

Eetu Luhtanen

# LISTAUTUMISANTIEN ALIHINNOITTELUA SELITTÄVÄT TEORIAT

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Kevät 2023

# TIIVISTELMÄ

Eetu Luhtanen: Listautumisantien alihinnoittelua selittävät teoriat  
Kandidaatintutkielma  
Tampereen yliopisto  
Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, yrityksen laskentatoimi  
Huhtikuu 2023

---

Listautumiset ovat merkittäviä tapahtumia niin yritysten itsensä kuin sijoittajien sekä koko yhteiskunnan näkökulmasta. Yrityksen listautuessa pörssiin järjestetään tyypillisesti listautumisanti, jossa sijoittajat voivat ostaa osakkeita itselleen merkintähinnalla. Listautumisen onnistuttua osakkeilla aletaan käydä kauppaa jälkimarkkinoilla. Ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä osakekurssin on havaittu systemaattisesti ja usein huomattavastikin ylittävän merkintähinnan. Tätä kutsutaan listautumisantien alihinnoitteluksi. Tutkielmani tarkoituksena on selvittää, mistä kyseinen ilmiö johtuu. Tutkimusmenetelmänä käytän kirjallisuuskatsausta. Tarkastelen ja arvioin tutkielmassani listautumisantien alihinnoittelua selittäviä teorioita perehtymällä aihetta käsitteleviin tutkimuksiin sekä muuhun kirjallisuuteen.

Tutkielmassa tarkastelemani teoriat voidaan jakaa neljään kategoriaan, joita ovat epäsymmetrisen informaation teoriat, behavioristiset teoriat, institutionaaliset teoriat sekä omistajuus- ja kontrolliteoriat. Epäsymmetrisen informaation teorioissa taustalla on tiedon epätasainen jakautuminen listautumisannin osapuolten välillä. Behavioristiset teoriat tarkastelevat inhimillisiä tekijöitä listautumisantien alihinnoittelun taustalla. Institutionaaliset teoriat tarjoavat ilmiölle sääntely-ympäristöön ja yhteiskunnallisiin rakenteisiin perustuvia selitysmalleja. Omistajuus- ja kontrolliteorioiden mukaan listautumisantien alihinnoittelun taustalla on tietynlaisten omistusrakenteiden mahdollistamien etujen tavoittelu.

Tarkasteluni perusteella vakuuttavimpia teorioita ovat epäsymmetrisen informaation teoriat sekä behavioristiset teoriat. Sen sijaan heikoiten ilmiön selittämiseen kelpaavat omistajuus- ja kontrolliteoriat sekä institutionaaliset teoriat. Tutkielmani osoittaa, että mikään malli ei kuitenkaan ole ongelmaton, vaan kaikkiin liittyy jonkinlaisia ristiriitoja. Ongelmaksi muodostuu toistuvasti esimerkiksi se, että jokin malli toimii vain tietynlaisessa tilanteessa tai ympäristössä, kun taas listautumisantien alihinnoittelua esiintyy tutkitusti ajanjaksosta riippumatta ja maailmanlaajuisesti. Teoriat myös osittain poissulkevat toisiaan.

Tutkielmani yhteenvedossa nostan esiin, että listautumisantien alihinnoittelua on tutkittu jo vuosikymmenten ajan, mutta vieläkin ilmiölle ei ole pystytty tarjoamaan kattavaa yksittäistä selitystä. Listautumisantien alihinnoittelun tutkiminen on haasteellista ilmiön syklisen luonteen vuoksi. Johtopäätöksenä totean, että tarkastelemiäni tutkimusten perusteella todellinen selitys ilmiölle muodostuu usean eri teorian elementtien yhteisvaikutuksesta.

Avainsanat: listautuminen, listautumisanti, alihinnoittelu, ylimerkintä

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin Originality Check -ohjelmalla.

# SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	4
1.1	Taustaa aihevalinnalle .....	4
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rajaukset .....	6
2	LISTAUTUMISANNIT .....	8
2.1	Motiivit listautumiselle .....	9
2.2	Listautumisprosessi.....	11
3	LISTAUTUMISANTIEN ALIHINNOITTELUN TEORIAT .....	13
3.1	Epäsymmetrisen informaation teoriat .....	15
3.1.1	Voittajan kirous -teoria.....	15
3.1.2	Päämies-agentti-teoria.....	17
3.1.3	Signalointiteoria .....	19
3.1.4	Tiedonpaljastusteoria .....	20
3.2	Behavioristiset teoriat.....	20
3.2.1	Tiedon vesiputous -teoria.....	20
3.2.2	Prospektiteoria.....	21
3.2.3	Sentimenttiteoria .....	22
3.3	Institutionaaliset teoriat.....	22
3.3.1	Oikeusvakuutusteoria .....	23
3.3.2	Hinnanvakautusteoria.....	24
3.3.3	Veroteoria.....	24
3.4	Omistajuus- ja kontrolliteoriat .....	25
3.4.1	Omistajuuspohjateoria.....	25
3.4.2	Agenttikustannusteoria.....	26
4	TEORIOIDEN ARVIOINTI .....	27
5	YHTEENVETO .....	31
	LÄHDELUETTELO .....	33

# 1 JOHDANTO

Yrityksen listautuessa pörssiin sen osakkeet tulevat julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Tyypillisesti listautumisen yhteydessä järjestetään listautumisanti, jossa sijoittaja voi merkitä yrityksen osakkeita ennalta sovitulla hinnalla eli merkintähinnalla. Mikäli listautuminen onnistuu, osakkeilla aletaan käydä kauppaa jälkimarkkinoilla. Ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä osakkeen kurssin on havaittu systemaattisesti ylittävän listautumisannin merkintähinnan. Ilmiötä kutsutaan listautumisantien alihinnoitteluksi. Listautumisantien alihinnoittelu on yksi tunnetuimmista pääomamarkkinoihin liittyvistä anomaliaista eli poikkeavuuksista. Poikkeavuudeksi sitä kutsutaan sen vuoksi, että markkinoiden toimiessa tehokkaasti ei tarjolla pitäisi olla tällaista ylituottoa. Osakekurssin nousu kaupankäynnin alettua mahdollistaa osakkeenomistajien sijoitusten nopean arvonnousun, mikä yhtenä tekijänä houkuttelee sijoittajia osallistumaan listautumisanteihin. Sijoittajan näkökulman lisäksi ilmiötä voidaan pohtia myös listautuvan yrityksen näkökulmasta. Yksi listautumisannin tavoitteista pääsääntöisesti on pääoman hankkiminen, jolloin merkintähinnan asettaminen mahdollisimman korkealle voisi kuulostaa loogiselta saatavan pääoman maksimoimiseksi. Miksi merkintähinta sitten usein on alhaisempi kuin se hinta, joka osakkeelle markkinoilla kaupankäynnin alettua määräytyy? Voiko taustalla olla listautumisannin järjestäjän intressit vai hyötyykö itse listautuva yritys jollain tapaa osakkeiden ”alennusmyynnistä”? Pyrin tutkielmassani selvittämään, mistä listautumisantien alihinnoittelu johtuu, ketkä siitä hyötyvät ja minkälaisia tekijöitä sen taustalla on.

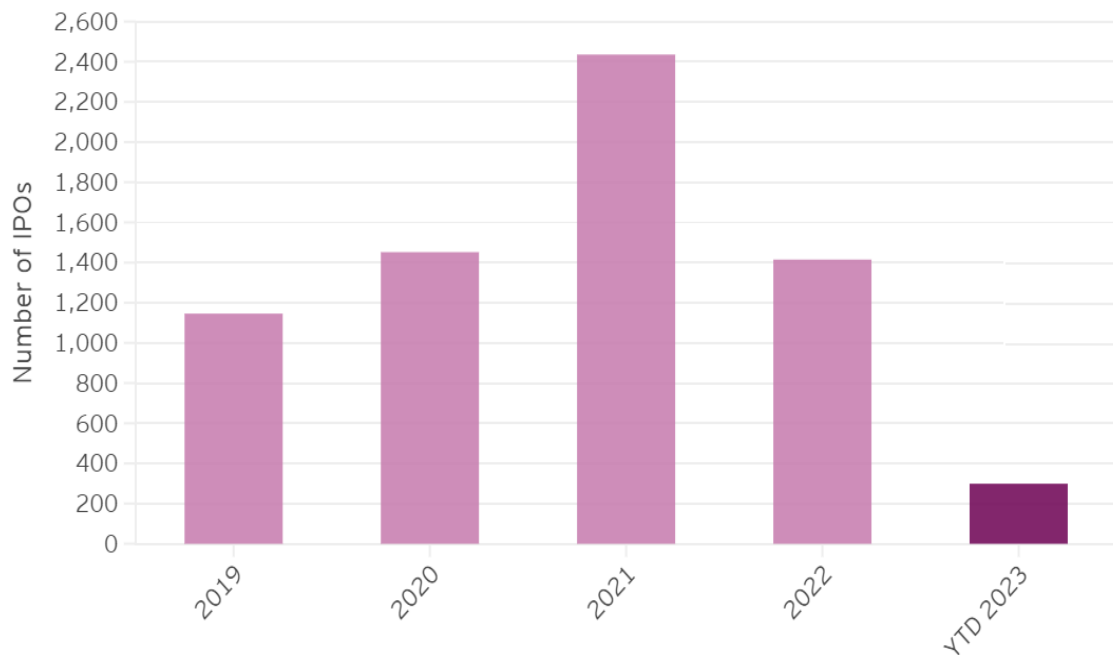
## 1.1 Taustaa aiheenvalinnalle

Historiaa tarkasteltaessa listautuvien yritysten määrä ja listautumisantien alihinnoittelun voimakkuus kulkevat sykleissä. Kuumilla markkinoilla tarkoitetaan ajanjaksoa, jolloin pörssiin listautuvien yritysten määrä on verrattain korkea ja listautumisanneista saatavat ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotot ovat suuria (Ibbotson & Jaffe 1975). Viime

vuosina listautumismarkkinat ovat olleet vilkkaimmillaan sitten vuosituhannen vaihteen. Vuonna 2021 Helsingin pörssiin listautui yhteensä historialliset 29 uutta yritystä (Pörssisäätiö 2022). Myös maailmanlaajuisesti tarkasteltuna listautumisten määrä oli vuonna 2021 poikkeuksellisen korkealla, kuten alla olevasta diagrammista (Kuvio 1) käy ilmi.

## Global IPO activity by number of IPOs

2019-2022 (full years), YTD 2023



Kuvio 1. Listautumisantien globaali määrä vuosina 2019–2022. (EY GLOBAL IPO TRENDS Q1/2023).

