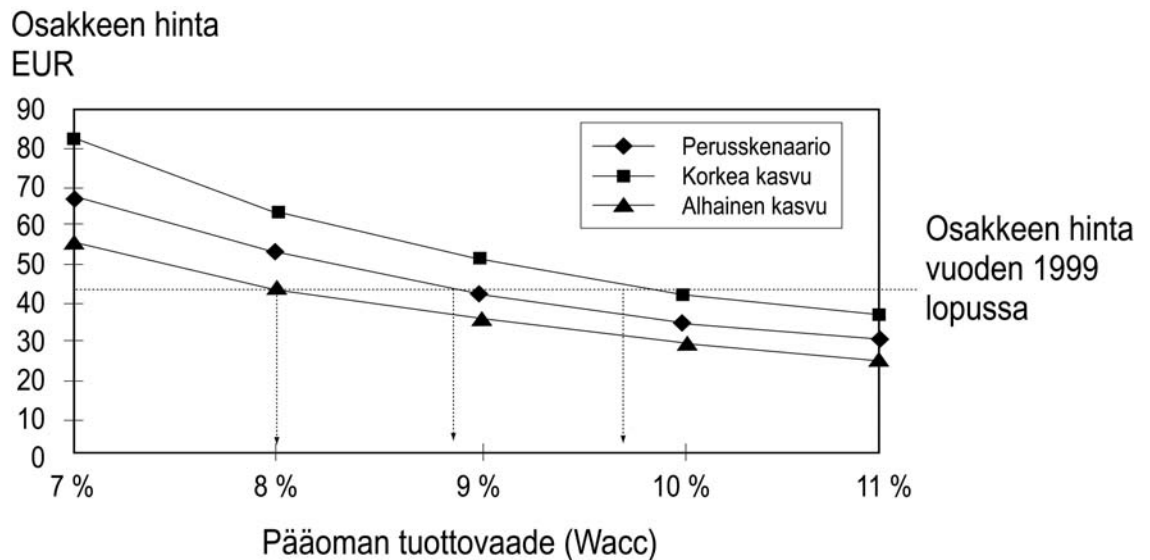
Laskentamalli yrityksen arvolle viiden vuoden taloudellisen lisäarvon ja niiden jälkeisen lisäarvon mukaan on seuraava:

$$\begin{aligned} \text{Yrityksen arvo} = & \frac{EP_1}{1+k} + \frac{EP_2}{(1+k)^2} + \frac{EP_3}{(1+k)^3} + \frac{EP_4}{(1+k)^4} \\ & + \frac{EP_5}{(1+k)^5} + \frac{EP_5(1+g)}{(k-g)(1+k)^5} + bv_0 \end{aligned}$$

jossa  $EP_t$  on taloudellinen lisäarvo vuonna  $t$ ,  $k$  pääomantuottovaade,  $g$  taloudellisen lisäarvon vuotuinen kasvuprosentti viidennestä vuodesta eteenpäin ja  $bv_0$  nykyisen liiketoiminnan sitoma pääoma. (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 57–58.)

Kuviossa 5 esitetään Nokian arvo vuoden 1999 lopussa lisäarvomallia hyväksi käyttäen. Pääoman tuottovaatimuksena on 8,8 %, ja Nokian vuoden 1999 taloudellinen lisäarvo on

laskelman lähtökohta. Lisäarvon tulevaisuuden kasvuoletukseksi on valittu 45 % vuosiksi 2000–2002 ja 10 % vuosiksi 2003–2015. Vuoden 2015 jälkeisille vuosille kasvuoletus on bruttokansantuotteen mukainen 3 %. Kuviossa perusskenaarion käyrä esittää näiden oletusten antamaa tulosta. (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 60–61.)



KUVIO 5. Nokian osakkeen hinta laskettuna tulevien vuosien taloudellisista lisäarvoista (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 61)

Arvonmääritykseen liittyy olennaisesti herkkyysanalyysi (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 61). Se on yksinkertainen ja hyödyllinen keino analysoida yrityksen arvon herkkyyttä tulevaisuuden tuottojen ja kustannusten muutoksille (Knupfer & Puttonen, 96). Kuvio 5 kertoo herkkyysanalyysin tärkeydestä. Keskimmäisen käyrän ylä- ja alapuolella on tuotto-odotusta muutettu. Korkean kasvun mallissa se on 49,5 % ja alhaisen kasvun mallissa 40,5 %. Tämä 10 %:n muutos tuotto-odotuksessa eli taloudellisen lisäarvon kasvussa vaikuttaa osakkeen arvoon yhtä paljon kuin yhden prosentin muutos pääoman tuottovaateessa (kuviossa WACC, kaavassa k). (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 60–61.) Itellan arvoa määrittäessä vastaava herkkyysanalyysi olisikin hyvin tarpeellinen.

#### 5.4 Tunnusluvut ja kerroinmenetelmät

Kassavirtamallien rinnalla käytetään usein tunnuslukuja hyödyntäviä kerroinmenetelmiä. Toisinaan kassavirtamallien käyttö ei ole edes mahdollista, ja silloin on tyydyttävä kerroinmenetelmiin.

Itellan arvon määrittämisessä voidaan käyttää erilaisia tunnuslukuja, joita vertaillaan muiden saman alan yritysten tunnuslukuihin. Yritysten olisi hyvä olla mahdollisimman samankaltaisia. Tunnuslukujen eroavaisuuteen vaikuttavat eniten riskinotto ja tuloksen kasvunopeus. Jos kahden yrityksen tunnusluvut poikkeavat toisistaan, vaikka näiden yritysten riskisyys ja tuloksen kasvunopeus ovat samaa luokkaa, toinen yritys on hinnoiteltu kalliimmin kuin toinen. Tämä kertoo kuitenkin vain hinnoittelun välisestä suhteesta, eikä siitä ovatko kummatkin yli- tai alihinnoiteltuja. (Nikkinen ym. 2002, 142.)

Osakkeen arvon määrittämisessä viitataan usein yrityksen oman pääoman substanssi- eli kirja-arvoon, mikä voidaan laskea taseesta jakamalla oma pääoma osakkeiden lukumäärällä. Pörssiin listatun yrityksen osakkeella on myös markkina-arvo, joka on yleensä moninkertainen kirja-arvoon verrattuna. (Knüpfer & Puttonen 2007, 89.)

Arvonmäärittämisessä käytettävät tunnusluvut pohjautuvat panos-tuotos -ajatteluun. Ne mittaavat yleensä oman pääoman markkina-arvoa (price, P) ja jonkin toiminnan laajuutta kuvaavan muuttujan suhdetta. Näitä muuttujia ovat mm. vapaa kassavirta (free cash flow, FCF), liikevaihto (sales, S), tasesubstanssi (book value, BV) ja (earnings, E). Vastaavat tunnusluvut kuvaavat kassavirtaa (P/FCF), toiminnan laajuutta (P/S), tasesubstanssia (P/BV) ja yrityksen nettotulosta (P/E). (Nikkinen ym. 2002, 142.) Yleisin rahoituksen alan tutkimuksessa käytettävä tunnusluku on yrityksen markkina-arvon ja oman pääoman kirja-arvon välinen suhde (M/B) (Knüpfer & Puttonen 2004, 147). Markkina-arvon ollessa suurempi kuin kirja-arvo yrityksellä uskotaan olevan kasvupotentiaalia. Päinvastaisessa tapauksessa markkinat tulkitsevat, että osakkeen hinnan nousuun ei ole edellytyksiä. (Niskanen & Niskanen 2003, 155–156.) Sijoittajat seuraavat yleisimmin P/E -lukua (Knüpfer & Puttonen 2004, 207).

Suhteellista hinnoittelua voidaan käyttää yrityksille, jotka eivät ole noteerattuja pörssissä. Osakkeiden arvo voidaan määrittää suhteuttamalla yrityksen tunnusluvut toisiin saman alan pörssinoteerattuihin yrityksiin. Menetelmä on käytössä varsinkin haarukoidessa listautuvan yrityksen antihintaa. (Nikkinen ym. 2002, 142.) Kerroinmenetelmät perustuvat suhteelliseen hinnoitteluun.

Kerroinmenetelmässä yritys arvostetaan valitun markkinaperusteisen tunnusluvun avulla. Usein listaamattoman yrityksen arvo voidaan määrittää tarkastelemalla jo listatun yhtiön P/E-lukua, mikäli kyseiset yritykset toimivat samalla toimialalla. P/E -luku kertoo, kuinka

paljon yrityksestä ollaan pörssissä valmiita maksamaan yrityksen voittoon nähden. Toisin sanoen se kertoo kuinka suuri osakkeen markkinahinta on suhteessa sen osakekohtaiseen tulokseen. P/E-luku voidaan kiteyttää myös siten, että siitä voidaan laskea kuinka monessa vuodessa sijoitus maksaisi itsensä takaisin, jos osakekohtainen tulos pysyisi samana vuodesta toiseen. Jos esim. P/E-luku on 10, niin osake maksaisi takaisin itsensä kymmenessä vuodessa. (Niskanen & Niskanen 2003, 150.)

Knüpferin ja Puttosen mielestä P/E -luvun pohjalta ei kannata tehdä hyvin pitkälle meneviä päätelmiä yrityksen arvosta (2004, 207). P/E-luku kertoo kuitenkin sen, että jos P/E-luku on korkea, niin yrityksen odotetaan kasvavan. Luku on kuitenkin hyvin toimialakohtainen, joten kasvuodotukset eivät ole siirrettävissä toimialalta toiselle. Se tulisi laskea osakekohtaisen tuloksen ennusteen eikä toteutuneen tuloksen pohjalta. Tämä sen takia, että hinta P kuvastaa nimenomaan tulevaisuuden odotuksia (Knüpfer & Puttonen 2004, 207). Erilaiset kasvuodotukset ovatkin P/E-lukujen tasoerojen merkittävin selittäjä (Martikainen & Martikainen 2006, 136).

Kertoimia tarkastellessa on huomioitava minkä tilikauden tuloksen mukaan ne on laskettu, ja onko laskentaperiaatteilla ja kohdeyrityksen toiminnoilla eroja yritykseen, jonka arvoa määritellään. Rahoitusrakenteen eroilla on vaikutuksensa arvostuksessa. Toimialan kasvupotentiaali, yrityksen koko, sijoittajien kiinnostus ja yrityksen johto vaikuttavat kertoimiin. (Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun 2006, 25.)

Knüpfer ja Puttonen pitävät kerroinmenetelmää liian yksinkertaisena käytettävänä sellaisenaan (Knüpfer & Puttonen 2004, 212), kun taas Jyrki ja Mervi Niskanen eivät ota asiaan kantaa (Niskanen & Niskanen 2007, 142). Kerroinmenetelmä on ainoastaan suuntaa antava keino yrityksen arvon määrittämiseksi, koska P/E-arvoon vaikuttavat tekijät eivät ole suoraan yleistettävissä yrityksestä toiseen. Ne riippuvat mm. brändin vahvuudesta ja kyseisen yrityksen kotimaan markkinatilanteesta.

Itellan arvonmäärittystä auttaisi se, että Hollannin ja Saksan postit ovat listautuneet, joten niistä on saatavissa P/E-luvut. Näiden lukujen pohjalta myös Itellalle voidaan laskea markkina-arvo.

## 5.5 Osinkoperusteinen malli

Osinkoja maksaessaan yritys siirtää hallussaan olevia kassavirtoja sijoittajille. He odottavat saavansa kassavirtaa myös myydessään osakkeensa. Tältä pohjalta osakkeen hinta voidaan kirjoittaa seuraavasti:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n},$$

jossa  $D$  on yrityksen maksama osinko per osake,  $P_0$  on osakkeen hinta,  $n$  viimeinen sijoitusvuosi ja  $r$  tuottovaatimus. (Knüpfer & Puttonen 2007, 90.)

Kaava pitää sisällään sen, että osakkeen hinta on summa tulevien osinkojen nykyarvosta ja osakkeen hinnasta sijoituksen päättyessä. Ongelmana kaavassa on se, että se pitää sisällään osakkeen hinnan, vaikka juuri se pitäisi määrittää. Ratkaisuksi käy se, että sijoitushorisonttia voidaan pidentää rajatta, koska pääomaa ei palauteta sijoittajille, vaan se jää yritykseen. Kun sijoituksen aikajana kasvaa äärettömän pitkäksi, osakkeen tuleva hinta pienenee vuosi vuodelta ja lähestyy nollaa. Tällöin kaava supistuu muotoon:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Kaavassa on otettu siis huomioon kaikki tulevaisuuden osingot nykyhetkestä ikuisuuteen. Näin kaavasta tulee huomattavasti kätevämpi. Jos edelleen oletetaan, että osingot ovat vakioita, kaava yksinkertaistuu edelleen. Tällöin se voidaan kirjoittaa muodossa:

$$P_0 = \frac{D_1}{r},$$

jossa  $D_1$  on seuraavana vuonna maksettava vakiona pysyvä osinko, ja  $r$  tuottovaatimus.

Jos puolestaan oletetaan osinkojen kasvavan vakioprosentilla  $g$  joka vuosi, kaava voidaan muuntaa muotoon:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

Kaavasta voi tehdä sen johtopäätöksen, että pienikin  $g$ :n arvo moninkertaistaa  $P$ :n eli yrityksen arvon. (Knüpfer & Puttonen 2007, 91–92.)

Kun luovutaan edellisen kaavan oletuksesta, että osingon kasvu olisi vakio, joudutaan ottamaan käyttöön ns. Williamsin diskonttausmalli, joka voidaan esittää seuraavassa muodossa:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+r)^{\infty}}$$

$$= \frac{(1+g_1)D_0}{(1+r)} + \frac{(1+g_1)(1+g_2)D_0}{(1+r)^2} + \dots + \prod_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g_t)D_0}{(1+r)^t},$$

jossa  $g_1, g_2, \dots, g_{\infty}$  ovat vuosien 1, 2 ...  $\infty$  kasvuprosentit ja  $\Pi$  on tulo-operaattori. Kunkin vuoden osingot ilmaistaan 0-hetken osingon ja kumulatiivisen kasvutekijän  $(1+g)^t$  avulla. Kumulatiivinen kasvutekijä muodostuu siihenastisten vuotuisten kasvutekijöiden tulona. Williamsin mallin etu on se, että se ei oleta eri vuosina tapahtuvan osingon kasvun olevan prosentuaalisesti vakio. (Niskanen & Niskanen 2007, 130.)

Osinkoperusteisen mallin perusongelma on se, että osinkojen ennustaminen jopa neljän vuoden päähän on kokeneellekin analyytikolle hyvin haasteellista (Knüpfer & Puttonen 2007, 74). Suomessa osinkopolitiikka on ollut lähes viime vuosiin saakka passiivista. Tällöin osinkojen määrä on ollut ennakoitavissa, ja se on yleisesti ollut pieni. Yksi syy tähän toimintaa on ollut verotuksen suuruus. Nykyisin osinkojen suhde yrityksen voittoon on noussut huomattavasti. Osinkojen määrä on usein kaksin-, jopa kolminkertaistunut kymmenessä vuodessa. (Niskanen & Niskanen 2007, 130.)

## 5.6 Tilinpäätökseen perustuva arvonmääritys

Osinkoperusteisten ja vapaisiin kassavirtoihin pohjautuvien arvonmääritysmallien lisäksi on olemassa myös tilinpäätökseen perustuva malli. Se käyttää hyväkseen niin kutsuttuja epänormaaleja voittoja. Ne lasketaan seuraavasta kaavasta:

Epänormaali voitto vuonna  $t$  = Tilikauden voitto – (oman pääoman kustannus  $\times$  oman pääoman kirja-arvo tilikauden alussa)

Laskelman lopputuloksesta käytetään myös nimeä EVA (economic added value).

Oman pääoman arvo hetkellä  $t$  voidaan nyt määritellä ns. EBO-mallin avulla

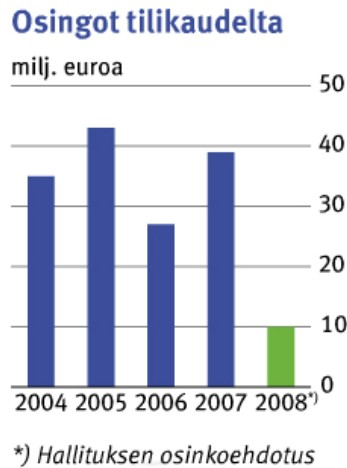
$$P_t = \text{Oman pääoman kirja-arvo} + \sum_{T=t+1}^{\infty} \frac{\text{Epänormaali tuotto}_T}{(1+r)^T}$$

Mallista on pääteltävissä, että yrityksen ansaitessa omalle pääomalle ainoastaan normaalin tuoton, yrityksen oman pääoman arvo on täsmälleen sen tasearvon suuruinen. Olennaista onkin se, poikkeavatko tuotot tuottovaatimuksesta. Investointien tuottojen ylittäessä tuottovaatimuksen syntyy lisäarvoa. Päinvastaisessa tilanteessa lisäarvo vähenee. (Niskanen & Niskanen 2007, 145 – 146.)

### 5.7 Osinkopolitiikan vaikutus yrityksen arvoon

Osinkopolitiikka tarkoittaa linjausta siitä miten yritys käsittelee voittojaan pitkällä aikavälillä. Se voi joko jakaa ne osinkoina tai rahoittaa niillä investointejaan. Sijoittajat kiinnittävät todella paljon huomiota osinkopolitiikkaan. Olennaista on se, onko yrityksen osinkopolitiikka aktiivista vai passiivista. Passiivinen osinkopolitiikka tarkoittaa sitä, että tilikauden voitto ei vaikuta olennaisesti osingon määrään. Varsinkin syklisten toimialojen yritykset suosivat tällaista tasaista osingon maksua. Aktiivinen osinkopolitiikka puolestaan tarkoittaa sitä, että osingon määrä on suoraan riippuvainen yrityksen tuloksesta. (Knüpfer & Puttonen 2007, 193.)

Itellan maksamat osingot ovat selvästi riippuvaisia yhtiön tuloksesta, joten sen osinkopolitiikan voi sanoa olevan aktiivista (kuvio 5). Tämä seikka vaikuttaa siihen, minkälaiset institutionaaliset ja piensijoittajat olisivat siitä kiinnostuneita listautumisen yhteydessä.



KUVIO 6. Itella osingot tilikausilta 2004–2008. (Itellan vuosikertomus 2008. 2009, 25)

Periaatteessa osinkojen maksulla ei pitäisi olla vaikutusta yrityksen arvoon, koska yrityksen arvon pitäisi laskea osinkojen maksun verran. Käytännössä tilanne on toinen. Osakkeenomistajat pitävät osingoista. Joillekin säätiöille osingot ovat hyvin tärkeitä, koska ne eivät saa sääntöjensä mukaan tehdä myyntivoittoja. Piensijoittajat voivat kokea pienten osake-erien myymisen hankalaksi suurten kustannusten vuoksi. Runsaat osingot mahdollistavat osakkeenomistajan päätösvallan uusiin investointeihin, ja ne osoittavat yrityksen sisäpiirin uskovan yhtiön tulevaisuuteen. (Knüpfer & Puttonen 2007, 198.) Toisaalta runsaat osingot voivat viestittää, ettei johto löydä mielekkäitä sijoituskohteita.

Kun yritys ilmoittaa suurista osingoista, osakkeen kurssin keskimäärin nousee ja päinvastoin. Suurten osinkojen odotetaan säilyvän suurina seuraavinakin vuosina (Knüpfer & Puttonen 2007, 198).

Suomessa osingoista vain 70 prosenttia on veronalaista, joten verotus suosii osinkojen nostoa eikä yrityksen myymistä (Knüpfer & Puttonen 2007, 197). Yritykset eivät kuitenkaan aina toimi sijoittajan edun kannalta. Osinkopolitiikkaan vaikuttaa sekkin, että yritysjohto pitäisi yleensä mielellään voiton yrityksessä, jolloin investointeja ei tarvitse perustella niin tarkasti kuin jos rahoitusta hankittaisiin osakeannilla tai uudella lainalla. Nämä investoinnit voivatkin olla kannattamattomia. (Knüpfer & Puttonen 2007, 199.)

Valittu osingonjakopolitiikka vaikuttaa usein siihen, millaisen rahoitusrakenteen yritys voi valita itselleen. Tasaiseen osingonjakoon tähtäävä yritys haluaa usein toimia pienemmällä velkaisuusasteella kuin yritys, joka hyväksyy osinkojen voimakkaan vaihtelun. (Martikainen & Martikainen 2006, 113.) Vieraan pääoman vipuvaikutus lisää yrityksen voittojen

vaihtelua ja vaarantaa tasaisen osinkovirran (Martikainen & Martikainen 2006, 108). Itel-  
lan tapauksessa voisi kuvitella, että valtio toivoisi entistä tasaisempaa osingonjakoa budje-  
toinnin helpottamiseksi, jolloin listautumisen myötä tapahtuva velkaisuusasteen lasku olisi  
suotavaa. Valtion omistajapolitiikan mukaan valtio arvostaa ennakoitavaa, omistajan in-  
tressit huomioon ottavaa osinkopolitiikkaa, joka perustuu toimialalla vertailukelpoiseen ja  
tasaiseen osinkovirtaan (Valtiontalouden tarkastusvirasto 2006, 32).

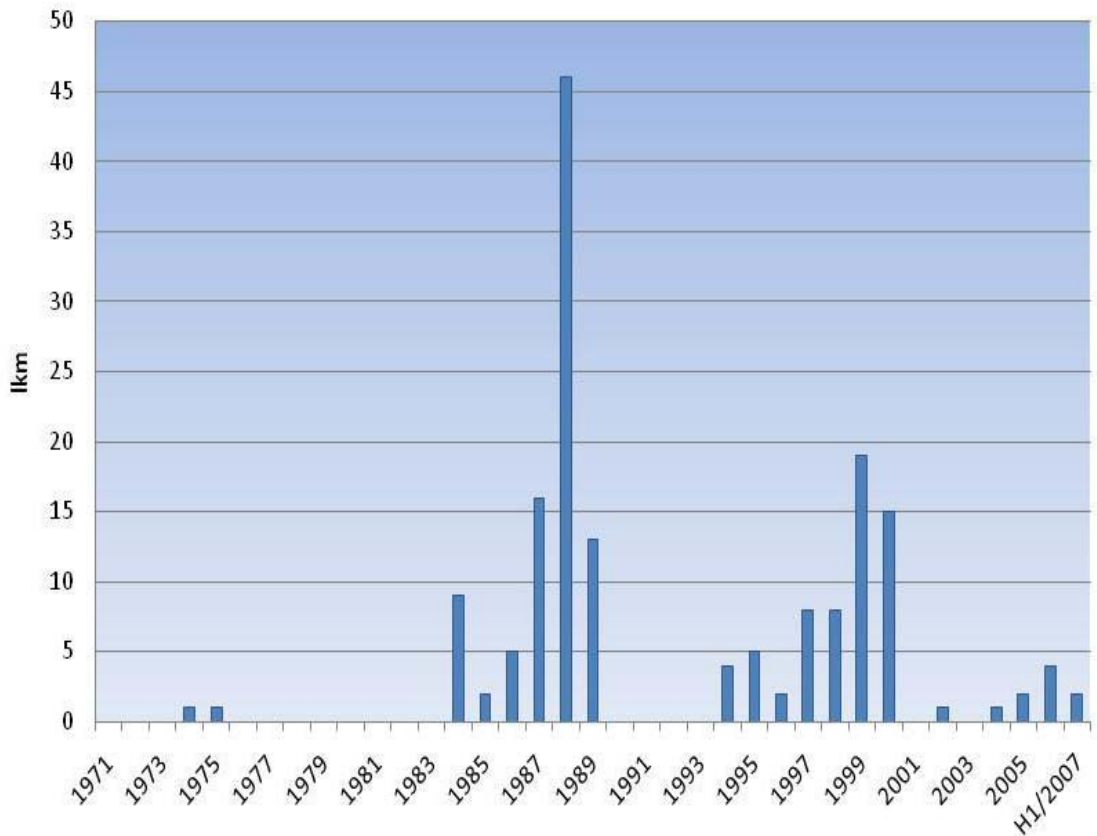
## 5.8 Listautumisen ajoitus ja hinnoittelu

Optimaalisena ajoitushetkenä listautumiselle pidetään yleisesti korkeasuhdanteen alku-  
vuosia. Korkeasuhdanteen alkua on kuitenkin vaikea tunnistaa, koska suhdanneindikaatto-  
rit ja tilastot eivät ole reaaliaikaisia, vaan ne julkaistaan vasta jälkikäteen. Suhdannesykli  
voidaan jakaa eri vaiheisiin, jotka voidaan tunnistaa osakeindeksien kehityksestä. Usein  
kuitenkin ollaan pelkän markkinainformaation varassa, ja silloin on vaikea sanoa kuinka  
pysyvä korkeasuhdanne on ja onko kursseja nostanut esim. spekulointi. (Selosmaa 2007,  
9.)

Niin institutionaaliset sijoittajat kuin listauksen pääjärjestäjä tekevät tahollaan yhtiön ar-  
vonmäärityksen monella eri menetelmällä. Sitä voidaan pitää vain suuntaa antavana osak-  
keiden hinnoittelulle, sillä käytännössä hinta muodostuu ns. esimarkkinoinnissa, jossa ins-  
titutionaaliset sijoittavat ilmoittavat kuinka paljon ne ovat valmiita ostamaan osakkeita tiet-  
tyyn hintaan. (Kajala 2009.) Listautumisannissa osakkeella on usein hintahaarukka, jonks  
sisälle osakkeen hinta jää listautumisen päätyttyä. Kysyntä ratkaisee mihin kohtaa hinta  
haarukassa asettuu.

Osakkeen hinnoittelussa pannaan tulevan pörssiyhtiön tapauksessa erittäin suuri paino sen  
kehitysnäkymille. Hinnoittelussa ei niinkään kiinnitetä kovin paljoa huomiota pääoman  
tuottoon, kannattavuuteen tai kasvuun. Yleinen markkinatilanne ja yrityksen asema ympä-  
ristössään näkyvät myös vahvasti hinnoittelussa. (Hautala 2001, 30.)

Kuviosta 7 näkee, että eniten listautumisia on tapahtunut talouden korkeasuhdanteiden ai-  
kana 1980- ja 1990-lukujen lopussa. Viime vuosien noususuhdanteessa listautumisia tapah-  
tui kuitenkin hyvin vähän.