Onkin mielestäni aiheellista todeta, että pörssissä oli ennen Ukrainan sodan tuomaa epävarmuutta käynnissä kuumien markkinoiden ajanjakso. Ukrainan sodan aiheuttama sekasorto muutti nopeasti markkinatilannetta ja sai mahdollisesti listautumisen kynnyksellä olevat yritykset varpaalleen ja harkitsemaan toista listautumisajankohtaa. Oma näkemykseni on, että kuumien markkinoiden pysähtyttyä äkillisesti on mahdollista, että markkinatilanteen palautuessa listautumisia nähdään taas runsain mitoin. Tällainen patoutuman purkautuminen on havaittavissa myös vuoden 2021 listautumismäärissä koronapandemian takia. Näin ollen pidän ilmiötä ajankohtaisena, vaikka tutkielman kirjoitushetkellä onkin hiljaista listautumisten osalta.

Ajankohtaisuus ilmenee myös sijoittajien määrässä. Ylen mukaan osakesijoittajien määrä nousi vuosikymmenen paikallaan julnaamisen jälkeen vuoden 2020 alusta lukien parissa vuodessa noin 150 000:lla (Lindholm 2022). Sijoittajien määrän nousu on osaltaan lisännyt myös listautumisantien suosiota. Suosion nousu on ilmennyt muun muassa listautumisantien ympärillä käydyn keskustelun vilkastumisena nettifoorumeilla ja aiheeseen liittyvien videoiden ja podcastien lisääntymisenä. Nämä ovat tarjonneet aloitteleville ja kokeneemmillekin sijoittajille matalan kynnyksen väylän tutustua listautumisanteihin ja oppia niistä uutta.

Keskeisenä perusteena ilmiön valinnalle tutkielman aiheeksi on oma kiinnostukseni aihetta kohtaan niin opintojeni kuin sijoitusharrastuksenikin vuoksi. Olen osallistunut lukuisiin listautumisanteihin ja pohtinut juuri niitä alihinnoitteluun liittyviä kysymyksiä, joihin tutkielmassani pyrin saamaan vastauksia. Sijoittajan näkökulmasta listautumisannit tarjoavat mahdollisuuksia pikavoittoihin, mikä luonnollisesti herättää mielenkiinnon ja houkuttelee tutustumaan aiheeseen syvällisemmin. Yhtenä tavoitteenani onkin tutkimusprosessini myötä saada parempi käsitys listautumisantien alihinnoittelusta ja täten parantaa omia päätöksentekoodellytyksiäni tulevia listautumisanteja silmällä pitäen.

Koen ilmiön tarkastelun hyödylliseksi myös yhteiskunnallisesta näkökulmasta. Yritysten pörssilistautumisilla on merkittäviä vaikutuksia esimerkiksi talouskasvuun ja työpaikkojen syntyymiseen liittyen, joten tuntuukin luontevalta pyrkiä ymmärtämään kokonaisuutta syvällisemmin. Listautumisantien alihinnoittelu vaikuttaa kuuluvan keskeisesti siihen mielikuvaan, mikä varsinkin piensijoittajilla on listautumisprosessista kokonaisuutena. Osa sijoittajista osallistuu listautumisanteihin juuri alihinnoittelun houkuttelemana, ja näin ollen ilmiöllä on jonkinlainen vaikutus listautumisten onnistumisiin ja sen myötä koko yhteiskuntaan.

## **1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset**

Tutkielmani tavoitteena on muodostaa selkeä katsaus listautumisantien alihinnoitteluun käymällä läpi ilmiötä selittäviä teorioita. Teoriat lähestyvät ilmiötä eri näkökulmista ja niitä on laajasti testattu käytännössä. Esitettyihin malleihin kuitenkin liittyy myös

tutkimusten myötä esiin nousutta kritiikkiä ja ristiriitaisuuksia tulosten välillä. Haluan selvittää, millaisia tekijöitä listautumisantien alihinnoittelun taustalla on, ja tavoitteenani on myös oppia itse aiheesta lisää tarkastelun lomassa. Pyrin saamaan tutkielmassani vastauksen kysymykseen ”miksi listautumisannit ovat alihinnoiteltuja?”.

Listautumisanteihin liittyy alihinnoitteluanomalian lisäksi myös muita poikkeavuuksia. Jo aiemmin mainittu listautumisten määrän sekä listautumisantien alihinnoittelun voimakkuuden syklisyys eli ”kuumat markkinat” -ilmiö on näistä yksi. Toinen anomalia on listautumisantien pitkän aikavälin alisuoriutuminen. Useissa tutkimuksissa on tarkasteltu näitä ilmiöitä ikään kuin kokonaisuutena. Rajaan kuitenkin tutkielman pituuden ja sisällön kattavuuden vuoksi tarkasteluni kohdistumaan näistä vain listautumisantien alihinnoitteluun.

Mielestäni aiheen kokonaisvaltaiseen ymmärtämiseen liittyy olennaisesti sen tarkastelu myös muualla kuin suomalaisten pörssilistautumisten keskuudessa. On mielenkiintoista selvittää, eroaako ilmiön esiintyvyys tai voimakkuus eri kauppapaikkojen välillä. Tämän vuoksi en rajaa tutkielmaani koskemaan vain Helsingin pörssiä, vaan tarkastelen listautumisantien alihinnoittelua globaalisti.

Listautumisantien alihinnoittelun ja siihen vaikuttavien tekijöiden ymmärtämiseksi on hyvä omata käsitys myös listautumisprosessista. Sen vuoksi tarkastelen tutkielmassani alihinnoittelun lisäksi myös listautumisanteja ja listautumisprosessin kulkua, joskin pintapuolisemmin.

## 2 LISTAUTUMISANNIT

Listautumisanti eli IPO (initial public offering) tarkoittaa, että yritys hakeutuu pörssiin julkisen kaupankäynnin kohteeksi tarjoten samalla osakkeitaan yleisölle ja prosessin myötä osakeyhtiö muuttuu julkiseksi osakeyhtiöksi. Listautumisen jälkeen kaikki sijoittajat voivat käydä pörssissä kauppaa yrityksen osakkeilla. Listautumisanti voidaan järjestää osakeantina, osakemyyntinä tai yhdistämällä molempia. Osakeannilla tarkoitetaan sitä, että liikkeelle lasketaan uusia osakkeita, antiosakkeita. Osakemyynnillä taas listautumisannissa tarkoitetaan jo olemassa olevien osakkeiden myyntiä vanhojen osakkeenomistajien toimesta. Listautumisanti voidaan jaotella merkintäoikeuksien perusteella yleisö-, instituutio- ja henkilöstöanteihin. Mahdollisessa henkilöstöannissa yrityksen työntekijät voivat merkitä osakkeita niiden substanssiarvosta ilman veronalaisen edun syntymistä, mikä tekee henkilöstöannista verotuksellisesta näkökulmasta houkuttelevan. Instituutioantiin voivat osallistua eri säännöksiin perustuvien vaatimusten täytyessä institutionaaliset sijoittajat, jotka voivat tehdä osakkeista yleisösijoittajia suurempia merkintöjä. Tavallisten piensijoittajien saatavilla on yleisöanti, jossa tyypillisesti pienehkö osa koko listautumisannin osakkeista on kenen tahansa merkittävässä vähimmäis- ja enimmäismäärien puitteissa. (Pörssisäätiö 2016.)

Suomalaisille yhtiöille on tarjolla kaksi kauppapaikkaa omine vaatimuksineen: Nasdaq Helsingin päälista tai First North -kauppapaikka (Pörssisäätiö 2022). Sijoittajille kauppapaikalla ei käytännössä ole merkitystä, sillä osto- ja myyntitoimeksiannot toimivat samalla lailla molemmilla kauppapaikoilla. Saman listan yhtiöitä on kuitenkin vaivattomampaa verrata toisiinsa yhtäläisten raportointivaatimusten vuoksi. Osakkeiden likviditeetti päälistalla on First North -listaa parempi, sillä kaupankäynti päälistan osakkeilla on vilkkaampaa. Listautuvan yrityksen näkökulmasta kauppapaikan merkitys nousee esiin esimerkiksi kirjanpitoikäntöön ja sijoittajaviestintään liittyen. Päälistalla yhtiötä koskevat vaatimukset ovat tiukemmat ja toimintaan liittyvät kulut suuremmat. First North -listan yhtiöt ovat lähtökohtaisesti pienempiä kuin päälistan, ja siksi sitä pidetäänkin yleistäen kasvuyhtiöiden listana. Kauppapaikkojen eroista on kirjoitettu Inderesin blogissa ”Mitä eroa on First North -listalla ja päälistalla?” (2021).

Sijoittajien näkökulmasta tärkeä listautumisanteihin liittyvä käsite on ylimerkintätilanne, joka syntyy, kun osakkeiden kysyntä ylittää tarjonnan. Tilanteesta seuraa se, että sijoittaja ei saa kaikkia merkitsemiään osakkeita, vaan merkinnöistä leikataan osa pois ja sijoittajalle allokoidaan pienempi osakepotti. Ylimerkinnät ja niistä seuranneet leikkurit ovat olleen joissain listautumisanneissa todella voimakkaita myös viime vuosien listautumisissa (ks. taulukko 1). Sijoittajalle on voinut jäädä listautumisannista käteen käytännössä melko merkityksetön osakepotti. Ylimerkinnällä ja sen seurauksilla voi olla vaikutusta myös listautumisantien alihinnoitteluun, kuten myöhemmin käsiteltävistä teorioista käy ilmi.

## 2.1 Motiivit listautumiselle

Liiketoiminnan rahoittamiseen liittyvät tekijät ovat keskeisessä roolissa yritysten listautumispäätösten taustalla. Usein listautumisannista saatavalla pääomalla rahoitetaan kasvun vaatimia investointeja. Vuonna 2021 Helsingin pörssiin listautuneet 29 yritystä keräsivät uutta pääomaa yhteensä lähes miljardi euroa (Pörssisäätiö 2022). Toisaalta yrityksen rahoitusmahdollisuudet myös listautumisen jälkeen helpottuvat listautumisen tarjoamien hyötyjen myötä. Pääomaa voidaan jatkossa kerätä sujuvammin ja monipuolisemmilla tavoilla. Esimerkiksi vieraan pääoman hankinnassa neuvotteluasema lainojen näkökulmasta paranee ja oman pääoman hankintaan liittyen rahoituksen järjestäminen helpottuu osakkeelle noteeratun julkisen hinnan vuoksi.

Yhtiön näkyvyys ja tunnettuus paranevat listautumisen myötä huomattavasti, mikä voi olla monille yhtiöille merkittävä tekijä listautumista suunniteltaessa. Toisaalta Ritterin ja Welchin (2002) mukaan ei-taloudelliset syyt, kuten julkisuus, ovat vain pienessä roolissa listautumispäätöksen taustalla. He perustelevat väitettä siten, että mikäli rahoitukseen liittyvät tekijät jätetään huomioimatta, yrittäjät mieluummin vain pyörittäisivät bisneksiään kuin ryhtyisivät kuluttavaan ja monimutkaiseen listautumisprosessiin. Sen sijaan Pörssisäätiö (2022) nostaa yhdeksi listautumisen eduksi ”laatuleiman”, jonka etenkin pk-yritykset saavat listautuessaan. Lisäksi sopimusehdot sidosryhmien kanssa voivat muuttua edullisemmiksi, ja niin ikään hallinto ja prosessit voivat kehittyä listautumisprosessin myötä.