KUVIO 7. Listautumisannit Suomessa vuosina 1971–2007 (Keloharju 2007, ref. Selosmaa 2007, 3)

Korkojen ja osakekurssien syy-seuraus -suhde on rahoitustutkimuksen perusteesejä. Alhaiset korot alentavat osakkeiden arvostuksen tuottovaatimuksia. Kun pääoman kustannus laskee, niin tulevien kassavirtojen diskontattu arvo nousee. Alhaiset korot tekevät näin listautumisen varteenotettavaksi vaihtoehdoksi yritykselle. Tosin korkojen laskiessa myös muut rahoituskeinot kuten pääoman hankkiminen pankeilta tai joukkovelkakirjamarkkinoilla lisäävät houkuttelevuuttaan. (Selosmaa 2007, 9.)

Listautuvan yrityksen kannalta keskeistä on yrityksen oikean hinnan määrittäminen. Jos merkintähinta asetetaan todellista hintaa alhaisemmaksi, yritys ei saa niin paljon omaa pääomaa kuin mitä sille kuuluisi. Liian korkea merkintähinta puolestaan voi saada aikaan sen, että kaikki osakkeet eivät tule merkityiksi. (Martikainen & Martikainen 2002, 49.)

Osakkeen hinta on useiden tutkimusten mukaan listautumisen jälkeen korkeampi kuin mitä osakeannissa. Tällöin puhutaan alihinnoittelusta, joka syntyy ns. epäsymmetrisen informaation ongelmasta. Tällä tarkoitetaan sitä, että listautuvaan yritykseen sisältyy paljon

epävarmuustekijöitä, jotka sijoittajan mielestä ovat riskejä. Tällöin sijoittaja odottaa suurta tuottoa epävarmalle sijoitukselleen. Alihinnoittelu voi syntyä myös annin järjestäjien halusta varmistaa oma tuottoensa hinnoittelemalla listautuva yritys alakanttiin tai se voi syntyä myös tarpeesta luoda myönteinen kuva yrityksestä. (Martikainen & Martikainen 2002, 50.)

Listautumisen yhteydessä on päätettävä kuinka suuri osuus yhtiön osakkeista on vapaan kaupankäynnin kohteena. Tärkeää on myös keille anti suunnataan. Yleensä myytävä osuus on tietyssä haarukassa, jolloin pääjärjestäjä voi myydä kysynnän mukaan osakkeita määritellyn minimi- ja maksimimäärän väliltä (Österlund 2009).

Itellan listautumista edesauttaisi tieto siitä, että valtion listaamattomista yhtiöistä parhaiten taloudellista lisäarvoa tuotti Destian ohella Itella (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008 2009, 105). Itellan osake käyttäytyisi todennäköisesti ns. arvo-osakkeiden mukaisesti, koska Itellan liiketoimintaryhmistä vain yhdellä, eli informaatiologiikalla, on suurta kasvupotentiaalia ja mahdollisuuksia urauurtaviin innovaatioihin. Arvo-osakkeella on määrittelyn mukaisesti alhainen markkina-arvo suhteessa taseesta laskettuun kirja-arvoon

## 6 OMISTUSOSUUDEN MUUTOKSEN MERKITYS LISTAUTUMISESSA ITELLALLE

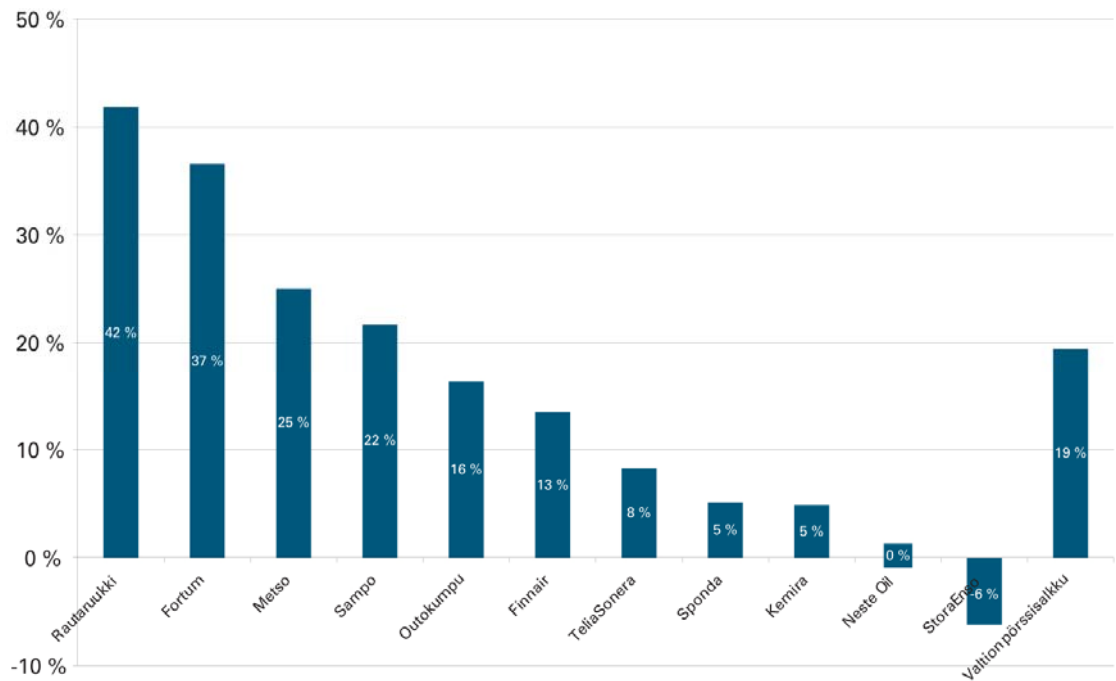
Itellan listautuessa yksi tärkeimmistä strategisista päätöksistä olisi se kuinka suuri osa siitä myytäisiin. Itellalla olisi listautumiseen monta vaihtoehtoa, ja tässä tutkimuksessa käsitellään niistä kahta. Ensimmäisessä vaihtoehdossa Itella listautuu, ja valtio jää pääomistajaksi 51 %:lla osakekannasta. Toisessa vaihtoehdossa Itellan listautuessa valtiolle jää 49 % osakkeista. Siihen, kuinka suuren osan osakkeistaan Itella myisi listautuessaan, vaikuttaisi mm. markkinatilanne, listautumisen trendit, valtion pienempi osuus omistajana osakkeen markkina-arvon kasvattajana, poliitikkojen uraintressit, valtion markkinavalvoja-intressi, kansalaisten hyvinvointi, postipalvelujen kehitys ja säilyvyys, liiketaloudelliset resurssit, brändi-arvo, toimivan johdon ja valtion intressit sekä mahdollisesti yhtiön johdon palkitsemisjärjestelmät. Avainasemassa ovat kuitenkin omistajalähtöinen johtaminen ja valtioneuvoston periaatepäätös omistajapolitiikasta.

## 6.1 Omistajalähtöinen johtaminen

Useat tekijät ovat vaikuttaneet siihen, että yritykset nykyään korostavat omistajan roolia yrityksen johtamisessa. Tähän kehitykseen on vaikuttanut mm. se, että amerikkalaiset institutionaaliset sijoittajat ovat viime vuosikymmenellä kansainvälistyneet, ja ne etsivät nykyään aktiivisesti tuottavia sijoituskohteita ympäri maailmaa. Nopeasti muuttuva liiketoimintaympäristö on pakottanut omistajat hankkimaan aktiivisesti luotettavaa ja ajan tasalla olevaa tietoa yrityksen toiminnasta, eikä liikkeenjohdon antamaa virallista tietoa ole katsottu riittäväksi. Pääomien liikkuvuus ja sääntelytalouksien murtuminen ovat lisänneet yritystoiminnan riskejä ja vaarantaneet omistajien asemaa. Siksi myös suomalaiset omistajat ovat alkaneet vaatia entistä parempaa tuottoa pääomalleen. Yritykset ovat joutuneet avoimeen kilpailuun pääomista, ja liikkeenjohto joutuu miettimään toimintatapoja, jotka heijastuvat osakkeen arvoon ja kiinnostavuuteen. (Eronen & Puttonen & Saarnio 2000, 30–31.)

Mikäli Itella listautuisi, se joutuisi kohtaamaan edellä kuvatut rahoitusmaailman muutokset ja nykytrendit. Sinänsä valtio on onnistunut omistajapolitiikassaan varsin hyvin, jos lähtökohtana on sen omistamien pörssiosakkeiden vuosituotto, mikä näkyy kuviosta 8. Jos Itella myisi enemmistön osakkeistaan, se todennäköisesti nostaisi osakkeiden kiinnostavuutta, mutta samalla yhtiö voisi päätyä kilpailijoiden käsiin, jollei Itella jättäisi itsellään vähintään merkittävän kokoista vähemmistöosuutta.

Koska Itellalla on erityistehtävä, se todennäköisesti suosisi listautuessaan kotimaisia institutionaalisia sijoittajia. Soneran ja Fortumin listautumisissa 1998 oli se selvä ero, että Soneran listautuminen tapahtui kansainvälisellä osakemyynnillä, ja Fortumin kotimaahan painottuvalla osakemyynnillä. Kumpikin yritys myi tällöin 19,9 % omistusosuudestaan. (Tulot omistusohjan laajentamisesta 2008, 1). Myöhemmin tosin Fortum teki myös kansainvälisen osakemyynnin, mutta tällöin myytävä omistusosuus oli puolta pienempi eli 9,9 %.



Modifioidulla Dietzin kaavalla laskettu keskimääräinen vuosituotto, Neste Oil 18.4.2005 lähtien.

KUVIO 8. Pörssiyritysten keskimääräinen vuosituotto 2004–2008 (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 17)

## 6.2 Valtioneuvoston periaatepäätös omistajapolitiikasta

Valtio on omistajana hyvin erilaisissa yhtiöissä. Suurin osa niistä toimii markkinaehtoisesti, mutta osalla niistä on valtiohallinnon tehtäviin kiinteästi liittyviä erityistehtäviä. Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto sai hoitaakseen markkinaehtoisesti toimivat valtion omistamat yhtiöt 1.5.2007. Sen sijaan valtion erityistehtävää hoitavien yhtiöiden omistajaohjaus säilyy kyseisestä erityistehtävästä vastaavalla ministeriöllä. Osalla markkinaehtoisesti toimivista yhtiöistä on strategisia intressejä, joita ovat esim. perus- tai yleispalvelutehtävät, infrastruktuuriin liittyvät toiminnot ja huoltovarmuuden kannalta merkitykselliset tehtävät. Näihin yhtiöihin kuuluu myös Itella Oyj. Strateginen intressi ei muodostu valtion omistuksesta, vaan kyseisten yhtiöiden sellaisista tehtävistä, jotka ovat merkityksellisiä valtion perustehtävien hoitamisen kannalta. Omistajaohjaus vaatii säännöllistä yhteistyötä omistajaohjausosaston ja strategisen intressin kannalta keskeisen ministeriön välillä, jotta omistajaohjausosasto päätöksissään riittävästi ottaisi kyseisen intressin huomioon. Itellan strategisesta intressistä vastaa Liikenne- ja viestintäministeriö. (Valtion omistajapolitiikkaa

koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 1; Liite 1,1.) Omistajaohjauksessa tärkeintä on itsenäinen omistajastrategian valmistelu ja hyvän corporate governancen kehittäminen (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008 2009,109).

Strateginen intressi ilmenee päätöksenteossa, joka koskee valtion omistusosuutta ja omistajastrategiaa. Valtio tähtää siihen, että strategisia intressejä ei pidä vaarantaa sen omin toimien osakemyynneillä ja rakennejärjestelyillä eikä yhtiöiden toimielinten päätöksillä yritysostoin, liiketoimintojen uudelleenjärjestelyillä tai strategian uusimisella. (Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 2007, Liite 1,1.) Oleellista Itellan listautumisessa olisi siis, vaarantuuko valtion strateginen intressi. Tämä on tärkeä kysymys mietittäessä sitä, voisiko valtio jäädä enemmistö- vai vähemmistöosakkaaksi.

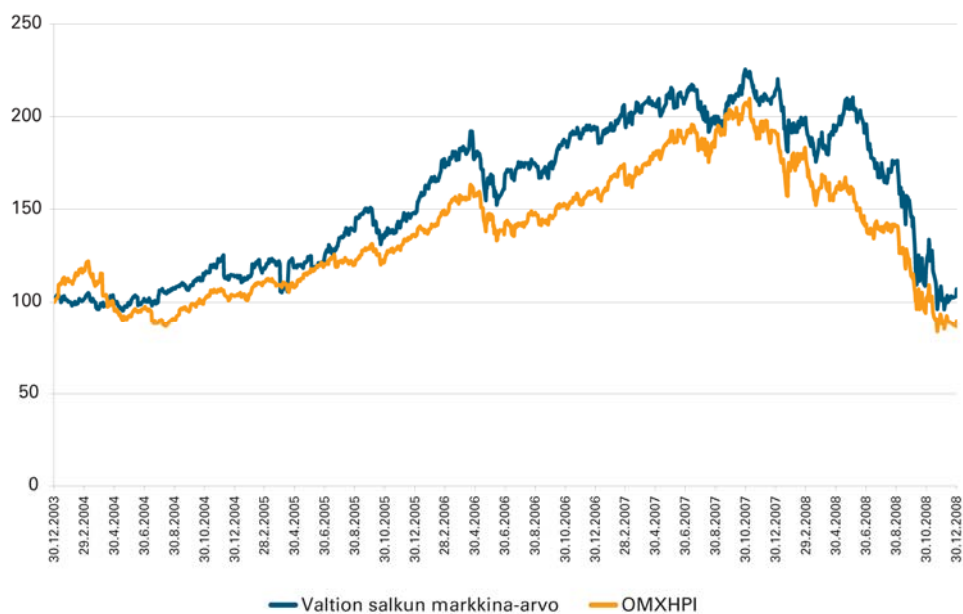
Useiden valtionyhtiöiden strategiset intressit ovat sellaisia, että niiden sisältöä ja merkitystä on arvioitava omistajastrategian lisäksi myös kyseisen yhtiön toimialan kehityksen ja viranomaistehtävien näkökulmasta. Näitä arviointeja varten kokoontuu vähintään kerran vuodessa työryhmät, joissa on jäseninä 1–2 omistajaohjauksen edustajaa ja 1–2 kyseisen strategisen intressin kannalta keskeisen ministeriön edustajaa. Nämä työryhmän jäsenet toimivat myös yhdyshenkilöinä yhtiötä ja sen omistajaohjausta koskevissa asioissa. Työryhmän arviointien pohjalta omistajaohjausosasto toteuttaa tarvittavat toimet ottaen huomioon sen, onko yhtiö pörssissä vai ei ja kuuluuko sen liiketoiminnan luonteeseen erivapauksia tai erillisvelvoitteita. (Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 2007, Liite 1, 1–2.)

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto käyttää valtaa Itellassa valtioneuvoston päätösten ja talouspoliittisen ministerivaliokunnan hyväksymän ohjeistuksen ja kannanottojen mukaisesti eli se huolehtii Itellan toiminnan ohjauksesta ja ohjeistuksesta ja nimeää valtion ehdokkaat Itellan hallitukseen. Lisäksi se valmistelee muut yhtiökokousten päätöksiin liittyvät asiat ja huolehtii Itellan seurannasta ja yhteydenpidosta hallituksen ja toimivan johdon kanssa. Lisäksi omistajaohjausosasto varmistaa, että Itellassa noudatetaan omistajaohjauksen linjauksia siten, että strategisesta intressistä aiheutuvat ominaispiirteet otetaan huomioon. (Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 2007, Liite 1,1.)

Valtio on enemmistöomistajana kolmessa pörssiyhtiössä, joilla on strateginen intressi (Finnair Oyj, Fortum Oyj ja Neste Oil Oyj). Valtiolla on 16 yritystä, joilla on strateginen

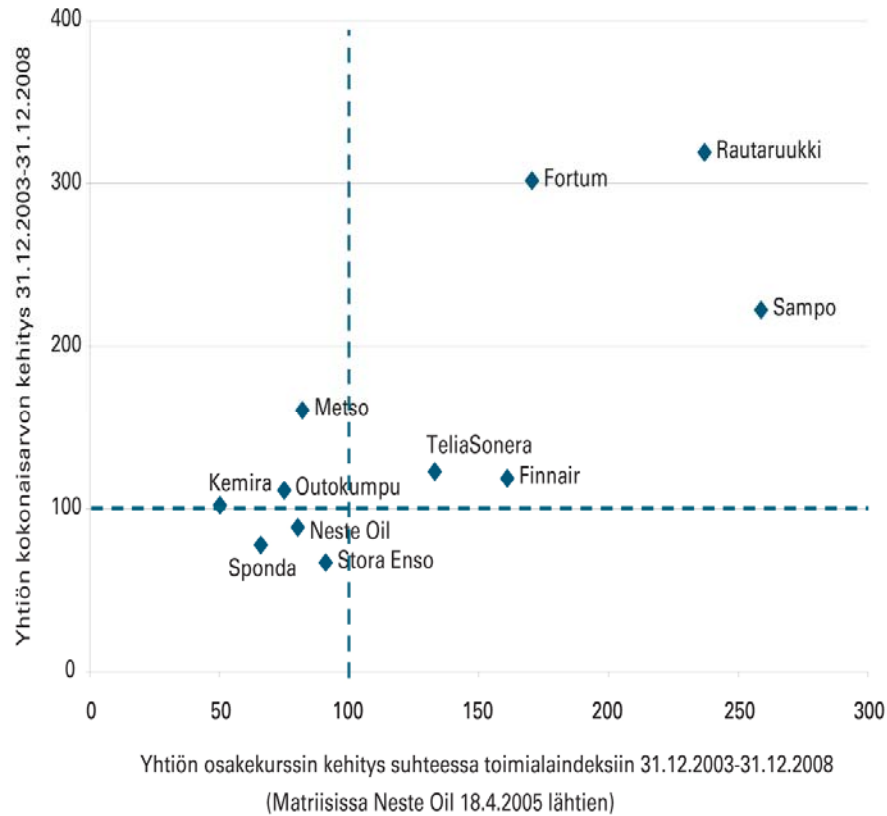
intressi. Nämä ovat edellä mainittujen lisäksi Gasum Oy, Fingrid Oyj, Vapo Oy, Motiva Oy, Raskone Oy, VR-yhtymä Oy, Boreal Kasvinjalostus Oy, Siemenperunakeskus Oy, Suomen Viljava Oy, Patria Oy, Rahapaja Oy, Ekokem Oy ja Itella Oyj. Näistä valtio omistaa kokonaan Motiva Oy:n, VR-yhtymän, Suomen Viljava Oy:n, Rahapaja Oy:n ja Itella Oyj:n. Vähemmistöosakkaana valtio on Gasum Oy:ssä, Fingrid Oyj:ssä, Siemenperunakeskus Oy:ssä ja Ekokem Oy:ssä. Strateginen intressi ei siis välttämättä edellytä enemmistöomistusta.

Valtio luovutti joulukuussa 2008 omistamansa Kemira Oyj:n, Metso Oyj:n, Outokumpu Oyj:n, Rautaruukki Oyj:n, Sampo Oyj:n, Sponda Oyj:n, Stora Enso Oyj:n ja TeliaSonera AB (Publ.):n osakkeet valtion kokonaan omistamalle Solidium Oy:lle osakeyhtiölain mukaisena apporttiomaisuutena. Siirretyn omaisuuden markkina-arvo oli 31.12.2008 yhteensä 5 279 miljoonaa euroa. Omistuksia hoidetaan niin, että niistä saadaan valtiolle paras mahdollinen kokonaistuotto ja Solidium voi sekä lisätä että vähentää valtioon osakesijoituksia sekä tarvittaessa myös ostaa omistuksia muista yhtiöistä. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008, 109). Yksi esimerkki tästä toiminnasta oli Elisa Oyj:n omistusosuuden nosto lähes 10 prosenttiin. Valtion omistajarooli on ennen Solidiumiakin ollut hyvin markkinaehtoista, mikä näkyy verrattaessa valtion salkun arvoa OMX Helsingin hintaindeksiin (kuvio 9).



KUVIO 9. Valtion salkun markkina-arvon ja OMX Helsinki hintaindeksin kehitys 2004–2008 (30.12.2003=100) (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 19)

Valtion pörssiomistukset ovat olleet hyvin eri lailla tuottavia, mikä näkyy kuviosta 10. Osa yrityksistä, kuten Rautaruukki, Fortum ja Sampo, ovat moninkertaistaneet arvonsa ja menestyneet erittäin hyvin toimialaindeksiinsä verrattuna. Osa taas, kuten Sponda ja Stora Enso, ovat menestyneet selvästi heikommin edellä mainittuihin verrattuna.



KUVIO 10. Pörssiyhtiöiden kokonaisarvon kehitys 2004–2008 (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 22)

### 6.3 Listautumispäätös

Itella kävisi läpi myös vaihtoehtoiset rahoitusmuodot ennen yksityiskohtaista tarkastelua myytävästä osakemäärästä. Itella on hankkinut pääomia toistaiseksi tulorahoituksella ja yrityslainoilla. Tulorahoituksella on monia etuja verrattuna osakeannilla tapahtuvaan rahoitukseen. Osakeanti aiheuttaa omat erilliset järjestelykustannukset, kuten liikkeeseenlaskukustannukset, joita tulorahoituksella ei ole. Jälkimmäisen käyttäminen investoimiseen ei myöskään vähennä omistajien kontrollia yrityksestä. Lisäksi suuntaamattomaan osakean-

tiin voi aina osallistua osapuolia, joita vanhat omistajat eivät haluaisi yhtiön omistajiksi. (Leppiniemi & Puttonen 2002, 152.).

Yritysjohdolle tulorahoitus on houkuttelevaa myös siitä syystä, että sitä ei tarvitse perustella kriittisille rahoitusmarkkinoille (Leppiniemi & Puttonen 2002, 152). Sitä pidetään ensisijaisena rahoitusmuotona, ja sen käyttö ei herätä huomiota eikä kysymyksiä yrityksen tilasta ja tulevaisuudensuunnitelmista. Sen sijaan osakeantia järjestettäessä on tarkkaan perusteltava, miksi yritykseen kannattaisi sijoittaa ja mihin rahaa tarvitaan. Yritysjohdon suunnitelmat joutuisivat kriittiseen tarkasteluun. Lisäksi usein yritys joutuu sitoutumaan siihen, ettei se laske liikkeelle uusia anteja. (Leppiniemi & Puttonen 2002, 152–153.)

Tulorahoituksen huonoihin puoliin kuuluu se, että se on luonteeltaan epävarmaa. Voitot vaihtelevat vuosittain. Jos yritys on sitoutunut maksamaan tasaisesti osinkoja vuosittain, liiketoiminnan rahoitus kärsii huonoina vuosina. On myös havaittu, että tulorahoitus voi johtaa tehottomiin investointeihin, jos kassa paisuu liian suureksi. (Leppiniemi & Puttonen 2002, 153.)

Ennen listautumista Itellan tulisi myös varmistua, ettei yrityksessä ole tehottomassa käytössä olevia pääomia. Mikäli niitä löytyy, ja ne ovat hyödynnettävissä entistä tehokkaammin, listausta kannattaa mahdollisesti lykätä tai ainakin myytävää osakemäärää on syytä pienentää. Siinä tapauksessa, että Itella haluaisi vain myydä jonkun tytäryhtiöstään, olisi syytä harkita sen myymistä pääomasijoittajille, sillä tytäryhtiötä on vaikea myydä kokonaan listautumisen yhteydessä (Österlund 2009).

Valtion on listannut yhtiöitään osakeantien ja -myyntien yhdistelmänä ja myös puhtaasti osakemyynnein. Osakemyynneistä saatu tulo menee valtiolle ja osakeannista saatu yhtiölle. Valtio on hankkinut listautuessaan varsin vähän omaa pääomaa yhtiöilleen, sillä suurin osa tuloista on ollut osakemyyntiä, jolloin valtio on saanut suurimman osan listautumisen tuomista tuloista, ja itse yhtiö on joutunut tyytymään vain pieneen siivuun niistä. Esim. Soneran listautuminen vuonna 1998 oli puhtaasti kansainvälinen osakemyynti, jolloin itse yhtiö ei saanut mitään. Fortumin listautuessa samana vuonna yhtiö sai 2,7 % tuloista ja sekin tapahtui henkilöstöantina. Sen sijaan kansainvälisissä suunnatuissa osakeanneissa listautuvat yhtiöt ovat saaneet suurimman osan tuloista. Esim. Sponda Oyj:n suunnatussa annissa kaikki tulot tulivat yhtiölle. (Tulot omistuspohjan laajentamisesta 2008, 1–3.)

## 6.4 Kaksi omistusrakenteen mukaista listautumisvaihtoehtoa

### 6.4.1 Ihanteellinen omistusrakenne

Rahoitusstrategia ja pitkäjännitteinen rahoitussuunnittelu kuuluvat yleensä ylimmän johdon toimenkuvaan, ja jälkimmäistä tuetaan yrityksen sisäisin rahoitusbudjetein, jotta päästäisiin tarkat puitteet sisältäviin suunnitelmiin (Martikainen & Martikainen, 107). Listautuminen on suurin rahoitusstrateginen ratkaisu, jonka yritys voi tehdä. Siinä on keskeistä se, kuinka paljon osakkeita lasketaan liikkeelle listautumisen yhteydessä. Omistuspohjan tulee olla riittävän hajautunut ja osakkeiden omistajien erityyppisiä, jotta sijoittajat kiinnostuisivat yhtiöstä. (Inha ym. 2003, 27). Näistä lähtökohdista institutionaalisten sijoittajien määrä ja laatu ovat olennaisia annin onnistumiselle. Ennen listautumista onkin mietittävä tarkkaan keitä halutaan yrityksen omistajiksi, sillä esim. suunnattujen osakeantien toteuttaminen on usein selvästi helpompaa ennen listautumista (Leppiniemi 2000, 75).

Yhtiöt tavoittelevat yleensä tietynlaista omistuspohjaa listautuessaan. Institutionaaliset sijoittajat ovat halutuimpia sen takia, että niiden tavoitteena on pitkäaikainen yhtiön omistaminen, jolloin yhtiön kurssi listautumisen jälkeen pysyy todennäköisesti vakaampana. (Inha ym. 2003, 27). Se, millaisia omistajia ja millainen omistusrakenne yrityksellä on, vaikuttaa hyvin merkittävästi omistajuuden tuomaan lisäarvoon. Hankalat valta-asemat, puutuva pätevyys ja motivaatio voivat lamauttaa omistajaohjauksen. (Veranen 1996, 82.)