Ritter ja Welch (2002) nostavat tärkeäksi listautumisen motiiviksi yrityksen perustajajäsenten ja alkuperäisten osakkeenomistajien osuuksien myymisen mahdollistamisen listautumisannin yhteydessä ja jälkimarkkinoilla. Mielestäni on luonnollista ajatella, että yrityksen eteen kovan työn tehneillä henkilöillä voi olla tavoitteena realisoida osa omistuksistaan, joiden arvo saattaa olla noussut merkittävästi. Huomioon tulee ottaa myös sijoitusten hajauttamisen näkökulma perustajajäsenten omistusosuuksia ja niiden realisoimista tarkasteltaessa.

Braun ja Fawcettin (2006) mukaan talousjohtajien näkökulmasta tärkein syy listautumiselle on sen mahdollistama osakkeiden hyödyntäminen yrityskaupoissa. Kun yritys listautuu, osakkeelle tulee tarkka markkina-arvo, jolloin yrityskauppa voidaan sitoa osakkeisiin. Samassa tutkimuksessa todetaan, että talousjohtajien mielestä oman pääoman kustannuksen alentaminen ei ole tärkeimpien syiden joukossa listautumispäätösten taustalla.

Listautumispäätöksen taustalla olevat syyt ovat kuitenkin aina yrityskohtaisia. Esimerkiksi tuotemarkkinoilla toimivat yritykset listautuvat todennäköisemmin, mikäli ala on hyvin kilpailtu. Syynä tähän on se, että sijoittajat ja muut sidosryhmät voivat pitää listautumista merkinä yrityksen vahvuudesta ja vakaudesta. Tämä taas tuo mukanaan luotettavuutta ja vahvistaa markkina-asemaa. Lisäksi innovatiivisia tuotteita valmistavat yritykset ovat todennäköisempiä listautujia, sillä ne voivat tarvita runsaasti lisärahoitusta tutkimus- ja kehitystoimintaan kasvaakseen ja vastatakseen kysyntään. (Jong, Huijgen, Marra & Roosenboom 2012.)

Kustannuksia listautumisesta tulee niin välillisesti kuin suoraankin. Välillisenä kustannuksena voidaan pitää esimerkiksi sitä, että yhtiölle muodostuu velvollisuus julkaista kilpailijoiden saataville sellaista tietoa, mikä voi aiheuttaa haittaa liiketoiminnalle. Kustannusten yhteydessä voidaan myös nostaa esiin verotukselliset seuraukset, sillä esimerkiksi Suomessa listaamattomien yhtiöiden osinkoverotus on huomattavasti kevyempää kuin listayhtiöiden. Suoria kustannuksia listautuvalle yhtiölle ovat Pörssisäätiön (2016) mukaan muun muassa neuvonantajien palkkiot, finanssivalvonnan kustannukset, arvo-osuusjärjestelmän kustannukset ja pörssin rekisteröintimaksu. Myös erilaiset oman toiminnan järjestelyt, kuten IFRS-tilinpäätökseen siirtyminen ja hallinnon toimien muokkaus tuovat kustannuksia, samoin

kuin viestinnän järjestely sijoittajien suuntaan. Pörssiyhtiöille raportointivelvoitteiden täyttäminen tuo niin ikään merkittäviä kustannuksia.

Yrityskohtaisena esimerkkinä Spinnovan rahoitusjohtaja Ben Selby kertoo listautumisen tarjonnan yhtiölle taloudelliset resurssit kasvusuunnitelman täytäntöönpanon jatkamiseksi. Listautumisen eduiksi Selby mainitsee myös yhtiön tunnettuuden parantamisen niin sijoittajien kuin kuluttajienkin näkökulmasta. Hänen mukaansa yhtiön rahoituksen saatavuus ja osakkeen likviditeetti parantuivat listautumisen myötä. Lisäksi Selby nostaa esiin yhtiön uskottavuuden lisääntymisen eri sidosryhmien silmissä. Listautumisen haittoina hän pitää raportointivelvollisuuden tuomaa kuormitusta ja hallinnointi- ja ohjausjärjestelmiä koskevien vaatimuksen tuomia kustannuksia. (Pörssisäätiö 2022.)

## 2.2 Listautumisprosessi

Listautuminen on aikaa ja resursseja vievä prosessi, johon liittyy huomattavasti suunnittelu- ja valmistelutyötä. Listautumisprosessin yksityiskohdat vaihtelevat anninjärjestäjän ja kauppapaikan vaatimusten mukaan. Listautumispäätös on edellisessä alaluvussa käsiteltyjen tekijöiden tarkan punnitsemisen ja tavoitteiden kartoittamisen lopputulos. On huomionarvoista, että listautuminen on lopulta vain harvojen yritysten tavoitteena, ja on olemassa suuriakin osakeyhtiöitä, jotka ovat päättäneet pysyä yksityisinä.

Listautumisprosessin vaiheita Pörssisäätiön (2016) mukaan ovat valmistautumisvaihe, varsinainen listautumisprosessi sekä jälkimarkkinavaihe, joka tarkoittaa pörssiyhtiönä toimimista listautumisen jälkeen. Aluksi valitaan anninjärjestäjä ja neuvonantajat, joiden kanssa tehdään yhteistyötä koko listautumisprosessin ajan. Valmistautumisvaiheessa aloitetaan jo muokkaamaan yrityksen toimintoja siten, että esimerkiksi tilinpäätöksen laadinta ja hallinnon toiminta saadaan vastaamaan listayhtiöille asetettuja vaatimuksia. Neuvonantajien kanssa valmistellaan listautumissuunnitelma sekä runsaasti eri tahojen vaatimia dokumentteja, kuten sijoitustarina ja vähitellen hioutuva listalleottoesite eli prospectus. Valmistautumisvaiheessa ollaan yhteydessä Finanssivalvontaan ja pörssiin. Valmistautumisvaiheeseen kuuluu lisäksi neuvonantajien tekemä due diligence eli

listautuvan yrityksen tilanteen ja liiketoimintaprosessien laaja kartoittaminen, mikä osaltaan tukee yrityksen arvonmäärittäystä.

Mikäli listautumisen yhteydessä järjestetään listautumisanti, on yrityksen arvon määrittely keskeisessä roolissa sopivan merkintähinnan asettamisen kannalta. Arvonmäärittämisessä voidaan hyödyntää esimarkkinointia, millä saadaan kartoitettua instituutiosijoittajien kysyntää. Pörssisäätiön (2016) mukaan arvonmäärittäminen on dynaaminen prosessi, joka tarkentuu listautumisen vaiheiden edetessä. Valmisteluvaiheessa pääjärjestäjä hahmottelee alustavan haarukan yhtiön arvolle. Esimarkkinointivaiheessa hintahaarukka täsmentyy potentiaalisten sijoittajien palautteen pohjalta. Merkintäaikana hinta voi vielä täsmentyä, mikäli sovelletaan tarjouskirjamenettelyä. Bookbuilding- eli tarjouskirjamenettelyllä tarkoitetaan toimintaa, jossa listautumisannin pääjärjestäjä kerää etukäteen sijoittajilta tarjouksia osakkeista hintavälin sisällä. Merkintähinta voidaan myös asettaa kiinteäksi.

Arvonmäärittämisessä on useita eri menetelmiä. Vertailuyhtiöanalyysillä arvo pyritään määrittämään tarkastelemalla verrokkiyhtiöiden tunnuslukuja ja peilaamalla niitä listautuvaan yritykseen. Toisena menetelmänä on saman toimialan aiemmin tehtyjen yrityskauppojen arvonmäärittäysten tarkastelu. Näiden lisäksi arvonmäärittämisessä voidaan käyttää kassavirtalaskelmia, joissa diskontattujen kassavirtojen avulla määritetään yritykselle arvo. (Pörssisäätiö 2016.)

Viimeisinä toimenpiteinä ennen listautumista lähetetään hakemus listauskomitealle. Tämä on se hetki, kun yhtiön tiedonantovelvollisuus alkaa. Listautumista edeltää listalleottoesitteen sekä osakeannin ehtojen julkaiseminen. Kun hallitus on vielä tehnyt päätöksen listautumisesta ja pörssi julkaissut listalleottamistiedotteen, on kaikki valmiina listautumisen huipennusta eli listautumisantia varten. (Lounasmeri 2016.)

### 3 LISTAUTUMISANTIEN ALIHINNOITTELUN TEORIAT

Listautumisantien alihinnoittelulla tarkoitetaan sitä, että osakkeen ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssi on korkeampi kuin listautumisannin merkintähinta. Lähtökohtana ilmiön tarkastelulle voidaan pitää tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, jonka mukaan markkinoilla ei ole tarjolla ylituottoa, sillä osakkeiden kurssit heijastavat jatkuvasti kaikkea saatavilla olevaa tietoa (Fama 1970). Listautumisantien alihinnoittelu muodostaa kuitenkin ristiriidan tehokkaiden markkinoiden hypoteesin kanssa, sillä hypoteesia sovellettaessa merkintähinnan tulisi likimäärin vastata sitä kurssia, mikä osakkeelle ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä muodostuu.

Ilmiötä on tutkittu jo vuosikymmeniä, mutta sille ei ole pystytty tarjoamaan kattavaa yksittäistä selitystä. Yksi ilmiön varhaisista tutkijoista Ibbotson (1975) havaitsi johdonmukaista alihinnoittelua esiintyvän listautumisanneissa, ja hänen työhönsä on viitattu runsaasti myöhemmissä tutkimuksissa. Vaikkei kattavaa selitystä olekaan löydetty, kerta toisensa jälkeen tutkimuksissa on havaittu, että alihinnoittelua todella esiintyy johdonmukaisesti niin Suomessa kuin ympäri maailmaa. Esimerkiksi Hahl, Vähämaa ja Äijö (2014) tutkivat listautumisantien alihinnoittelua Suomessa vuosina 1994–2006 ja heidän mukaansa kyseisellä ajanjaksolla alihinnoittelu oli keskimäärin 15,6 %. Keloharjun (1993) mukaan vastaava luku vuosina 1984–1989 oli 8,7 %. Alla olevassa taulukossa (taulukko 1) on esitetty vuosina 2020–2022 Suomessa listautuneiden yritysten osakkeiden ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotto. Lisäksi taulukossa esitetään sijoittajien näkökulmasta relevantti ilmiö, eli ylimerkintätilanteesta seuraava allokoitavien osakkeiden määrän leikkaaminen. Taulukkoon on koottu listautumisanneissa vähimmäismerkintämäärällä merkityistä osakkeista lopulta saatu prosenttiosuus ja lisäksi 5 000 €:n merkinnällä toteutunut prosenttiosuus.