Yhtiöissä, joissa valtio on yksinomistajana, ei voi olla muita kuin taloudellisia tavoitteita ilman, että muiden omistajien asema tai oikeudet vaarantuisivat. Myös enemmistöomistajana valtio voi tarvittaessa yksin ratkaista normaalit yhtiökokouksessa päätettävät kysymykset ja käyttää määräysvaltaa kaikissa keskeisissä kysymyksissä. Sen sijaa vähemmistöomistus yhtiössä on merkittävää pelkästään hyvänä sijoituksena. Määrävähemmistön merkitys valtion omistajaohjauksen ja omistajapolitiikan kannalta keskeisissä kysymyksissä onkin rajallinen. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 106)

Valtio toimii omistajana aina osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain mukaisesti ja käyttää omistajavaltaansa yhtiökokouksissa täysin normaalisti. Se ei edellytä tai vaadi erivapa-

uksia tai muista omistajista poikkeavia oikeuksia. Valtion omistamien yhtiöiden kiinnostavuus sijoituskohteina on lisääntynyt osinkopolitiikan tehostamisen ja corporate governance-käytäntöjen kehittämisen myötä. Yhtiön myönteinen kehitys edistää osakekurssin kohoamista ja siten myös valtion omistamien osakkeiden arvonnousua. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 106)

Valtion omistajaohjaus perustuu vuoden 2008 alussa voimaan tulleeseen lakiin valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (1368/2007). Sen mukaan eduskunta päättää, missä yhtiöissä valtio voisi luopua yksinomistuksestaan tai määräysvallastaan. Tämä koskee myös erityistehtävän omaavia ja strategisesti tärkeitä yhtiöitä. Eduskunta on siten ylin päätöksentekijä omistusrajojen asettamisessa valtion omistuksille valtionyhtiöissä. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008 2009, 135.) Päätös Itellan listautumisesta ja omistusosuuden muutoksesta kuuluisi siis eduskunnalle.

Veranen (1996, 83) on hahmotellut ihanteellista omistusrakennetta. Hänellä on siitä viisi erilaista mallia.

- 1 Yrityksellä on yksi tai useampia suurehkoja omistajia, jotka ovat riippuvaisia yrityksen menestyksestä ja jotka siitä syystä ovat motivoituneita asettamaan yritysjohdolle vaatimuksia ja antamaan sille riittävästi tukea.
- 2 Yritys on pörssilistattu, ja sillä on yhden tai muutaman pääomistajan lisäksi riittävä määrä pienomistajia, jotta markkinat olisivat likvidit.
- 3 Yrityksen omistajien kesken ei vallitse sellaisia intressikonflikteja, joihin toimiva johto joutuu käyttämään suuren osan työpanoksestaan tai jotka voisivat halvaannuttaa omistajia ja tehdä siten johdosta heistä riippumattoman.
- 4 Yrityksen omistajilla on kykyä tukea pätevää johtoa joko itse tai hankkimalla yrityksen hallitukseen päteviä voimia.
- 5 Yrityksen omistajat ovat niin vahvoja, että he pystyvät nimittämään yritykselle johdosta riippumattoman hallituksen, joka ajaa koko omistajakunnan etua.

Edellä mainituista vaihtoehdoista voidaan mielestäni yhdistää Itellan ihanteelliseksi omistusrakenteeksi malli, jossa on useampi suurehko omistaja, riittävästi pienomistajia ja hallitus, joka ajaa koko omistajakunnan etuja. Sen saavuttamiseksi tarvittaisiin muutama isompi institutionaalinen sijoittaja listautumisen yhteydessä, ja pienomistajille olisi myytävä riittävän suuri osuus osakkeista, jotta markkinat olisivat likvidit ja yrityksen osake herättäisi tarpeeksi kiinnostusta. Tähän malliin sopivat kummatkin esittämäni vaihtoehdot valtion omistusosuudesta.

Berle ja Means (The Modern Corporation and Private Property 1968, 67 - 84, ref. Timonen 2000, 76) ovat puolestaan jakaneet omistusrakenteet valtatyyppien mukaan. Niitä löytyy viisi erilaista:

- 1 Lähes täyteen omistukseen perustuva valta, jolloin valta ja omistus ovat samoissa käsissä.
- 2 Enemmistöosuuteen perustuva valta, jolloin valta on enemmistöosakkailta ja osa omistajista on täysin tai lähes ilman valtaa.
- 3 Oikeudellisiin keinoihin perustuva valta, jota käytetään jonkin oikeudellisen järjestelyn avulla ja ilman osake-enemmistöä. Tyypillisiä esimerkkejä ovat konserni- ja osakkuusyhtiöt ja tavanomaisimpia keinoja osakkeiden tuottamat erilaiset oikeudet.
- 4 Vähemmistöosuuteen perustuva valta, joka nojaa strategiseen asemaan. Tällöin valta voidaan saada riittäväällä vähemmistöllä, mikäli omistus on hajautunut. Se voidaan myös saada valtakirjoilla tai muilla vastaavilla keinoilla. Tämän tyyppinen valta on luonteeltaan epästabiilia, sillä sitä voidaan horjuttaa valtakirjojen tai pienosakkaiden yhteistyön avulla
- 5 Johdon valta, joka perustuu siihen, että omistus on niin hajallaan, ettei mikään ryhmä voi kontrolloida yhtiötä. Tällainen valta muistuttaa vähemmistöosuuteen perustuvaa valtaa, koska se on samalla tavalla epästabiili.

Näistä vaihtoehtoista nro 2 vastaa tilannetta, jossa valtio jäisi Itellan listautessa pääomistajaksi, ja vaihtoehdot 3 ja 4 ovat sovellettavissa tilanteeseen, jossa Itella listautuessaan jäisi vähemmistöosakkaaksi.

Omistusrakenteen valinnalla on merkitystä myös johdon palkkaukseen. Rakenne ei vaikuta palkkaukseen pelkästään palkkiojärjestelmin, vaan myös omistuksen keskittyneisyys liittyy palkkaukseen. Mitä keskittyneempi omistus on, sitä tyypillisemmin johdon palkka on alempi kuin yrityksissä, joissa on hajaantunut omistus. Tätä voidaan tulkita niin, että johdon valvonta, kannustimet ja mahdollisuudet hankkia ylisuuria etuja ovat pienempiä yrityksissä, joissa omistus on keskittynyt. (Kole 1997; Conyon & Leech 1993, ref. Timonen 2000.)

#### 6.4.2 Valtio jää pääomistajaksi

Valtion jäädessä Itellan pääomistajaksi se säilyttäisi valtansa päätöksenteossa. Itellan listautuessa olisi kuitenkin selvää, ettei sen hallituksella olisi oikeutta poiketa omistajien yhteisestä intressistä, joka kaikissa pörssiyrityksissä on voiton tuottaminen. Itellan ollessa kokonaan valtion omistuksessa tästä periaatteesta voidaan poiketa, mutta yksikin muu omistaja pakottaisi pysymään voiton tuottamisen takana (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 135.) Tällä hetkellä voiton tuottaminen on itsestään selvää, mutta listautuessaan yhtiö eliminoisi mahdollisten yhteiskunnallisten ja poliittisten muutosten vaikutukset tähän periaatteeseen tulevaisuudessa.

Laissa valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta eduskunnan valtuuksien rajoiksi määriteltiin yksinomistuksesta luopuminen ja ehdottomasta enemmistöstä luopuminen. Kyseisessä laissa määriteltiin erilaiset luovutustilanteet nykyistä osakeyhtiölakia ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyä vastaavalla tavalla. Lain ehdotettujen säännösten mukaan ratkaisevaa on kaikissa tilanteissa järjestelyjen lopputulos eikä niiden tekninen toteutus-tapa. Laissa ja sen perusteluissa on määritelty luovutushinnan arvioimisen kriteerit tavalla, joka on samankaltainen arvonmäärityskäytäntöjen kanssa yrityskauppatilanteissa ja joka ottaa huomioon merkittäviin osakemyynteihin liittyvät käytännöt. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008 2009, 135.)

Kotimaisten instituutioiden ja piensijoittajien sekä yhtiön henkilöstön mahdollisuudet tulla osakkeenomistajiksi ovat tärkeitä tekijöitä osakemyyntien yhteydessä (Vuoria 2004, 33). Itellalla on yli 25 000 työntekijää, ja he olisivat todennäköisesti tärkeä osakasryhmä, jos yritys listautuisi. Fortumin antiin osallistui peräti 51 000 sijoittajaa. Soneran listautuessa sen työntekijöille tarjottiin osakkeita kohtuulliseen hintaan, ja heitä vielä sitoutettiin omistamaan niitä pitkään bonusjärjestelyllä. Mielestäni henkilöstön osallistuminen antiin olisi tärkeää kummassakin omistusrakennevaihtoehdossa.

Jotta Itella saisi mahdollisimman hyvän hinnan niistä osakkeista, joita se tarjoaa sijoittajille, Itellan intressinä olisi antaa takeet siitä, ettei se pyri hyötymään muiden osakkaiden kustannuksella. Nämä takeet olisi annettava yhtiöjärjestysmääräyksin, jotka rajoittavat enemmistöosakkaan toimintaa. (Kaisanlahti 1999, 90.)

Itellan enemmistöomistuksen rakenteelle voidaan esittää esim. seuraavanlainen malli:

– institutionaalinen sijoittaja a	10 %
– institutionaalinen sijoittaja b	9 %
– institutionaalinen sijoittaja c	5 %
– institutionaalinen sijoittaja d	5 %
– institutionaalinen sijoittaja e	5 %
– piensijoittajat (mm. työntekijät)	15 %
– Itella	51 %
 Yhteensä	 100 %

Edellä esitetty omistusrakenne samoin kuin jäljempänä seuraavassa luvussa esitettävä omistusrakenne ovat puhtaasti hypoteettisia. Käytännössä valtio on luopunut 10–30 %:sta omistusosuudestaan listautuessaan. (Tulot omistus pohjan laajentamisesta 2008, 1 - 3.) Österlundin (2009) mukaan osakkeen likviditeetti vaatisi vähintään 20–30 %:n omistusosuiden myynnin.

Markkinatilanne vaikuttaa olennaisesti siihen, kuinka paljon Itellan kannattaa myydä osakkeitaan listautuessaan. Heikon markkinatilanteen vallitessa listautumisia ei tapahdu lain-

kaan, mutta kohtalaisessa taloustilanteessa vähemmistöosuudesta luopuminen voisi olla harkittavissa. Enemmistöosuudesta luopuminen vaatisi todella hyvän markkinatilanteen.

Kajala (2009) ei pane niin suurta painoa sille, säilyisikö yrityksellä listautuessa enemmistöosuus vai ei. Hänen mielestään olennaisempaa yritykselle on se, mikä on sijoittajien kiinnostus sitä kohtaan ja kuinka paljon osakkeita oletetaan saatavan kaupaksi. Mitä enemmän osakkeita tulee vapaaseen myyntiin, sitä likvidimpiä ne ovat. Usein listautumisannissa tapahtuu samanaikaisesti sekä osakeanti että -myynti, joten enemmistöosuuden myynti voi tästä syystä olla vaikeaa. Osa rahasta menee tällöin yhtiölle eikä myyjälle.

Kaikki osakkeenomistajat eivät ole koskaan edustettuina yhtiökokouksessa. Kajalan (2009) mukaan omistajan kontrolliin yrityksestä riittää 30–40 % omistusrakenteesta riippuen. Arvopaperimarkkinalain tarjousvelvollisuussäätely suojelee vähemmistöosakkaita. Sen mukaan vähemmistöosakkaita tulee informoida, jos jonkin omistajatahon omistusosuus ylittää 30 % tai ääniosuus 50 %. Tältä pohjalta kontrolli säilyy siis yrityksellä 30 %:n omistuksellakin. Käytännössä vasta valtion omistusosuuden laskiessa alle 30 %:n valtion omistajaohjaus kohtaisi mahdollisia haasteita. (Kajala 2009; Österlund 2009.)

Yksi pääomistajuuden säilyttävä vaihtoehto pitää sisällään mahdollisuuden, että Itella listaa pörssiin vain yhden kolmesta toimialastaan. Yksikään näistä toimialoista ei ole yli 50 % Itellan arvosta. Tällöin todennäköisin listattava toimiala olisi Itella informaatio, koska sillä on selvästi suurimmat kasvuodotukset. Outokumpu on esimerkki yhtiöstä, joka aikoo listata yhden toimialoistaan. Valtio omistaa merkittävän osan siitä (31,10 %), ja Outokumpu on suunnitellut listaavansa teknologiaosansa yhtiöstä Outokumpu Technologynä. Sitä on kehitetty erikseen konsernin osana, ja sen liiketoiminnalle on pyritty luomaan oma, tunnistettava brändi. Outokummun mukaan Technologyn eriyttäminen omaksi pörssiyhtiökseen parantaisi molempien yhtiöiden strategista painopistettä ja liiketoiminnan kehittämistä (Pörssi tarvitsee uusia listautujia 2007.)

Ruotsin ja Tanskan postifuusiossa Ruotsin valtio jää pääomistajaksi 60 %:n osuudella. Loput 40 % ovat Tanskan valtiolla, Tanskan postilla ja pääomasijoittaja CVC Capitalilla. Merkittävää on se, että fuusion yksi osapuoli, CVC Capital, on riskisijoittaja. Postifuusio tullaan listaamaan pörssiin, jolloin Tanskan valtio jatkaa vähemmistöomistajana. Tanskan posti omistaa Belgian postin, jolloin jälkimmäinen vastaa jo varsin pientä osuutta fuusios-

ta. Belgian postin ja Itellan strategiat omistusjärjestelyjen suhteen ovatkin täysin vastakkaiset.

Valtion enemmistöomistukset pörssissä (taulukko 3) antavat kuvan yrityksistä, joissa valtio on vahvasti läsnä. Sillä on kaikissa kolmessa yhtiössä vahva strateginen intressi. Itella on helppo mieltää niiden joukkoon. Itellan listautuessa on paljon todennäköisempää, että siitä myydään vähemmistöosuus eikä enemmistöosuutta. Se on myös ollut yleinen käytäntö valtionyhtiöitä listattaessa.

TAULUKKO 3. Valtion enemmistöomistukset pörssissä 31.12.2008 (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 17)

	Osakkeiden lkm	Omistusosuus %	Omistuksen markkina-arvo M	Muutosvaluudet M
Finnair	71 515 426	55,81	349,7	35,8
Fortum	450 932 988	50,80	6 867,7	94,8
Neste Oil	128 458 247	50,10	1 359,1	0

#### 6.4.3 Valtio jää vähemmistöomistajaksi

Valtion jäädessä vähemmistöomistajaksi se menettäisi ehdottoman määräysvaltansa Itellassa. Koska sen ulkomaiset kilpailijat voisivat olla kiinnostuneita ostamaan vähitellen enemmistön osakkeista, olisi yksi tapa pitää Itella mahdollisimman pitkään suomalaisessa omistuksessa se, että Itella suosisi kotimaisia institutionaalisia sijoittajia.

Itella erityistehtävän turvaaminen on hoidettavissa erilaisin toimilupamenettelyin ilman että omistussuudella olisi merkitystä. Valtiolle riittäisi, että se valvoisi millä pelisäännöillä markkinoilla toimitaan. Tällöin Itellan kontrolloiminen ei olisi yhtä tärkeää. (Österlund 2009.)

Itellan vähemmistöomistuksen rakenteelle voidssn esittää esim. seuraavanlainen malli:

– institutionaalinen sijoittaja a	10 %
– institutionaalinen sijoittaja b	10 %
– institutionaalinen sijoittaja c	5 %
– institutionaalinen sijoittaja d	5 %
– institutionaalinen sijoittaja e	5 %
– institutionaalinen sijoittaja f	1 %
– piensijoittajat	15 %
– Itella	49 %
Yhteensä	100 %

Valtio on hyvin tottunut vähemmistöomistajan rooliin. Sen osakkuusyhtiöt ja muut vähemmistöosuudet muodostavat merkittävän osan kansallisvarallisuudesta. Valtion tarkastusvirasto suosittaa, että osakeomistus luokiteltaisiin merkittäväksi, jos valtio omistaa vähintään 10 % kaikkien osakkeiden tuomasta äänimäärästä. (Valtiontalouden tarkastusvirasto 2006, 7.) Kaikki valtion vähemmistöosuudet ylittävät 10 %:n omistusosuuden, mikä näkyy taulukosta 4. Itellan listautumisen yhteydessä vähemmistöosuus jäisi kyllä huomattavasti korkeammaksi. Valtionyhtiöt ovat yleensä listautuessaan luopuneet aluksi selvästi alle 50 %:lla osakkeistaan, ja sitten myöhemmin myyneet lisää omistusosuuksiaan pörssissä. Kertaakaan valtio ei ole listannut yritystään siten, että se jäisi vähemmistöomistajaksi, ja tämä vaihtoehto onkin lähinnä hypoteettinen.

TAULUKKO 4. Valtion vähemmistöomistukset pörssissä 31.12.2008 (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 17)

	Osakkeiden lkm	Omistusosuus %	Omistuksen	
			markkina-arvo M	Portfolion painoarvo %
Kemira	20 656 500	16,52	122,7	2,3
Metso	15 695 287	11,07	133,7	2,5
Outokumpu	56 440 597	31,10	467,3	8,9
Rautaruukki	55 656 699	39,69	676,8	12,8
Sampo	79 280 080	14,12	1049,7	19,9
Sponda	38 065 498	34,28	118,0	2,2
StoraEnso	97 079 438	12,30	542,0	10,3
TeliaSonera	616 128 221	13,72	2168,8	41,1
Yhteensä			5279,0	100,0

Joulukuussa 2008 Valtio teki ainutlaatuisen ratkaisun ostaessaan Työeläkevakuutusyhtiö Varmalta 9,62 % Elisa Oyj:n osakekannasta. Tilanne vaati erikoisjärjestelyjä, mutta Soli-

diumin perustamisen jälkeen vastaavanlainen aktiivinen toiminta on jatkossa todennäköisesti yhä yleisempää, ja valtio toimii sijoittajana sen etujen niin vaatiessa. Kaupan synty-miseen vaikutti strateginen intressi siitä, teletoiminta on keskeistä kansalliselle infrastruktuurille. Teletoiminnan turvaaminen on tärkeää huoltovarmuudelle, ja se onkin varmistettu viestintämarkkinalailla. Siksi valtio katsoi, että Suomessa pitäisi olla ainakin yksi suuri kansallisessa omistuksessa oleva teleoperaattori. Elisaa ei haluttu päästää kokonaan ulkomaiseen määräysvaltaan, mikä olisi ollut mahdollista, koska yhtiö oli kiihkeän spekuloinnin kohteena. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008 2009, 14–15.) Elisan tapaus on suoraan verrattavissa Itellaan, jonka määräysvaltaa ei haluta millään rahoitusjärjestelyllä päästää ulkomaisiin käsiin.

Tulevaisuudessa Elisan osakkeet siirtynevät Solidiumin haltuun. Valtio kokee, että myös vähemmistöosakkaana sillä on mahdollisuus suojella strategisia etujaan. Tältä pohjalta voi esittää sen hypoteesin, että merkittävä vähemmistöosuus Itellassa voisi suojella valtion strategisia etuja riittävästi. Siinäkin tapauksessa Itellan myyminen tapahtuisi vähitellen eikä valtio todennäköisesti olisi valmis jo heti listautumisvaiheessa luopumaan enemmistöstä osakkeistaan.

Yksi esimerkki valtion toimista vähemmistöosakkaana on vuoden 2009 alkupuolella lykätty suunnitelma eriyttää Tikkurila Kemirasta ja listata se pörssiin. Tikkurilan listaaminen olisi parantanut Kemiran yritysrakennetta, ja se olisi mahdollistanut eri liiketoiminta-alueiden kehittämisen. Suunnitelmaa pidettiin hyvin perusteltuna, ja sen piti perustua osittaiseen osingonjakoon. Tarkoituksena oli saada Tikkurilalle laaja ja monipuolinen omistajakunta, jossa valtio säilyisi edelleen merkittävänä vähemmistöomistajana yhtiön enemmistön säilyessä suomalaisena. Valtio ja muut Kemiran osakkaat olisivat todennäköisesti tulevaisuudessa hyötyneet omistaja-arvonsa kasvusta. Vaikka Tikkurila jäi tällä kertaa listamatta pääoma- ja maalimarkkinoiden heikennyttyä, se listataan markkinatilanteen niin sallissa. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009, 109.) Jos valtio jäisi Itellassa vähemmistöosakkaaksi, voisi kuvitella tavoitteen olevan yhtä lailla sama kuin Tikkurilan tapauksessa eli enemmistö omistuksesta olisi suomalaisissa käsissä.

Listautumisen trendit vaikuttavat olennaisesti siihen kannattaisiko Itellan luopua enemmistöosuudestaan. Voimakkaan trendin vallitessa yhä useammat yritykset listautuvat ja myyvät suurempia osuuksia osakkeistaan. Toisaalta sijoittajat suhtautuvat usein ennakkoluuloisesti siihen, jos yhtiö myy enemmistön osakkeistaan (Kajala 2009). Käytännössä tällöin

suuri osa tuloista pitäisi tulla yhtiölle eikä myyjälle, koska muuten listautumisannin onnistuminen olisi hyvin epävarmaa.

Määräysvallasta luopuminen toisi myytävään osakemäärään lisähintaa. Kyseinen preemio on maakohtaisesta. Esim. Yhdysvalloissa markkinoiden valtauksset ovat hyvin normaaleja, ja preemio nousee selvästi kun määräysvallasta kilpaillaan. Lisäksi tämä preemio on riippuvainen mm. sijoittajia suojaavasta lainsäädännöstä, jonka taso vaihtelee maittain ja joka vaikuttaa yrityksen arvoon. Ruotsissa tämä preemio on ollut alle 10 %. (Bergström & Rydqvist 1990; Zingales 1995, ref. Timonen 2000, 118.) Ruotsin lainsäädäntö on hyvin pitkälle samanlaista kuin Suomessa, joten varovainen arvio Itellan saamasta lisähinnasta voisi olla tuo alle 10 %, jos se luopuu määräysvallastaan. Käytännössä kuitenkin lisähinta olisi pitkälle kiinni institutionaalisten sijoittajien ostohalukkuudesta.

## 7 TUTKIMUSTULOKSET JA JOHTOPÄÄTÖKSET

### 7.1 Tutkimustulokset

Opinnäytetyön tutkimusongelmana oli kuinka valtionyhtiön listautuminen tapahtuu. Tutkimuksesta selviää, että valtionyhtiön listautuminen on pitkälti verrattavissa muiden yhtiöiden listautumiseen. Suurimpana erona on se, että joidenkin valtionyhtiöiden listautumiseen vaikuttavat valtion strategiset intressit ja joillakin yhtiöillä lisäksi erityistehtävä. Itellalla on erityistehtävä, joten eduskunnan päättäessä Itellan listaamisesta pitää tämä seikka ottaa huomioon. Listautumisen yhteydessä myytävä omistusosuus ei saa vaarantaa tätä.

#### 1 Listautumisen osapuolet ja vaiheet

Listautumisen valmistelu alkaa yhtiön hallinnon ja corporate governancen kehittämällä, jonka tulee tehostaa yhtiön johtamista ja koko liiketoimintaa. Valmistelut jatkuvat muutoksilla tilinpäätös-informaatioissa, yhtiöjärjestyksessä ja organisaatioissa. Seuraavaksi yhtiölle tulee valita listautumisen pääjärjestäjä. Tässä vaiheessa valitaan myös viestintätoimisto, joka alkaa suunnitella listautumisen markkinointia.

Tämän jälkeen yrityksessä suoritetaan due diligence, joka tarkoittaa yhtiön taloudellisen ja juridisen tilan perusteellista arviointia. Se on olennaista listautumiselle, ja lisäksi sen tarkoituksena on huolehtia siitä, että listautumisesite täyttäisi arvomarkkina- ja säädetty edellytykset. Erityisesti kiinnitetään huomiota yhtiön seuranta- ja raportointijärjestelmien luotettavuuteen. Yrityksen on seuraavaksi toimitettava listautumisesite, joka on hyväksyttävä Finanssivalvonnalla. Esitteen tulee olla saatavilla listaamiseen asti.

Listautumisen avustavat osapuolet ovat pääjärjestäjä, lainopilliset neuvonantajat, tilintarkastajat ja viestintätoimisto. Pääjärjestäjän tehtävät voidaan jakaa kolmeen osaan: emission takaamiseen, jakeluun ja neuvontaan. Lainopilliset neuvonantajat suorittavat oikeudellisen due diligencen ja laativat listautumiseen tarvittavat sopimukset, joista olennaisimmat ovat sopimus pääjärjestäjän ja yhtiön välillä (underwriting agreement), lock up -sopimukset, osakassopimukset ja sopimus Helsingissä toimivan OMX Nasdaq -pörssin kanssa. Tilintarkastajien yhtiön taloutta koskeva informaatio on olennaista listautumiselle, sillä listautuminen vaatii paljon monimutkaista taloustietoa. Tilintarkastajilla on oltava riittävä kokemus pörssi-yhtiön tilintarkastuksesta ja listautumisesta, ja heidän tulee hallita IFRS-normisto. Viestintätoimisto markkinoi listautuvaa yhtiötä. Viestinnän sisällön ja suunnan tulee huomioida sekä institutionaaliset että tavalliset sijoittajat.

## 2 Yrityksen arvonmääritys

Niin ostaja- kuin myyjäosapuoli tekevät tahollaan yhtiön arvonmäärityksen. Siihen on olemassa useita menetelmiä kuten osinkoperusteinen, vapaiden kassavirtojen ja lisäarvomalli. Lisäksi käytetään kerroinmenetelmiä ja tilinpäätökseen perustuvaa arvonmääritystä.

Arvonmääritystä voidaan pitää vain suuntaa antavana osakkeiden hinnoittelulle, sillä käytännössä hinta muodostuu esimarkkinoinnissa, jossa institutionaaliset sijoittavat ilmoittavat kuinka paljon ne ovat valmiita ostamaan osakkeita tiettyyn hintaan. Listautumisannissa osakkeella on usein hintahaarukka, jonka sisälle osakkeen hinta jää listautumisen päätyttyä. Kysyntä ratkaisee mihin kohtaan hinta haarukassa asettuu.

### 3 Valtion omistajaohjauksen vaikutus listautumiseen

Valtion omistajaohjauksen ja siten eduskunnan tavoitteena on, että valtion erityistehtävää hoitavien yhtiöiden tulee säilyä valtion yksityisomistuksessa tai ainakin sen määräysvallassa, ja vain niiden erityistehtävän merkityksen väheneminen tai poistuminen antaa mahdollisuuden omistuspohjan laajentumiseen. Kuitenkin omistajaohjaus toteaa, että erityistehtävän hoitaminen voi tehostua muiden omistajien mukaantulon myötä. Itellalla on erityistehtävä, koska sen tulee turvata postin kulkua Suomessa syrjäseuduillakin. Eduskunnan olisi selvitettävä, kuinka tämä erityistehtävän hoitaminen turvattaisiin Itellan listautuessa.