YRITYS	TUOTTO-% ensimmäinen päivä	ALLOKAATIO-% minimimerkintä	ALLOKAATIO-% 5 000 €:n merkintä
Administer	-1,2	100	54
Aiforia	1	100	41
Alexandria	26,3	49	18
Betolar	14,3	53	11
Digital Workforce	-4,4	55	29
Duell	21,7	100	26
EcoUp	-7	78	44
Fifax	-24,7	100	100
Inderes	75,8	55	10
Kempower	38,5	12	4
Koskisen	5,9	80	10
Kreate	30,4	35	6
Lamor	0	39	12
LapWall	14,3	27	14
Lemonsoft	27,3	48	28
Lifa Air	-14,7	100	100
Lifeline SPAC	5,2	62	32
Merus Power	21,7	53	13
Modulight	68,6	70	9
Musti Group	17,7	100	48
Nanoform	46,4	84	17
Netum Group	39,1	16	9
Nightingale	-23,7	100	79
Nordic Lights	0	100	38
Norrhydro	22,2	20	5
Orthex	8,8	62	8
Puulo	10	64	34
Sitowise	0,1	100	22
Solwers	11,3	44	12
Spinnova	24,8	51	9
Tamtron	-8	100	100
Toivo Group	21,4	100	48
VAC	0,4	100	83
Witted	-11,3	51	27

Taulukko 1. Alihinnoittelu, allokaatio minimimerkinnällä ja allokaatio 5 000 €:n merkinnällä vuosien 2020–2022 listautumisaneissa. Taulukko muodostettu Kauppalehden listautujalaskurin (2023) pohjalta.

Listautumisantien alihinnoittelun voimakkuus vaihtelee tarkasteltavan ajanjakson ja markkinapaikan mukaan, mutta voidaan kuitenkin havaita, että ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotto on keskimäärin ylittänyt markkinatuoton selvästi.

Braun ja Fawcettin (2006) mukaan yritysten talousjohtajat ovat melko tarkasti tietoisia listautumisannin alihinnoittelun tasosta. Talousjohtajien mukaan pääasiallinen syy alihinnoittelulle on palkita sijoittajat riskistä, jonka he ottavat listautumisasiin osallistuessaan. Talousjohtajien näkemysten mukaan toiseksi tärkein syy alihinnoittelulle on anninjärjestäjien pyrkimys päästä instituutiosijoittajien suosioon. Nämä perustelut vaikuttavat yhtäältä loogisilta ja käytännöllisiltä, mutta toisaalta uskon, että ne eivät ainakaan yksinomaan riitä perustelemaan ilmiötä.

Teoriat listautumisantien alihinnoittelun taustalla voidaan jakaa neljään kategoriaan, joita ovat epäsymmetrisen tiedon teoriat, behavioristiset teoriat, institutionaaliset teoriat sekä omistajuus- ja kontrolliteoriat (Ljungqvist 2007).

### **3.1 Epäsymmetrisen informaation teoriat**

Epäsymmetrisen informaation teorioissa taustalla on oletus siitä, että tieto listautuvasta yrityksestä on jakautunut listautumisannin eri osapuolten välillä epätasaisesti. Listautumisannin osapuolia ovat listautuva yritys, listautumisannin järjestäjä (esimerkiksi investointipankki) ja sijoittajat, joihin lukeutuu yleisö sekä instituutiot.

#### **3.1.1 Voittajan kirous -teoria**

Merkittävimpana epäsymmetrisen informaation teoriana ja myös tunnetuimpana koko ilmiötä selittävänä teoriana voidaan pitää voittajan kirous -mallia, jota listautumisanteihin sovelsi Rock vuonna 1986. Rockin mallissa listautumisanteihin osallistuvat sijoittajat nähdään kahdentyyppisinä: tietävinä ja tietämättöminä sijoittajina. Tietävillä sijoittajilla on hyvä käsitys listautuvan yrityksen todellisesta arvosta ja näin ollen myös hinnasta, mikä osakkeesta on kannattavaa maksaa. Tietävät sijoittajat ovat tämän informaation ja sen merkintähintaan peilaamisen myötä tietoisia siitä, mihin listautumisanteihin

kannattaa osallistua ja mihin jättää osallistumatta. Sen sijaan tietämättömillä sijoittajilla ei tätä informaatiota ole ja Rockin mallissa heidän nähdään osallistuvan umpimähkään kaikkiin listautumisanteihin. Tästä seuraa se, että laadukkaat listautumisannit, joissa merkintähinta on tietävien sijoittajien mukaan houkutteleva, merkitään yli suuren kysynnän vuoksi, kun osallistujina on tietämättömien sijoittajien lisäksi tietäviä sijoittajia. Ylimerkkaustilanteessa sijoittajat saavat merkkaamistaan osakkeista vain osan ja näin ollen alihinnoittelusta aiheutuvan osakekurssin nousun tuoma tuotto jää todellisuudessa laihaksi.

Puolestaan ne listautumisannit, jotka tietävät sijoittajat kokevat ylihinnoitelluiksi tai muulla tavalla vähemmän houkutteleviksi, ovat vähemmän kysytyjä ja saavat osallistujikseen vain tietämättömiä sijoittajia. Tämän seurauksena osallistujat saavat listautumisannista kaikki merkitsemänsä osakkeet ja näin ollen kärsivät potentiaalisen ylihinnoittelun vaikutukset kokonaisuudessaan. Tietämättömät sijoittajat hyötyvät siis laadukkaista listautumisanneista vain vähän, mutta huonojen listautumisantien negatiiviset vaikutukset tuntuvat kokonaan. Tämä ei luonnollisestikaan tietämättömien sijoittajien näkökulmasta ole haluttu lopputulos, minkä seurauksena he saattavat kokonaan vetäytyä listautumisantien parista, mikä taas on listautuvien yritysten ja listautumisantien järjestäjien kannalta epätoivottu seuraus. Rockin mukaan alihinnoittelun perusteluna on siis se, että sen avulla saadaan listautumisanteihin osallistuvat sijoittajat vähintään pääsemään omilleen leikkuri huomioiden ja näin ollen myös tietämättömät sijoittajat osallistumaan listautumisanteihin.

Rockin teoriaa tukee lukuisat tutkimukset eri puolilta maailmaa. Esimerkiksi Keloharjun (1993) mukaan voittajan kirousta esiintyi myös Suomen osakemarkkinoilla hänen tutkiessaan 1980-luvun listautumisanteja Helsingin pörssissä. Hänen 80 listautumisantia käsittävä tutkimuksensa toi ilmi, että tietämättömille sijoittajille jäi käteen vain vähän heidän merkitsemistään alihinnoitelluista osakkeista, mutta paljon ylihinnoiteltuja osakkeita riippuen listautumisannista. Olen myös oman sijoitusharrastukseni kautta ollut tekemisissä voittajan kirouksen kanssa ja päässyt kokemaan leikkurin vaikutukset hyvissä listautumisanneissa sekä vastaavasti ylihinnoittelun koko vaikutuksen heikoissa listautumisanneissa. Myös taulukosta 1 voidaan havaita, että ainoat 5 000 €:n merkinnällä saadut täydet osakepotit ovat sellaisista listautumisanneista, jotka lopulta osoittautuivat huomattavasti ylihinnoitelluiksi.

Teoria vaikuttaa omasta mielestäni jokseenkin uskottavalta, mutta se on saanut suosionsa lisäksi osakseen myös kritiikkiä. Kritiikki kohdistuu teoriaan liittyviin oletuksiin. Teoriassaan Rock esimerkiksi olettaa, että primäärimarkkinat ovat riippuvaisia tietämättömien sijoittajien osallisuudesta. Hänen mukaansa tietävät sijoittajien kysyntä osakkeille ei riitä vastaamaan listautumisantien tarjontaan edes houkuttelevien listautumisantien kohdalla. Teorian vaatimia olettamuksia on muitakin. Ljungqvist (2007) toteaa, että lähtökohtaisesti listautuville yrityksille listautumisantien alihinnoittelu on hyödyllistä, sillä sen avulla varmistetaan tietämättömien sijoittajien riittävä osallistuminen listautumisasiin. Toisaalta alihinnoittelu käy myös kalliiksi, kun listautumisannista saatavan pääoman määrä vähenee. Sen takia yritykselle syntyy motiivi pyrkiä välttämään pääoman menettämistä ja näin ollen tavoitella mahdollisimman pientä alihinnoittelua. Järjestäjän tavoite on kuitenkin asettaa merkintähinta tarpeeksi alas ja sitä kautta turvata asiakkaiden riittävyys myös tulevaisuudessa alihinnoittelun seurausten, kuten mainehyödyn, avulla. Listautumisannin järjestäjä siis pakottaa listautumisannin omien motiiviansa näkökulmasta riittävän alihinnoitteluksi (Beatty & Ritter 1986).

### **3.1.2 Päämies-agentti-teoria**

Päämies-agentti-teorian lähtökohtana on ajatus eriävistä intresseistä päämiehen eli listautuvan yrityksen ja agentin eli listautumisannin järjestäjän välillä. Listautuvalle yritykselle listautumisannista saatavan pääoman kerääminen on tyypillisesti tärkeää, joten tästä näkökulmasta alihinnoittelu on haitallista. Listautumisannin järjestäjällä taas on omat intressinsä, sillä lähtökohdatkin listautumisasiin ovat oleellisesti erilaiset: järjestäjälle listautumisannit ovat toistuva osa normaalia liiketoimintaa, kun taas pörssiin hakeutuvalle yritykselle kyseessä on ainutkertainen prosessi. Listautuvan yrityksen on huomioitava käytännössä vain omaan listautumisprosessiinsa liittyvät asiat, kun taas järjestäjän on otettava huomioon myös tulevat toimeksiannot ja esimerkiksi mainevaikutukset. Listautumisannin järjestäjä kuitenkin yleensä saa tuottonsa suhteessa itse listautumisannin tuottoihin, jolloin järjestäjänkään motiivina ei välttämättä ole kohtuuttoman voimakas alihinnoittelu. Toisaalta on mahdollista, että esimerkiksi listautumisannin suosioista seuraava positiivinen mainevaikutus kannustaa järjestäjää alihinnoitteluun. Vastaavasti liian korkeaksi asetettu merkintähinta voisi johtaa

listautumisannin epäonnistumiseen, josta seuraisi haittaa järjestäjän liiketoiminnalle. Alihinnoittelu voi mainevaikutusten lisäksi nopeuttaa listautumisprosessia. Ylimerkintätilanteessa listautumisanti voidaan keskeyttää suunniteltua ajankohtaa aiemmin, mikä myös voi toimia järjestäjän näkökulmasta kannustimena alihinnoittelulle.

Baronin ja Holmströmin (1980) mukaan ongelmana on, että listautumisannin järjestäjällä on listautuvaa yritystä parempi ymmärrys siitä, kuinka suuri mielenkiinto yritystä kohtaan markkinoilla vallitsee ja millaista kysyntä osakkeelle tulee olemaan. Sen perusteella merkintähinnan määrittäminen tyypillisesti tapahtuu listautumisannin järjestäjän toimesta, jotta hinta saadaan suhtautettua sopivaksi kysyntään ja odotuksiin peilaten. Tiedon epätasaisuus johtuu muun muassa järjestäjän mahdollisista henkilökohtaisista kontakteista, joiden avulla se voi kartoittaa kysyntätilannetta jo listautumisannin suunnitteluvaiheessa. Näin ollen listautumisannin järjestäjän tietäessä paremmin merkintähinnan sopivan tason, voi syntyä eturistiriita päämiehen ja agentin välille tämän hintatason osalta. Listautuvan yrityksen on hankalaa arvioida, onko järjestäjän määrittämä merkintähinta sopiva, vai onko järjestäjä omien motiiviansa ajamana asettanut sen liian matalaksi.

Mikäli tieto kysynnästä ja pääomamarkkinoiden yleisestä tilanteesta olisi yhtä lailla myös listautuvan yrityksen tiedossa, voisi neuvonantoon liittyvä osa-alue listautumisannin järjestäjän tarjoamista palveluista jäädä hankkimatta ja täten merkittävää alihinnoittelua ei esiintyisi. Toisaalta alihinnoittelua ei myöskään esiintyisi, jos yrityksellä olisi mahdollisuus valvoa prosessia, jolla anninjärjestäjä kartoittaa pääomamarkkinatilannetta ja kysynnän tasoa. Baronin (1982) mukaan erilaiset sopimusjärjestelyt ja valvonta voivat auttaa eturistiriidan vaikutusten vähentämisessä. Sopiva järjestely riippuu niin listautuvaan yritykseen kuin järjestäjäänkin liittyvistä tekijöistä. Baron esittääkin mallin, joka kuvaa listautumisannin järjestäjän kannustinta alihinnoitteluun ja sen vastaamiseen listautuvan yrityksen valmistelemien sopimusjärjestelyjen avulla. Mallin mukaan järjestäjä valitsee sopivan sopimusjärjestelyn sen mukaan, millaiseksi se omien tietojensa mukaan kokee kysynnän. Järjestäjä myös vastaa merkintähinnan asettamisesta. Näin listautuva yritys pystyy mahdollisimman tehokkaasti hyödyntämään kysyntään liittyvää tietoa, jota anninjärjestäjä on asemansa kautta saanut haltuunsa. (Baron 1982.)

### 3.1.3 Signaalointiteoria

Epäsymmetrisen tiedon teoriana voidaan pitää myös signaalointiteoriaa. Tämä teoria pohjautuu Ibbotsonin (1975) näkemykseen siitä, että listautuvat yritykset pyrkivät listautumisannin alihinnoittelun avulla jättämään sijoittajille yrityksestä ”hyvän maun suuhun”. Lähtökohdana epäsymmetrisen tiedon näkökulmasta on siis se, että eniten informaatiota listautuvan yrityksen todellisesta arvosta on yrityksellä itsellään.

Allen ja Faulhaber (1989) tutkivat listautumisantien alihinnoittelua keinona signaloida eli viestiä sijoittajille yrityksen laadusta. Heidän mukaansa alihinnoittelu voi olla listautuvalle yritykselle tehokas tapa parantaa sijoittajien kokemaa luottamusta yritystä kohtaan. Listautumisantien alihinnoittelun on oltava sitä voimakkaampaa, mitä pienemmästä tai heikommin suoriutuneemmasta yrityksestä on kyse. Näissä tapauksissa listautuvan yrityksen on ”todistettava” laadukkuutensa vahvemman alihinnoittelun avulla kuin suuren ja jo luottamuksensa ansainneen yrityksen.

Signaalointiteoria perustuu siihen, että listautumisantinsa alihinnoittelevan yrityksen on oltava riittävän laadukas, jotta se kestää alihinnoittelusta johtuvan pääoman saamatta jäämisen. Tätä voidaan ajatella sijoituksena, jonka tuotto realisoituu vasta myöhemmissä anneissa. Laadukkaat yritykset tiedostavat, että listautumisesta seuraavan näkyvyyden ja tiedonantovelvollisuuden sekä muiden listautumisen vaikutusten myötä sijoittajat saavat syvemmän ymmärryksen yrityksen toiminnasta ja näin ollen ovat halukkaita myöhemmin osallistumaan myös uusiin anteihin. Listautumisantinsa alihinnoitelleet yritykset keräävätkin muita yrityksiä todennäköisemmin rahoitusta myöhempien osakeantien kautta. Welchin (1989) mukaan listautumisantinsa alihinnoitelleet laadukkaat yritykset pystyivät keräämään enemmän pääomaa paremmilla ehdoilla tulevissa osakeanneissa ja näin ollen saamaan vastinetta sille, että pääomaa jäi listautumisannissa saamatta.

Toisaalta Spiess ja Pettway (1997) tarkastelevat yritystä ja omistajia erillisinä päätöksentekijöinä ja tarjoavat ristiriitaisen näkökulman signaalointiteorialle. Heidän mukaansa myyntiosakkeiden käyttö on alihinnoitelluissa listautumisanneissa yhtä tyypillistä kuin listautumisanneissa keskimäärin. Signaalointiteorian mukaan taas hyöty alihinnoittelusta saadaan vasta myöhempien antien kohdalla, jolloin vanhojen omistajien taipumus myydä osakkeitaan jo listautumisannin yhteydessä ”alehintaan” eikä vasta

myöhempien osakeantien hyötyjen nauttimisen jälkeen vaikuttaa epäloogiselta ja ristiriitaiselta teoriaan nähden.

### **3.1.4 Tiedonpaljastusteoria**

Aiemmin käsittelemäni Rockin voittajan kirous -teorian mukaan listautuvaan yritykseen liittyvä tieto on jakautunut epätasaisesti sijoittajien välillä. Tästä lähtökohdasta on syntynyt myös toinen epäsymmetrisen informaation teoria, tiedonpaljastusteoria.

Tiedonpaljastusteoriassa keskeisenä oletuksena on listautumisantien merkintähinnan määrittäminen tarjouskirjamenettelyä hyödyntäen. Käytännössä tämä tarkoittaa, että instituutiosijoittajilta tiedustellaan tarjousten keräämisen kautta näkemyksiä listautuvasta yrityksestä.

Benvenisten ja Wilhelmin (1990) mukaan tietojen paljastaminen saattaa kuitenkin johtaa merkintähinnan nousemiseen ja näin ollen pienentää sijoittajan listautumisannista potentiaalisesti saamia tuottoja. Lisäksi haasteena on sijoittajille muodostuva kannustin muokata näkemystään todellista synkemmäksi edullisemmän merkintähinnan motivoimana. Täten anninjärjestäjän saama hyödyllinen informaatio ei voi olla ilmaista, vaan vastineeksi sijoittajat saavat paljastamastaan tiedosta korvauksen listautumisannin alihinnoittelun muodossa. Tarjouskirjamenettelyä hyödyntäen voidaan merkintähinnan muodostamisen lisäksi jakaa osakkeet sijoittajille heidän jättämiensä tarjousten mukaisesti. Täten tarjouksen myötä annettu positiivinen informaatio tuo sijoittajalle tuottoa osakeallokation suuruutena yhdistettynä listautumisannin alihinnoitteluun, ja varovaisen näkemyksen tarjouksessaan antaneet sijoittajat saatetaan jättää listautumisannin ulkopuolelle. (Benveniste & Wilhelm 1990.)

## **3.2 Behavioristiset teorit**

### **3.2.1 Tiedon vesiputous -teoria**

Welch (1992) esitti sijoittajien käyttäytymiseen liittyvän teoriansa listautumisantien alihinnoittelun selittämiseen. Tiedon vesiputous -teorian mukaan sijoittajat voivat sivuuttaa omaa harkintaansa sijoituspäätöksessään sen perusteella, millaisia päätöksiä listautumisantiin aiemmin sijoittaneet ovat tehneet. Listautumisannin osoittautuminen suosituksi heti alussa, esimerkiksi tunnettujen instituutioiden ryhtyessä sijoittajiksi, saattaa osoittaa myöhemmin osallistuvalla sijoittajalle kyseessä olevan mahdollisesti hänen omaa näkemystään paremmin suoriutuva listautumisanti, jolloin hän saattaa tehdä osallistumispäätöksen keveämmin perustein. Welchin näkemyksen mukaan kyseinen ilmiö tuo valtaa aikaisessa vaiheessa listautumisantiin osallistuville sijoittajille, sillä heidän päätöksillään voi olla merkittävä vaikutus listautumisannin kulkuun: listautumisannin kysyntä saattaa kasvaa sijoituspäätösten myötä rajusti tai niiden puuttuessa sen sijaan jäädä vaisuksi. Tästä syystä he voivat vaatia suurempaa alihinnoittelua ikään kuin korvauksena ”vesiputouksen” alullepanosta.

Welchin mukaan listautuvalla yritykselle tiedon vesiputous on parempi vaihtoehto kuin se, että sijoittajat kommunikoivat keskenään yhdistääkseen kaiken saatavilla olevan tiedon. Kommunikoinnin avulla sijoittajat saisivat läpikotaisen käsityksen myös kaikista yrityksen näkökulmasta epäsuotuisista tekijöistä, mikä voisi heikentää listautumisannin menestystä.

### **3.2.2 Prospektiteoria**

Listautumisantien alihinnoittelussa rahaa ”jää pöydälle”, mikä voidaan luonnollisesti nähdä negatiivisena asiana listautuvan yrityksen näkökulmasta. Loughran ja Ritter (2002) tuovat tutkimuksessaan kuitenkin esiin behavioristisen selityksen sille, miksi tämä ei tunnu haittaavan listautuvan yrityksen alkuperäisiä osakkeenomistajia. Ilmiön selittämiseen Loughran ja Ritter soveltavat psykologiaa ja taloustieteitä yhdistävää prospektiteoriaa. He esittävät, että osakkeenomistajat ovat kiinnostuneita enemmänkin varallisuuden noususta kuin sen määrästä. Listautuvan yrityksen osakkeenomistajat lisäävät alihinnoittelun myötä ”pöydälle jääviin” rahoihin ne voitot, jotka heidän hallussaan olevat osakkeet tuottavat kaupankäynnin alettua. Mikäli tämä laskutoimitus tuottaa positiivisen tuloksen eli varallisuus nousee, ovat alkuperäiset osakkeenomistajat tyytyväisiä. Loughranin ja Ritterin mukaan listautumisannin alihinnoittelun aiheuttama

pääoman menetys jää kurssinoususta seuraavien voittojen varjoon eikä täten aiheuta harmia alkuperäisille osakkeenomistajille, vaan he pysyvät tyytyväisinä todetessaan varallisuutensa kasvaneen. Teorian mukaan varsinaisena alihinnoittelun syynä on anninjärjestäjän itselleen suoma epäsuora kompensatio, johon yritykset suostuvat edellä käsiteltyjen psykologisten tekijöiden vuoksi. (Loughran & Ritter 2002.)