Eduskunta päättää edelleen myyntivaltuuksista omistuksen laskiessa alle kahden kolmasosan, ja tämä jäykistää valtionyrityksen hallituksen toimintaa. Näistä syistä johtuen pidetään corporate governance -järjestelmän merkitystä valtionyhtiöissä muita yhtiötä suurempana.

Listautuneita yhtiöitä koskevat arvopaperimarkkinalain tasapuolisuusvaatimukset.

Valtion omistajaohjauksen periaatteet ovat lähentyneet muiden yhtiöiden periaatteita. Tämä on olennaista, koska listautunut yritys joutuu toimimaan markkinoiden ehdoilla. Jos valtiolla on hyvin suuri omistus osuus yrityksestä, siihen kuitenkin voi liittyä poliittista riskiä.

Jos yritys toimii omistajaohjauksen periaatteiden mukaisesti, ei valtio osakkeenomistajana puutu yhtiön toimintaan. Valtio sitoutuu siis julkistettujen pelisääntöjen noudattamiseen, ja se voi puuttua yhtiön toimintaan ainoastaan yhtiökokouksessa, jos omistajaohjausta ei noudateta.

Testatut johdon palkitsemisjärjestelmät varmistavat että riittävän pätevät henkilöt ovat johdotehtävissä listautuessa. Listatulle yhtiölle näitä järjestelmiä pidetään tärkeinä. Itellan palkitsemisjärjestelmät ovat kehittyneitä ja avoimia. Niistä on annettu seikkaperäiset tiedot vuosikertomuksessa.

### 4 Itella Oyj:n listautumiskelpoisuus

Itellalla on tiettyjä valmiuksia listautumiseen. Se noudattaa hyvin Corporate Governance –suosituksia. Lisäksi sen johdon palkitsemisjärjestelmä korostaa läpinäkyvyyttä, ja sen ti-

linpäättös on IFRS-normiston mukainen, mikä vähentäisi listautumisen kustannuksia. Itellalla on vahvaa viestintäosaamista, mutta listautumiseen se kuitenkin tarvitsisi siihen erikoistuneen viestintätoimiston. Listautumisen markkinointi olisi syytä antaa mainostojamistolle.

Itellan listaamisen pääjärjestäjää valittaessa valtio järjestäisi tarjouskilpailun eri investointipankkien kesken. Tilintarkastajia valittaessa olennaista heille olisi erittäin hyvä IFRS-tilinpäättösnormiston tuntemus. Tämä vaatimus rajaa käytännössä muut paitsi kansainväliset tilintarkastusyhtiöt pois ehdokkaista.

Valtio on listatessaan yrityksiään etupäässä tehnyt osakemyynnin eikä -antia tai annin osuus on ainakin ollut selvästi pienempi kuin myynnin osuus. Mikäli sama käytäntö koskisi Itellaakin, yhtiö ei saisi listautuessaan kovinkaan paljon uutta pääomaa, vaan valtio saisi myyntituloja ja käyttäisi ne parhaalla katsomallaan tavalla ilman että Itella hyötyisi niistä.

Itellalle luonteva listautumispaikka olisi OMX-pörssin päalista, sillä se sopii parhaiten isolle ja kansainväliselle yritykselle, jolla on pörssissä saman toimialan verrokkiyrityksiä. Itella tosin saisi vasta tulevaisuudessa verrokkiyrityksen, kun Ruotsin ja Tanskan postit fuusioituvat ja listautuvat.

Listautumiskelpoisuudestaan huolimatta Itella ei ole tällä hetkellä listautumassa. Se ei kuulu myöskään yhtiön strategiaan lähitulevaisuudessa.

## 5 Myytävän omistusosuuden vaikutus listautumiseen

Tutkimuskysymykseen liittyvä hypoteesi kahdesta vaihtoehdosta, joissa toisessa valtio myisi 51 % ja toisessa 49 % Itellasta, lähti siitä olettamuksesta, että 50 %:n osuus olisi vedenjakaja kontrollille yrityksestä. Tutkimuksessa ilmeni että ainoa asia, mikä voisi riippua tästä jaosta, olisi valtion erityistehtävän turvaaminen. Valtion strateginen intressi ei edellytä enemmistöomistusta. Yhtiön kontrolli ei käytännössä vähene omistuksen laskiessa 51 %:sta 49 %:iin. Yhtiölle riittää kontrolliin 30–40 %:n osuus osakkeista, jos muu omistus on hajautunut. Arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuus määrittelee kontrollin rajaksi 30 %. Valtio pitää merkittävän vähemmistöomistuksen rajana 10 %, ja se on monessa yhtiössä mukana alle 30 %:n omistusosuudella. Listautumisessa kysyntä hyvin harvoin riittää

yli 50 %:n omistusosuuden myyntiin, sillä sijoittajat edellyttävät omistajalta sitoutumista ja yli 50 %:n myynti voisi herättää heidän epäilynsä.

Valtion omistusosuudet ovat useimmissa sen omistamissa yhtiöissä niin suuret, ettei nopea luopuminen niistä ole mahdollista vaikuttamatta yhtiön arvostukseen. Samoin Itellan listautuessa realistinen myyntiosuus olisi todennäköisesti jossain 20 %:n lähistöllä, niin kuin Fortumin ja Soneran listautumisessa tapahtui. Koskaan valtio ei ole listatessaan yritystä myynyt siitä yli 30 % omistusosuutta.

Suuren osakepotin myyminen listautumisen yhteydessä on vaikeaa, jos myyntituloista ei tule mitään myytävälle yhtiölle. Valtio on etupäässä tehnyt osakemyyntejä eikä -anteja, jotka toisivat omaa pääomaa yhtiölle. Fortumin ja Soneran listautumisissa tapahtui lähes yksinomaan osakemyyntiä eikä rahaa tullut yhtiöille. Markkinoiden ollessa voimakkaat jopa 20 %:n osuuden myynti yhtiöistä tällä tavalla oli mahdollista. Itellan vetovoima ei välttämättä olisi samaa luokkaa.

Markkinoiden trendi on tärkeää osakemäärän myynnille. Yleensä osakkeita myydään markkinatilanteen mukaisesti eikä lähtökohtana pidetä hypoteesin mukaista 50 %:n rajapyykin tarkastelua. Mitä enemmän osakkeita myydään, sitä likvidimpiä niistä tulee.

## 7.2 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimuksen validiteetilla tarkoitetaan sitä, että tutkimus mittaa juuri niitä asioita kuin on tarkoituskin (Heikkilä 2004, 29). Yrityksen listautuminen pörssiin on hyvin monimutkainen ja pitkä prosessi, ja tutkimukseni käsitteli etupäässä listautumisen vaiheita, valtion omistajaohjauksen vaikutusta listautumiseen, arvonmäärittystä ja kahta eri vaihtoehtoa osakejärjestelyistä. Tutkimus oli luonteeltaan kartoittava. Sen validiteetti kärsii siitä, että tutkimus on hiukan hajanainen, ja siinä olisi ollut syytä keskittyä enemmän yhteen tiettyyn osa-alueeseen. Tutkimuksen luonne vaikutti myös siihen, että viitekehys- ja empiriaosuudet ovat osittain päällekkäin.

Tutkimuksen reliabiliteetilla tarkoitetaan tutkimustulosten tarkkuutta ja toistettavuutta. Tutkimustulokset eivät saa olla sattumanvaraisia. (Hirsjärvi & Remes & Sajavaara 2007, 226–227.) Yleensä kvalitatiivisissa tutkimuksissa ei reliabiliteetti ole niin suuri kuin kvan-

titatiivissa. Samaa voi sanoa tästäkin tutkimuksesta. Lisäksi tutkimustulosten pysyvyys liittyy tämänhetkiseen tilanteeseen. Niistä ei voi johtaa kovin pitkän ajan päähän yltäviä johtopäätöksiä.

### 7.3 Johtopäätökset

Suomessa tapahtuu 1 - 3 pörssiin listautumista vuosittain, mutta valtaosa niistä liittyy yrittäjäjärjestelyihin. IT-kuplan aikaansaaman pörssiromahduksen jälkeen on ollut vain muutama varsinainen listautuminen, ja tällä hetkellä maailmanlaajuisestikaan ei ole juuri listautumisia. Markkinoiden piristyessä listautumiset voivat lisääntyä. Itella kuten muutkin valtionyhtiöt ovat hyvin riippuvaisia markkinoiden trendeistä.

Valtion omistajaohjaus on enenevässä määrin alkanut muistuttaa normaalia sijoitustoimintaa. Solidiumin perustamisen myötä aktiivinen kaupankäynti pörssiosakkeilla on mahdollinen tulevaisuudenkuva. Valtion omistajaohjauksen ja valtionyhtiöiden hallinnon ja palkitsemisjärjestelmien kehittymisen myötä Itellan kaltaisten yhtiöiden, joihin kohdistuu strateginen intressi ja joilla on erityistehtävä, on entistä helpompi listautua pörssiin markkinatilanteen ja lainsäädännön niin salliessa.

Suomessa on saavutettu hyviä tuloksia innovaatiojärjestelmän kehittämisessä. Johtavat poliitikot ja talousasiantuntijat ovat muokanneet edellytyksiä yhtenäiseen ja nopeaankin päätöksentekoon. Tätä pohjaa on hyödynnetty myös mietittäessä valtionyhtiöiden hallintoa, sillä pörssiyhtiöiden pitää reagoida nopeasti toimintaympäristössä tapahtuviin muutoksiin.

Itellaan liittyy strateginen intressi, joten sen myyminen kokonaan kilpailijoille vaatisi uutta lainsäädäntöä ja vahvaa poliittista tahtoa. Sen takia Itellan listautuminen pörssiin olisi monessa mielessä Itellan myyntiä helpompi tapa hankkia tuloja valtiolle tai Itellalle. Poliittisesti listautuminen onnistuisi helpommin, jos Itella säilyttäisi enemmistön osakkeista itsellään. On erittäin epätodennäköistä, että Itellasta listautuessaan luopuisi enemmistöosuudestaan.

Itella on tällä hetkellä vakavarainen yhtiö, joka tuotti vielä vuonna 2008 kohtuullisen hyvää tulosta omistajalleen. Kuitenkin taantuma ja kirjepostin väheneminen ovat selvästi heikentäneet yhtiön tulosta vuonna 2009. EU:n myötä postialan kilpailu on jo osittain vapau-

tunut, ja vuonna 2011 se vapautuu kokonaan, kun kansalliset postimonopolit puretaan. Pörssiin meno toisi Itellalle lisää pääomaa ja olisi yksi keino vastata kiristyvään kilpailuun. Tämä edellyttäisi sitä, että valtio listatessaan Itellan painottaisi osakeantia eikä -myyntiä. Jälkimmäinen toisi rahaa valtion, muttei Itellan kassaan.

Valtionyritysten omistajaohjauksen ja palkkiojärjestelmien kehitys 2000-luvulla edesauttaisi Itellan mahdollista listautumista pörssiin. Sitä helpottaisi myös suuri listautujien määrä. Optimaalisena ajoitushetkenä listautumiselle pidetään yleisesti korkeasuhdanteen alkuvuosia.

Monelta valtion yhtiöltä pörssiin meno on onnistunut, mutta ei ole itsestään selvää, että se onnistuisi Itellaltakin. Pääoman hankkiminen listautumalla ei ole kuitenkaan yksinkertaista eikä osakeannin merkintä itsestään selvää. Esimerkiksi Valmetin listautumisessa 1980-luvulla osa osakkeista jäi myymättä. On myös kyseenalaista, olisiko listautuminen järkevä keino reagoida uusien kilpailijoiden odotettavissa olevaan markkinoille tuloon. Kustannukset ovat varsin korkeat, ja tulevat osakkeenomistajat odottavat sijoitukselleen hyvää tuottoa. Kysyntä listautumisannissa määrää osaltaan osakkeen kurssikehitystä välittömästi listautumisen jälkeen, ja jos osakkeen kysyntä on vähäistä, sen kurssi voi laskea alle listautumisannin hinnan kaupankäynnin alettua pörssissä. Pitkäaikainen kurssilasku listautumisen jälkeen voisi vaarantaa Itellan brändin.

Mielestäni Itellan listautuminen vaatisi taitavaa markkinointia, sillä Itellan osakkeet eivät välttämättä herätä tarpeeksi sijoittajien kiinnostusta. Institutionaalisilla sijoittajilla on omat kriteerinsä, mutta muille sijoittajille poikkeuksellisen vahva markkinointi olisi hyvin tärkeää samoin kuin viestintä kokonaisuudessaan. On olennaista myös saada työntekijät ja yrityksen johto osakkeiden omistajiksi. Yrityksen johtoa tulisi motivoida yhtiön omistajiksi sopivilla palkkiojärjestelmillä. Kansainvälistymisen ja yritysostojen tulisi mielestäni vielä jatkua ennen listautumista. Itellan listautuminen olisi hyvin poliittinen ratkaisu, eikä siis pelkästään liiketaloudellinen askel yhtiön kehittämisessä.

Haluan kiittää avusta tämän opinnäytetyön tekemisessä ohjaajaani lehtori Iris Kähköstä, lehtori Pia Koskenojaa ja lehtori Kristiina Suihkoa.

## LÄHTEET

Arvopaperimarkkinalaki L936/1994. 28.10.1994.