### 3.2.3 Sentimenttiteoria

Markkinakontekstissa sentimentillä tarkoitetaan sijoittajien vallitsevaa mielialaa tai tunnetilaa eli ”fiilistä”. Ljungqvistin, Nandan ja Singhin (2006) tutkimuksessa listautumisantien alihinnoittelua lähestyttiin sijoittajien sentimentin näkökulmasta. Heidän teoriansa linkittää yhteen jo mainitut anomaliat listautumisanneissa: kuumat markkinat, listautumisantien alihinnoittelun ja pitkän aikavälin alisuoriutumisen. Näillä kaikilla on yhteisenä tekijänä tunneperäisiä päätöksiä tekevät sijoittajat. Kuumien markkinoiden aikana kyseisten sijoittajien odotukset listautuvien yritysten suoriutumisesta ovat tavallistakin optimistisemmat ja he ovat valmiita maksamaan osakkeista paljon. Sen sijaan pitkällä aikavälillä osakkeen hinta asettuu reaaliarvoa vastaavalle tasolle, mikä listautumisasiin liittyviin korkeisiin odotuksiin peilaten näyttäytyy alisuoriutumisena.

Listautumisantien alihinnoittelun peruste sentimenttiteorian mukaan on instituutiosijoittajille maksettava korvaus tunneperäisten sijoittajien mukanaolon tuomasta epävarmuudesta. Epävarmuus ilmenee kyseisten sijoittajien potentiaalisena sentimentin äkillisenä muutoksena. Teorian mukaan tunneperäisten sijoittajien olemassaolon vuoksi paras strategia yrityksen näkökulmasta olisi myydä listautumisannin osakkeet vaiheittain, mutta tällainen menettely on estetty sääntelyllä. Sen sijaan listautuva yritys voi alihinnoittelua hyödyntäen allokoida osakkeita instituutiosijoittajille, mikä ikään kuin vastaa portaittaista myyntiä instituutiosijoittajien myydessä osakkeita myöhemmin eteenpäin.

## 3.3 Institutionaaliset teoriat

### 3.3.1 Oikeusvakuutusteoria

Listautumisantien alihinnoittelua on pyritty selittämään myös oikeudellisesta näkökulmasta. Oikeusvakuutusteorian mukaan alihinnoittelun perusteena voi olla listautuvien yritysten pyrkimys ennaltaehkäistä listautumisasiin tyytymättömien sijoittajien nostamia oikeudenkäyntejä ja niistä koituvia vahinkoja, toisin sanoen oikeudenkäyntiriskin hallinta. Teorian mukaan alihinnoittelun avulla pyritään pitämään sijoittajat tyytyväisinä listautumisasiin. Teoria on kehitetty Yhdysvalloissa siellä vallitsevan sääntelyn vuoksi. Yhdysvalloissa sijoittajan on mahdollista nostaa oikeuskanteita listautumisasiin perusteella, mikäli hän esimerkiksi löytää listautumisasiin varten laadittavasta esitteestä puutteita tai virheitä.

Tinic (1988) tutki oikeudenkäyntiriskin vaikutuksia listautumisantien alihinnoitteluun. Tutkimuksen taustalla on vuoden 1933 Yhdysvaltojen arvopaperilain uudistus, joka mullisti listautumisasiin liittyvän sääntelyn vaikutukset anninjärjestäjänä toimiville investointipankeille. Uudistus sai anninjärjestäjät varpailleen ja pohtimaan tarkasti, mitkä yritykset kannattaa ottaa asiakkaiksi ja missä on liikaa riskejä. Mahdolliset korvaukset suhteutetaan siihen, kuinka paljon listautumisasiin oli ylihinnoiteltu, mikä kannustaa osaltaan ”pelaamaan varman päälle” eli alihinnoittelemaan runsaammin. Oikeudenkäynnistä koituvat vahingot saattavat olla rahallisesti suuria, mutta mainehaitan merkitys voi olla vielä suurempi. Tutkimuksesta selviää, että lakiuudistuksen jälkeen listautumisantien alihinnoittelu on yleistynyt etenkin vaikutusvaltaisten anninjärjestäjien kohdalla. Tinicin mukaan listautumisantien alihinnoittelu on tehokas ”vakuutus” mahdollisia anninjärjestäjään tai listautuvaan yritykseen kohdistuvia oikeuskanteita vastaan. Tinic kuitenkin toteaa tutkimuksessaan, että myös epäsymmetrisen informaation teorit voivat olla linjassa hänen tutkimustulostensa kanssa ja täten saattavat osaltaan selittää alihinnoittelua, viitaten Rockin (1986) ja Baronin (1982) tutkimuksiin.

Myös Hughes ja Thakor (1992) tutkivat oikeudenkäyntiriskin vaikutuksia listautumisantien alihinnoitteluun. He keskittyivät anninjärjestäjän rooliin merkintähinnan asettajana ja näin ollen alihinnoittelun määrittäjänä. Hughes ja Thakor ovat tutkimustuloksissaan yhtäläisillä linjoilla Tinicin kanssa, sillä heidän mukaansa listautumisasiin kallis merkintähinta nostaa oikeuskanteiden mahdollisuutta ja myös suurentaa korvauksia, joita saatettaisiin joutua maksamaan sijoittajille. Myös Hughesin

ja Thakorin tutkimuksen johtopäätöksissä on mainittu, että oikeusvastuuteoria yksinomaan ei välttämättä selitä listautumisantien alihinnoittelua.

### 3.3.2 Hinnanvakautusteoria

Hinnanvakautusteoriassa kyse on näkökulmasta, jonka mukaan listautumisanterja ei alihinnoitella tarkoituksella, vaan näennäinen alihinnoittelu johtuu listautumisannin järjestäjän tekemistä toimenpiteistä siinä tapauksessa, jos listautumisanti onkin ylihinnoiteltu ja osakekurssi laskee kaupankäynnin alettua. Listautumisannissa ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuottojen jakauma ei ole tasainen vaan keskittyy vahvasti nolnaan ja on harvoin negatiivinen, mistä voidaan päätellä, että anninjärjestäjä pyrkii vakauttamaan osakekurssin merkintähinnan tasolle ylihinnoittelutilanteissa (Ruud 1993, Lewellenin, 2006, 616&624 mukaan). Teorian mukaan ylihinnoittelua esiintyy alihinnoittelun tavoin, mutta ylihinnoitellut listautumisannit eivät tule ilmi anninjärjestäjän hinnanvakautustoimenpiteiden vuoksi.

Lewellen (2006) tutki anninjärjestäjien toimenpiteitä hinnan vakauttamiseksi ja niiden vaikutuksia ylihinnoittelutilanteissa. Hänen mukaansa hinnan vakauttaminen on tärkeässä roolissa heikosti suoriutuvissa listautumisanneissa. Lewellen argumentoi, että vastoin aiempia hypoteeseja riskipitoisten tai potentiaalisesti paljon epäsymmetristä tietoa sisältävien yritysten listautumisannit eivät olisikaan voimakkaammin vakautettuja anninjärjestäjän toimesta. Sen sijaan hyvämaineisten anninjärjestäjien toimesta tehdyt sekä suuret ja vähäriskiset listautumisannit vakautetaan tutkimuksen mukaan kaikkein voimakkaimmin. Tähän syynä on Lewellenin mukaan anninjärjestäjien pyrkimys välttää riskipitoisten osakkeiden omistamista vakauttamistoimenpiteiden velvoittamina.

### 3.3.3 Veroteoria

Mielenkiintoisena teoriana alihinnoittelun ilmenemiseen on tarjottu verotuksen tuomaa kannustinta. Rydqvist (1997) teki merkittävän havainnon tutkiessaan Ruotsin listautumisanterja. Vuonna 1990 Ruotsissa päivitettiin verosääntelyä. Ennen uudistusta

Ruotsissa oli verosuunnittelun näkökulmasta tehokasta palkita työntekijöitä osakkeilla listautumisannissa. Muutoksen myötä aiemmin pääomatuloina kevyesti verotetut listautumisantien tuotot asetettiin verotettaviksi ansiotuloina ja näin ollen verot söivät uudistuksen jälkeen suuremman osan työntekijöiden tuotoista. Näistä lähtökohdista Rydqvist tutki listautumisantien alihinnoittelua ennen ja jälkeen vuoden 1990 uudistuksen. Tutkimustulosten mukaan listautumisantien alihinnoittelun keskiarvo Ruotsissa putosi vuosien 1980–1989 41 %:sta vuosien 1990–1994 8 %:iin, kun verotuksellinen kannustin palkita työntekijöitä listautumisannin osakkeilla poistettiin.

Rydqvist kuitenkin toteaa tutkimuksensa johtopäätöksissä, että tutkimustulosten yleistettävyyden on heikkoa Ruotsissa vallinneen erityisen verotussääntelyn vuoksi. Lisäksi verotukselliset syyt voivat muutenkin selittää listautumisantien alihinnoittelua vain osin. On tilanteita, joissa työntekijöitä osakkeilla palkitsevien yritysten listautumisanti ei ole alihinnoiteltu ja vastaavasti alihinnoiteltuja listautumisantereja nähdään sellaisilta yrityksiltä, jotka näin eivät menettele. Täten veroteoria vaatii tukea myös muilta teorioilta ilmiön kattavaan selittämiseen.

### **3.4 Omistajuus- ja kontrolliteoriat**

#### **3.4.1 Omistajuuspohjateoria**

Listaamattomissa yhtiöissä on yleistä, että yrityksen omistajuus ja kontrolli ovat sidoksissa toisiinsa. Kun yritys listautuu, nämä toiminnot eriytyvät. Brennan ja Franks (1997) tutkivat listautumisannin alihinnoittelun käyttöä kontrollin säilyttämisen työkaluna. Tutkimuksen perusteella yrityksen johdolla on motiivi saada osakkeille mahdollisimman laaja omistajuuspohja. Osakkeet voidaan listautumisannissa allokoita suurelle määrälle sijoittajia ylimerkkaustilanteen avulla. Ylimerkkaustilanne taas voidaan saavuttaa nostamalla kysyntää alihinnoittelemalla listautumisanti. Brennanin ja Franksin mukaan johto pyrkii säilyttämään kontrollin välttämällä suurten osakepottien kohdistumista yksittäiselle sijoittajalle muun muassa siksi, että merkittävää tarvetta valvoa tarkasti johdon toimintaa ei syntyisi. Tavoitteena on myös laajalla omistajuuspohjalla lisätä osakkeen likviditeettiä, mikä on tavoiteltavaa myös sijoittajien

näkökulmasta. Teorian mukaan listautumisantien alihinnoittelu johtuu siis yritysjohdon pyrkimyksestä suojella omia etujaan säilyttämällä kontrolli yrityksen päätöksentekoon hajanaisen omistajuuspohjan kautta.