Bergström, Clas & Rydqvist, Kristian 1990. Ownership of equity in dual-class firms. *Journal of Banking and Finance* 14, 237–253.

Berle, Adolf a. & Means, Gardiner C. 1968. *The Modern Corporation and Private Property*. 2. revised edition, New York.

Conyon M. J. & Leech D. 1993. Top Pay, Company Performance and Company Governance. Warwick University. *Economic Research Papers* (410), Warwick.

Eronen, Anne & Puttonen, Vesa & Saarnio, Antti 2000. Omistajalähtöinen johtaminen: yritysjohdo markkinoiden ristitulessa. WSOY, Helsinki.

EU:n postidirektiivi muuttaa valtakunnallisten postipalvelujen edellytyksiä 2008. Itellan tiedote. [Http://www.posti.fi/tiedotteet/2008/20080131\\_postidirektiivi.html](http://www.posti.fi/tiedotteet/2008/20080131_postidirektiivi.html). Luettu 10.9.2008.

Haglund, Eric 1989. Listautumisen merkitys yhtiön ja osakkeenomistajan kannalta. *Tilintarkastus*, 5–13.

Hautala, Heikki 2001. Millainen yritys voi listautua? *Yritystalous* (1), 28–30.

Heikkilä, Tarja 2004. Tilastollinen tutkimus. Edita, Helsinki.

Helsingin pörssi tarvitsee listautujia 2007. *Taloussanomat* 29.10.2007. [Http://www.taloussanomat.fi/porssi/2007/10/29/helsingin-porssi-tarvitsee-listautujia/200727034/170](http://www.taloussanomat.fi/porssi/2007/10/29/helsingin-porssi-tarvitsee-listautujia/200727034/170). Luettu 10.9.2009.

Hidén, Paulus 2002. Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.

Hirsjärvi, Sirkka & Remes, Pirkko & Sajavaara, Paula 2007. Tutki ja kirjoita. Tammi, Helsinki.

Ikäheimo, Seppo & Kontu, Hanna & Kostander, Leena & Tainio, Risto & Uusitalo, Antti 2007. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien toimivuus valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä. Valtioneuvoston kanslia.

Inha, Anne-Marie & Kuittinen, Eija & Makkonen, Samuli & Päällysaho, Pasi & Raunio, Merja & Reinikainen, Mikko 2003. Yhtiön listautuminen Suomessa. PricewaterhouseCooper's, Helsinki.

Itella Oyj laski liikkeeseen 150 miljoonan euron kotimaisen joukkovelkakirjalainan 2009. Itella Oyj:n tiedote.

[Http://www.itella.fi/group/tiedotteet/2009/20091104\\_rahoitus\\_itella.html](http://www.itella.fi/group/tiedotteet/2009/20091104_rahoitus_itella.html). Luettu 7.11.2009.

Itella Oyj:n internet-sivut. [Http://www.itella.fi](http://www.itella.fi). Luettu 20.9.2009.

Itella Oyj:n osavuositarkastus Q/2.

Itella Oyj:n vuosikertomus 2008. 2009.

Jääskeläinen, Jukka 1991. Yrityksen listautuminen. OD-Institute Oy, Helsinki.

Kaisanlahti, Timo 1999. Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksissä. Edita, Helsinki.

Kaisanlahti, Timo 2000. Corporate Governance ja valtio-omistaja – kehittämistarpeet. Edita, Helsinki.

Kaisanlahti, Timo 2001. Valtion omistajaohjaus – perusta ja välineet. Edita, Helsinki.

Kajala, Ville 2009. Markkinavalvoja. Finanssivalvonta (Suomen Pankki), Helsinki. Haastattelu 8.10.2008.

Keloharju, Matti. Professori. Helsingin kauppakorkeakoulu. Haastattelu 27.9.2007. Haastattelija Jenni Selosmaa.

Ketola, Tarja 2005. Vastuullinen liiketoiminta – sanoista teoiksi. Edita, Helsinki.

Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa 2004. Moderni rahoitus. WSOY, Helsinki

Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa 2007. Moderni rahoitus. 3., uudistettu painos. WSOY, Helsinki

Kole, S. R. 1997. The complexity of Compensation Contracts. Journal of Financial Economics 43, 79–104.

Laki sijoituspalveluyrityksistä L579/1996. 26.7.1996.

Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta L1368/2007

Leppiniemi, Jarmo. Listautuminen. Kolumni. Kesko Oyj.

[Http://www.kesko.fi/modules/page/show\\_page.asp?id=824E491CA02B4D9B9FBA03F46C2C3EE9&itemtype](http://www.kesko.fi/modules/page/show_page.asp?id=824E491CA02B4D9B9FBA03F46C2C3EE9&itemtype). Luettu 29.9.2008.

Leppiniemi, Jarmo 2000. Pääomasijoittaja ja listautuminen. Teoksessa Pääomasijoitukset ja elinkeinopolitiikka 2000-luvulla. Teollisuussijoitus, Helsinki, 69–78.

Leppiniemi, Jarmo & Puttonen, Vesa 2002. Yrityksen rahoitus. WSOY, Helsinki.

Martikainen, Minna & Martikainen, Teppo 2002. Rahoituksen perusteet. WSOY, Helsinki

Mäntynen, Harri 1989. Valtionyhtiöiden listautuminen kaikkien onneksi. Yritystalous (1), 16–19.

Nikkinen, Jussi & Rothovius, Timo & Sahlström, Petri 2002. Arvopaperisijoittaminen. WSOY, Helsinki.

Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2003. Tilinpäätösanalyysi. Edita Prima Oy, Helsinki

- Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2007. Yritysrahoitus. Edita Prima Oy, Helsinki.  
 Pohjoismainen fuusio ei saa Itellaa syyttämään 2008. Helsingin Sanomat 1.4.2008.  
<http://www.hs.fi/talous/artikkeli/Pohjoismainen+fuusio+ei+saa+Itellaa+syyttym%C3%A4%C3%A4n/1135235225664>. Luettu 10.10.2009.
- Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun 2006. PricewaterhouseCooper's & Suomen pääomasijoitusyhdistys ry.  
[Http://www.pwc.com/fi/fin/issues/publ/paaomasijoitus\\_06.pdf](Http://www.pwc.com/fi/fin/issues/publ/paaomasijoitus_06.pdf). Luettu 29.9.2008.
- Ross & Westerfield & Jordan 1995. Essentials of Corporate Finance. Irwin Professional Pub. Burr Ridge, Illinois, Yhdysvallat.
- Ruotsi ja Tanska junailivat postifuusion 2008. Kauppalehti 1.4.2008.  
[Http://www.kauppalehti.fi/5/i/talous/uutiset/etusivu/uutinen.jsp?oid=11010&request\\_ahaa\\_info=true](Http://www.kauppalehti.fi/5/i/talous/uutiset/etusivu/uutinen.jsp?oid=11010&request_ahaa_info=true). Luettu 10.9.2008.
- Selosmaa, Jenni 2007. Pörssilistautumisen vähäisyyteen vaikuttavat tekijät Suomessa. HSE Executive Education. Tutkimus ja konsultointi. Helsingin kauppakorkeakoulu, Helsinki.
- Sillanpää, Maria 1990. Yrityksen yhteiskuntavastuun käsite ja sen implikaatiot strategiselle päätökselle. Pro gradu -tutkielma. Tampereen yliopiston julkaisuja, Tampere.  
 Suomen Pankin rahoitusmarkkinaraportti 3/2007.
- Timonen, Pekka 2000. Corporate Governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Kauppakaari Oyj, Helsinki.
- Toivonen, Satu 2009. Tiedottaja. Itella Oyj, Helsinki. Kirjallinen kysely 6.11.2009.
- Torstila, Sami 2003. The clustering of IPO gross spreads: International evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 673–694.
- Tulot omistuspojan laajentamisesta 2008. Valtioneuvoston kanslia.  
[Http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Tilastot\\_/suomi/Tulot\\_laajentamisesta\\_08.pdf](Http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Tilastot_/suomi/Tulot_laajentamisesta_08.pdf).  
 Luettu 10.10.2009.
- Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 7.6.2007.
- Valtion osakkuusyhtiöt ja valtio vähemmistöomistajana 2006. Valtiontalouden tarkastusviraston tarkastuskertomus 128/2006. Valtiontalouden tarkastusvirasto. Edita, Helsinki.
- Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008. 2009. Valtioneuvoston kanslia, Helsinki.
- Valtiovarainministeriön päätös arvopaperin pörssilistalle ottamista koskevista vaatimuksista 13.10.1994/906.
- Veranen, Jyrki 1996. Tuottoa vaativat omistajat. WSOY, Helsinki.
- Vuoria, Matti 2004. Valtion omistajapolitiikan selvitysmiesraportti. Edita, Helsinki.
- Zingales 1995. What determines the Value of Corporate Votes? Quarterly Journal of Economics 110, 1075–1110.

Österlund, Mikael 2009. Osakas. PricewaterhouseCooper's, Helsinki. Haastattelu 29.10.2009.

HAASTATTELUKYSYMYKSET 8.10.2009

Ville Kajala

- 1 Minkälaiseksi näette markkinatilanteen tällä hetkellä listautumista ajatellen?
- 2 Käyttääkö valtio listatessaan yrityksiä tiettyä pääjärjestäjää?
- 3 Kuinka merkittävä osuus listautumiskustannuksista on pääjärjestäjän palkkio?
- 4 Onko mielestänne valtion kokonaan omistaman yhtiön arvon määrittelyssä erityisongelmia. Jos näin ne on, niin minkälaisia ne mielestänne ovat?
- 5 Kuinka suuri on valtion omistajaohjauksen merkitys yhtiön osakkeiden kiinnostavuudelle?
- 6 Ovatko mielestänne valtion osittain omistamat pörssiyhtiöt täysin verrattavissa muihin pörssiyhtiöihin?
- 7 Oletetaan, että valtion kokonaan omistama yhtiö listautuessaan myisi enemmistön osakkeistaan. Mitä vaikutuksia sillä olisi osakkeen kiinnostavuudelle ja itse yhtiölle, jos verrataan tilannetta vaihtoehtoon, jossa yhtiö myisi alle puolet osakkeistaan?
- 8 Kuinka suuri on johdon palkitsemisjärjestelmien merkitys listautumiselle?
- 9 Oletetaan, että valtionyhtiöllä on strateginen intressi ja lisäksi sillä on vielä erityistehtävä. Miten nämä seikat vaikuttaisivat yhtiön listautumiseen?

Kysymys 1 liittyy tutkimuksen johdantoon.

Kysymykset 2, 3 ja 4 liittyvät tutkimuskysymykseen 1.

Kysymys 4 liittyy tutkimuskysymykseen 2.

Kysymykset 2, 5, 6, 8 ja 9 liittyvät tutkimuskysymykseen 3.

Kysymykset 3, 6, 8 ja 9 liittyvät tutkimuskysymykseen 4.

Kysymys 7 liittyy tutkimuskysymykseen 5.

HAASTATTELUKYSYMYKSET 29.10.2009

Mikael Österlund

- 1 Mitkä syyt ovat vähentäneet listautumisen suosiota?
- 2 Onko mielestänne Itella tai joku muu valtionyhtiö listattavissa lähitulevaisuudessa?
- 3 Miten olennaista due diligence on yhtiön listautumiselle?
- 4 Ketkä osallistuvat due diligenceen?
- 5 Miten due diligence auttaa yhtiön arvonmäärityksessä?
- 6 Onko valtionyhtiön listautuessa tehtävä due diligence täysin vertailukelpoinen yksityisen yrityksen due diligenceen?
- 7 Mikä osuus omistuksesta olisi vähintään luovutettava listautuessa, jotta markkinat kiinnostuisivat?
- 8 Mitä luokkaa ovat tilintarkastajien palkkiot listautumisessa?

Kysymys 1 liittyy tutkimuksen johdantoon.

Kysymykset 3, 4, 6 ja 8 liittyvät tutkimuskysymykseen 1.

Kysymys 5 liittyy tutkimuskysymykseen 2.

Kysymys 2 liittyy tutkimuskysymykseen 3.

Kysymys 2 liittyy myös tutkimuskysymykseen 4.

Kysymys 7 liittyy tutkimuskysymykseen 5.

KIRJALLISET KYSYMYKSET 6.11.2009

Satu Toivonen

- 1 Miten Itella Oyj on rahoittanut yritysostonsa?
- 2 Millä tasolla Itellan omavaraisuus on säilynyt?
- 3 Onko yritysostoissa ajateltu suunnattua osakeantia?
- 4 Minkälaisia rahoitusratkaisuja Itella tekee tulevaisuudessa?
- 5 Valtiolla on strateginen intressi Itellan suhteen. Lisäksi Itellalla on erityistehtävä. Voisiko listautuminen olla näistä lähtökohdista mahdollinen rahoitusratkaisu?
- 6 Jos Itella listautuisi, niin kuinka suuresta omistusosuudesta olisi mahdollista luopua?
- 7 Miten Ruotsin ja Tanskan postien fuusio vaikuttaa Itellaan?
- 8 Kuinka hyvin Itella noudattaa pörssin Corporate Governance –suositusta?
- 9 Mikä oli Itellan vapaa kassavirta vuonna 2008?

Kysymys 9 liittyy tutkimuskysymykseen 2.

Kysymys 8 liittyy tutkimuskysymykseen 3.

Kysymykset 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 ja 8 liittyvät tutkimuskysymykseen 4.

Kysymys 6 liittyy tutkimuskysymykseen 5.