### 3.4.2 Agenttikustannusteoria

Omistajuuspohjateorian vastaisesti Stoughtonin ja Zechnerin (1998) tutkimuksen perusteella yritys hyötyy tarkasta ulkopuolisesta valvonnasta ja täten yritysjohdon tulisi listautumisannissa pyrkiä allokoimaan suuria osakepotteja yksittäisille sijoittajille. Agenttikustannusteorian mukaan yrityksen valvontaan tarvitaan siihen kykeneviä institutionaalisia sijoittajia, joilla on toimintaan riittävä kannustin. Tehokas valvonta hyödyttää kaikkia osakkeenomistajia, joten keskitetty allokointi on myös piensijoittajien edun mukaista.

Stoughton ja Zechner syventyvät tutkimuksessaan päämies-agentti-ongelmaan, joka syntyy suurten instituutioiden ollessa ainoita yrityksen tehokkaaseen valvontaan kykeneviä sijoittajia ja ”valvojien valvonnan” ollessa kaikin puolin haasteellista. Heidän teoriansa mukaan yhtiöön kohdistuvia agenttikustannuksia voidaan vähentää jakamalla osakkeet listautumisannissa siten, että muodostuu suuria omistajia yhtiön valvojiksi. Listautuvan yrityksen näkökulmasta tehokkaan valvonnan takaavan, tarpeeksi suuren osake-erän merkintä ei kuitenkaan välttämättä ole instituutiosijoittajalle tarkoituksenmukaista. Alihinnoittelemalla listautumisasiä voidaan saada instituutio hankkimaan suurempi määrä osakkeita kuin asettamalla merkintähinta todellista arvoa vastaavalle tasolle.

Listautumisannin alihinnoittelusta johtuva pääoman menetys ei agenttikustannusteorian mukaan koidu kalliiksi listautuvalle yritykselle. Tämä johtuu siitä, että tehokkaan valvonnan puuttuessa sijoittajat ottavat suuremman riskin osallistuessaan listautumisasiin, sillä he eivät voi olla varmoja, ilmeneekö yrityksessä johdon toimintaan liittyvää oman edun tavoittelua yhtiön edun kustannuksella. Sijoittajien arvioidessa agenttikustannukset korkeiksi olisi listautuva yritys joka tapauksessa joutunut asettamaan merkintähinnan alhaiselle tasolle. (Stoughton & Zechner 1998.)

## 4 TEORIOIDEN ARVIOINTI

Listautumisantien alihinnoittelua on tutkittu vuosikymmenten ajan ja ilmiötä on pyritty selittämään lähestymällä sitä lukuisista eri näkökulmista. Yrityksistä huolimatta kattavaa selitystä ei ole pystytty tarjoamaan. Mikään käsittelemistäni teorioista ei anna aukotonta vastausta siihen, miksi listautumisannit ovat voimakkaasti alihinnoiteltuja. Ilmiötä käsitteleviin tutkimuksiin ja muuhun kirjallisuuteen perehtymisen myötä olen kuitenkin muodostanut näkemyksen siitä, että osa teorioista selittää melko vakuuttavasti ilmiön syitä, mutta vaatii tukea muilta teorioilta vastatakseen niihin kysymyksiin, joita tutkimusten myötä muodostetut mallit jättävät ilmaan.

Huomionarvoisena haasteena listautumisantien alihinnoittelun tutkimiselle on ilmiön syklisyys, mikä voi vääristää tutkimustuloksia ja johtopäätöksiä. Tämä tekee yksittäisen tekijän vaikutusten arvioinnin haastavaksi, sillä esimerkiksi kuumien markkinoiden ajanjakso saattaa syrjäyttää vaikutuksen voimakkuudessa tutkittavan ilmiön. Ongelman nostaa esiin myös Keloharju (1993) todetessaan, että Yhdysvaltain arvopaperilain vaikutusten ”eristäminen” listautumisantien alihinnoittelun tutkimisessa on haasteellista, sillä alihinnoittelu vaihtelee muutenkin jaksoittain merkittävästi.

Epäsymmetrisen tiedon teoriat ovat saaneet laajinta kannatusta. Varsinkin Rockin (1986) voittajan kirous -malli on eräänlainen klassikkoteoria, johon viitataan laajasti myös muista näkökulmista aihetta tarkastelevissa tutkimuksissa. Taulukkoa 1 tarkastelemalla voidaan konkreettisesti havaita teorian käsittelemän voittajan kirouksen olemassaolo, mutta sen vaikutukset listautumisantien alihinnoitteluun eivät ole niin yksiselitteisiä. On kuitenkin helppo ymmärtää, miksi Rockin teoria on vahvimman ilmiötä selittävän yksittäisen mallin asemassa. Teoria on looginen ja käytäntöön sovellettava, mutta ongelmana siinä on malliin liitettävät olettamukset, joita on kritisoitu myöhemmissä tutkimuksissa.

Epäsymmetrisen tiedon teorioihin liittyy niiden muodostamaa kokonaisuutta tarkasteltaessa selviä ristiriitoja. Jo lähtökohdiltaan tämän kategorian eri teoriat ovat melko eriävät, vaikka perusajatus eli informaation jakautuminen epätasaisesti toimiikin yhdistävänä tekijänä. Kuitenkin jo se, kenen intressien mukaista alihinnoittelu on ja

keiden välillä tieto on jakautunut epätasaisesti, on osittain ristiriidassa epäsymmetrisen informaation teorioiden välillä. Tästä seuraa se, että esimerkiksi voittajan kirous -teoria ja päämies-agentti-teoria eivät molemmat voi selittää ilmiötä yhtä aikaa, sillä ne pienentävät toistensa vakuuttavuutta.

Myös signalointiteorian vakuuttavuudesta on kiistelty. On esimerkiksi katsottu, että laadun viestimiseen on olemassa kustannustehokkaampiakin keinoja kuin listautumisannin alihinnoittelu. Ljungqvistin (2007) mukaan hyvämaineisen ja luotettavan anninjärjestäjän käyttö, tunnetun tilintarkastusyhteisön käyttäminen ja nimekkäät ankkurisijoittajat ovat suosittuja keinoja sijoittajien vakuuttamiseksi yrityksen laadukkuudesta. Tiedonpaljastusteoriassa taas ongelmana on se, että listautumisantien alihinnoittelua esiintyy myös muualla kuin tarjouskirjamenettelyä käyttävillä markkinoilla. Näiden tekijöiden vuoksi epäsymmetrisen tiedon teoriat eivät pysty täysin avaamaan listautumisantien alihinnoittelun syitä, mutta niissä on elementtejä, jotka voivat osaltaan selittää listautumisantien alihinnoittelun voimakkuuden vaihtelua eri markkinoiden välillä. Näistä teorioista oman näkemykseni mukaan vakuuttavin on Rockin voittajan kirous.

Ristiriitoja löytyy myös muiden teorioiden väliltä. Esimerkiksi tiedon vesiputous -teoria pienentää Welchin (1992) mukaan voittajan kirouksen sovellettavuutta, sillä merkintähintaa asetettaessa kiinnitetään huomio aikaiseen sijoittajaan myöhäisen sijasta. Lisäksi tiedonpaljastusteorian tavoin tiedon vesiputous -teoria vaatii oletuksen tarjouskirjamenettelyn soveltamisesta, mikä pienentää sen vakuuttavuutta juuri siitä syystä, että myös tarjouskirjamenettelyä käyttämättömien anninjärjestäjien listautumisannit ovat alihinnoiteltuja.

Behavioristiset teoriat tarjoavat mielenkiintoisia näkökulmia listautumisantien alihinnoittelun selittämiseen ja ovatkin epäsymmetrisen informaation teorioiden ohella keskeisiä ilmiötä selittäviä teorioita. Vaikka ristiriitoja muiden teorioiden kanssa esiintyy, voi behaviorististen teorioiden avulla täydentää muita malleja ilmiön kattavaa selittämistä varten. Esimerkiksi prospektiteorian tuoma näkökulma listautumisantien alihinnoittelun selittämiseen liittyy melko spesifisti vanhojen osakkeenomistajien käyttäytymisen mahdollistamaan anninjärjestäjän hyötymiseen. Täten prospektiteoriaan voi hyvin yhdistää elementtejä muista teorioista. Sama pätee myös sentimenttiteoriaan, joka lähestyy ilmiötä tunneperäisiä päätöksiä tekevien sijoittajien kautta. Sentimenttiteoriaan

voi mielestäni liittää viime vuosina listautuvien yritysten ympärillä vallitsevan ”hopen” eli yleisön voimakkaan innostuksen ja mielenkiinnon, jolla voi olla vaikutusta myös alihinnoittelun suuruuteen. Sentimenttiteoria ei kuitenkaan mielestäni pysty vakuuttavasti selittämään listautumisantien alihinnoittelua, mutta tarjoaa varteenotettavat perustelut ilmiön osittaiseen selittämiseen yhdessä muiden teorioiden kanssa. Näkemykseni on, että behavioristisilla teorioilla on paikkansa listautumisantien alihinnoittelun syiden selittämisessä ja etenkin sen voimakkuuden vaihtelun taustoittamisessa, mutta mikään tämän kategorian malleista ei yksinään tarjoa kattavaa selitystä ilmiölle.

Institutionaaliset teoriat edustavat tarkasteluni perusteella ilmiön selittämisessä takalalla olevia selitysmalleja. Oikeusvakuutusteorian voidaan kuitenkin katsoa olevan tietyillä alueilla potentiaalisesti merkittävä teoria listautumisantien alihinnoittelun taustalla. Kuitenkin myös tässä teoriassa ongelmana on se, että kyseessä on globaali ilmiö, jolloin vain tietyillä markkinoilla sovellettavissa oleva teoria ei ole vakuuttava ilmiön kokonaisvaltaisen selittämisen kannalta. Esimerkiksi Keloharjun (1993) mukaan oikeusvakuutusteoria ei pysty selittämään listautumisantien alihinnoittelua Suomen markkinoilla, sillä täällä arvopaperilainsäädäntö ja sääntely-ympäristö ylipäättään on merkittävästi erilainen kuin teorian syntyalueella Yhdysvalloissa. Argumentiksi teorian puolesta voidaan kuitenkin nostaa esimerkiksi Facebookin listautuminen ja sen oikeudelliset seuraukset. Vuonna 2012 yritys järjesti listautumisannin, jonka suoriutumiseen sijoittajat eivät olleet tyytyväisiä, sillä heidän mielestään Facebook oli jättänyt listautumisvaiheessa kertomatta oleellisia huolia kasvuunsa liittyen. Sijoittajat menettivät rahaa kurssin pudotessa ja nostivat yhtiötä kohtaan joukkokanteen. Lopputuloksena Facebook joutui vuosia myöhemmin korvaamaan listautumisasiin liittyen 35 miljoonaa dollaria. (Stempel 2018). Voidaankin mielestäni todeta, että oikeusvakuutusteorialla voidaan katsoa tietyissä oikeudellisissa ympäristöissä olevan paikkansa ilmiön selittämisessä.

Hinnanvakautusteorian vakuuttavuutta vähentää se, että alihinnoittelua esiintyy myös sellaisissa listautumisanneissa, joissa anninjärjestäjä ei tee osakekurssia vakauttavia toimenpiteitä. Ruudin (1993) mukaan ilman vakauttamissopimusta järjestetyn listautumisannin pitäisikin olla alihinnoittelematon, mutta näin ei kuitenkaan ole. Lisäksi alihinnoittelua tarkasteltaessa on haasteellista ilman anninjärjestäjältä saatavaa informaatiota erottaa, onko kyseessä hinnanvakautustoimenpiteet vai luonnollinen markkinatasapainon löytyminen kysynnän ja tarjonnan mukaan. Näiden seikkojen

perusteella mielestäni hinnanvakautusteorialla ei ole vahvaa asemaa ilmiön selittämisessä.

Omistajuus- ja kontrolliteoriat ovat mielestäni institutionaalisten teorioiden tapaan vain toisarvoisia selitysmalleja listautumisantien alihinnoittelun selittäjinä. Tarkastelemani kaksi teoriaa ovat toistensa kanssa jo lähtökohdiltaan ristiriidassa. Merkittävänä erona teorioiden välillä on näkökulma ulkopuolisen valvonnan tärkeydestä ja tähän liittyvät olettamukset. Lisäksi ongelmalliseksi muodostuu jälleen kerran sääntely-ympäristön merkittävä vaikutus sekä omistajuuspohjateorian että agenttikustannusteorian sovellettavuuteen. Brennanin ja Franksin (1997) luoman mallin lähtökohtana on oletus kiinteähintaisista listautumisanneista, kun taas Stoughtonin ja Zechnerin (1998) teoria nojaa tarjouskirjamenettelyn käyttämiseen. Omistajuus- ja kontrolliteorioiden edellyttämät oletukset yhdistettynä vakuuttavien tutkimustulosten puutteellisuuteen sekä tarkastelemieni tutkimusten johtopäätöksissä mainittuihin seikkoihin saavat tämän teoriakategorian mallien merkityksen vaikuttamaan vähäiseltä listautumisantien alihinnoittelun selittäjänä.

## 5 YHTEENVETO

Tarkastelin tässä tutkielmassa teorioita, joilla on pyritty selittämään sitä, miksi listautumisannit ovat systemaattisesti alihinnoiteltuja ympäri maapalloa. Listautumisantien alihinnoittelun voimakkuus vaihtelee niin tarkasteltavan ajanjakson kuin yritys kohtaisten tekijöiden mukaan (Lowry & Shu 2002). Kuumien markkinoiden aikana, kun listautumisia on paljon, myös listautumisantien alihinnoittelu on voimakasta. Syklisyys hankaloittaa ilmiön tutkimista, sillä yksittäisten tekijöiden vaikutukset saattavat jäädä ajankohdan varjoon. Listautumisantien alihinnoittelua on pyritty selittämään lähestymällä sitä useista eri näkökulmista vuosikymmenten aikana ja aiheesta on tehty laajasti tutkimuksia. Kaikesta huolimatta alihinnoittelua esiintyy vielä tämänkin päivän listautumisanneissa, eikä kattavaa selitystä ole edelleenkään saatu muodostettua.

Tutkimusten ja muun aiheeseen liittyvän kirjallisuuden tarkastelun perusteella on aiheellista todeta, että todellinen selitys ilmiölle muodostuu monen tekijän yhteisvaikutuksesta. Alueelliset ja ajalliset eroavaisuudet listautumisantien alihinnoittelun voimakkuudessa voidaan perustella eri tekijöiden osuuksien muutoksina riippuen muun muassa vallitsevasta sääntely-ympäristöstä, kuumien markkinoiden syklin vaiheesta ja listautuvien yritysten piirteistä. Epäsymmetrisen informaation teorit ovat eniten esillä listautumisantien alihinnoittelua käsittelevissä tutkimuksissa, ja niiden voidaankin katsoa olevan kaikkein keskeisimpiä ilmiötä selittäviä malleja. Kuten todettua, ne eivät kuitenkaan yksinomaan onnistu perustelemaan ilmiön syytä.

Anomalia on huomattavan voimakas ja sen olemassaolon mahdollistamat pikavoitot houkuttelevat sijoittajia osallistumaan listautumisanteihin. Kuumien markkinoiden aikana listautumisantien ympärillä on paljon keskustelua ja niihin kohdistuu runsaasti mielenkiintoa. Varsinkin kuvatus kaltaisena ajankohtana sijoittajien päätöksenteon rationaalisuus saattaa horjua, kun he eivät halua jäädä paitsi potentiaalisista voitoista. Behavioristiset näkökulmat ovatkin mielestäni merkittävässä asemassa ilmiön taustalla, ja tutkielmaa tehdessäni koen juuri sijoittajien käyttäytymistä tarkastelevan lähestymistavan herättävän mahdollisia jatkotutkimusaiheita. Mielenkiintoista ja nykyaikaista tutkittavaa voisi löytyä esimerkiksi siitä, voiko listautumisannin eri

alustoilla ja foorumeilla herättämän keskustelun määrä olla kytköksissä alihinnoittelun voimakkuuteen.

Listautumisantien alihinnoittelua tarkasteltaessa on otettava huomioon myös ylimerkintätilanteesta aiheutuva leikkuri, jolla on merkittävä vaikutus varsinkin piensijoittajien saamiin tuottoihin. Laadukkaana listautumisannin tuomat suuret prosentuaaliset voitot eivät lämmitä, jos leikkurin jälkeen käteen jäävä osakepotti on merkintämäärään verrattuna olematon. Rahoituksen professori Timo Rothovius tiivistää asian osuvasti Ylen artikkelissa: ”Jos yksityissijoittaja oli käyttänyt aikaa opiskellen listalleottoesitteitä tai muoviämpäreiden liiketoimintalogiikkaa, muutaman sadan osakkeen ostaminen tuntuu vaivannäköön suhteutettuna vähäiseltä” (Mäntylä 2021).

Kaiken kaikkiaan listautumisantien alihinnoittelussa on kyse monimutkaisesta ilmiöstä, joka näyttäytyy listautumisannin eri osapuolille eri tavoin. Voidaan katsoa, että vähäinen tai kohtuullinen alihinnoittelu on luonnollinen osa listautumisanteja ja toimii sijoittajien kiinnostuksen herättäjänä vaikuttamatta kuitenkaan kohtuuttomasti listautuvan yrityksen saaman pääoman suuruuteen. Alihinnoittelua on kuitenkin esiintynyt luonnottoman suurena ollakseen pelkkä tietoisesti asetettu kiinnostuksen herättäjä tai hyvän pörssialun takaaja. Toistaiseksi ilmiön selittämisessä ei ole onnistuttu, joten aiheesta kiinnostuneet joutuvat vielä odottamaan entistä syväluotaavamman tutkimustyön tuovan tulevaisuudessa uusia selitysmalleja.

## LÄHDELUETTELO

- Allen, F. & Faulhaber, G.R. (1989). Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics* 23, 303–323.
- Baron, D.P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of finance* 37(4), 955–976.
- Baron, D.P. & Holmström, B. (1980). The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem. *Journal of Finance* 35, 1115–1138.
- Beatty, R.P. & Ritter, J.R (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* 15, 213–232.
- Benveniste, L. M. & Wilhelm, W. J. (1990). A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments. *Journal of Financial Economics*, 28(1), 173–207.
- Brennan, M., Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics* 45, 391–413.
- Brau, J. & Fawcett, S. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of finance (New York)*, 61, 399–436.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance* 25, 383–384.
- Hahl, T., Vähämaa, S. & Äijö, J. (2014). Value versus growth in IPOs: New evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 31, 17–31.
- Hughes, P. & Thakor, A. (1992). Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Review of financial studies* 5, 709–742.
- Ibbotson, R. G. & Jaffe, J. F. (1975). "Hot Issue" Markets. *The Journal of Finance* 30:4, 1027–1042.
- Ibbotson, R.G. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235–272.
- Jong, A., Huijgen, C., Marra, T. & Roosenboom, P. (2012). Why Do Firms Go Public? The Role of the Product Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39, 165–192.
- Keloharju, M. (1993). The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland. *Journal of Financial Economics*, 34, 251–277.
- Lewellen, K. (2006). Risk, Reputation, and IPO Price Support. *The Journal of finance (New York)*, 61(2), 613–653.

- Lindholm, P. (2022). Kansankapitalismin nousubuumi pysähtyi sotaan – osakesijoittajien määrä jumahti paikalleen valtavan nousun jälkeen. YLE. Viitattu 21.03.2022. <https://yle.fi/a/3-12628097>
- Ljungqvist, A. (2007). Chapter 7 – IPO underpricing. *Handbook of Corporate Finance*, Volume 1, 375–422.
- Ljungqvist, A., Nanda, V. & Singh, R. (2006). Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing. *The Journal of business*, 79, 1667–1702.
- Loughran, T. & Ritter, J.R. (2002). Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? *Review of Financial Studies* 15, 413–443.
- Lounasmeri, S. (2016). Pörssiin – miten ja miksi? *Tilisanomat*. Viitattu 24.03.2023. <https://tilisanomat.fi/talousohjaus/porssiin-miten-ja-miksi>
- Lowry, M. & Shu, S. (2002). Litigation risk and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 309–335.
- Mäntylä, J. (2021). Ennätysmäärin yhtiöitä suuntaa pörssiin – Rahoituksen professori: "Anneista on saanut niin vähän osakkeita, että summilla ei ole mitään merkitystä". YLE. Viitattu 6.4.2023. <https://yle.fi/a/3-11944739>
- Pörssisäätiö (2016). *Pörssilistautujan käsikirja*.
- Pörssisäätiö (2022). *Listautujan käsikirja*.
- Ritter, J. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of finance* (New York), 57(4), 1796–1799.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.
- Ruud, J. (1993). Viitattu lähteessä Lewellen, K. (2006). Risk, Reputation, and IPO Price Support. *The Journal of finance* (New York), 61(2), 613–653.
- Rydqvist, K. (1997). IPO underpricing as tax-efficient compensation. *Journal of banking & finance* 21, 295–313.
- Spiess, D.K. & Pettway, R.H. (1997). The IPO and First Seasoned Equity Sale: Issue Proceeds, Owner/Managers' Wealth, and the Underpricing Signal. *Journal of Banking and Finance*, 21, 967–988.
- Stempel, J. (2018). Facebook settles lawsuit over 2012 IPO for \$35 million. Reuters. Viitattu 29.03.2023. <https://www.reuters.com/article/us-facebook-settlement-idUSKCN1GA2JR>
- Stoughton N, & Zechner, J. (1998). IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of financial economics* 49(1), 45–77.
- Tinic, S. (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *The Journal of finance* 43(4), 789–822.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Welch, I. (1992). Sequential sales, learning and cascades. *The Journal of Finance* 47, 695–732.