TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

MONENKESKINEN KAUPPAPAIKKA VAIHTOEHTONA PÖRSSILISTALLE – EMPIIRINEN ANALYYSI YRITYSTEN MOTIIVEISTA HAKEUTUA FIRST NORTHIIN

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Pro gradu -tutkielma
Toukokuu 2012
Ohjaaja: Lili Kihn

Kaisa Perttuli

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Johtamiskorkeakoulu, yrityksen taloustiede, laskentatoimi

Tekijä: PERTTULI, KAISA
Tutkielman nimi: Monenkeskinen kauppapaikka vaihtoehtona pörssilistalle - empiirinen analyysi yritysten motiiveista hakeutua First Northiin
Pro gradu -tutkielma: 85 sivua + 7 liitesivua
Aika: Toukokuu 2012
Avainsanat: Monenkeskinen kauppapaikka, MTF, First North, pörssi, listautumismotiivit, listautumissyyt

---

First North on yhteispohjoismainen monenkeskinen kauppapaikka, jota ylläpitävät Nasdaq OMX:ään kuuluvat Pohjoismaiset pörssit. Markkinapaikalla käydään kauppaa osakkeilla ja muilla rahoitusvälineillä samaan tapaan reaaliajassa kuin säännellyillä markkinoilla infrastruktuurin ja jakeluverkoston ollessa yhtenäinen Pohjoismaisen pörssin kanssa. Monenkeskisenä kauppapaikkana se ei kuitenkaan omaa EU-direktiivien mukaisen säädellyn markkinapaikan juridista asemaa. Säännellystä markkinasta eroten, kauppapaikka ei ole virallinen pörssilista ja yhtiöt jotka hakeutuvat First Northiin eivät myöskään ole varsinaisia pörssinoteerattuja yhtiöitä. Kevyemmästä säännellystä ja vaatimuksista johtuen vaihtoehto on erityisesti suunnattu pienemmille kasvuyrityksille.

Tässä tutkielmassa tarkastellaan vaihtoehtoista kasvumarkkinapaikkaa First Northia suhteessa säänneltyihin markkinapaikkoihin eli virallisiin pörsseihin. Tutkielman päätavoitteena on analysoida yritysten raportoimia keskeisiä motiiveja ja syitä hakeutua kyseiselle kauppapaikalle sekä kauppapaikalle ominaisia listautumiseen liittyviä erityispiirteitä. Raportoituja motiiveja peilataan aikaisempien tutkimuksien ja kirjallisuuden pörssilistautumismotiiveihin vertaamalla onko First North yritysten motiivit yhtäläisiä pörssilistautumismotiivien kanssa. Listautumismotiiveja analysoimalla voidaan antaa yrityksille oikeita perusteita ja realistisia odotuksia listautumisen suhteen.

Tutkielman tutkimusote on nomoteettinen, jossa kausaalisten syy-seuraussuhteiden selittämisellä ja kuvaamisella on keskeinen sija. Tutkielma rakentuu teoriasta ja empiriasta. Empiirisenä aineistona on hyödynnetty julkisesti saatavilla olevia First North yritysten listalleotto- ja yhtiöesitteitä. Aineiston käsittely ja analysointi on toteutettu monivaiheisesti sekä kvalitatiivisin että kvantitatiivisin menetelmin.

Keskeiset tutkimustulokset osoittavat, että aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa esitetyt pörssilistautumismotiivit ja -syyt ovat osittain myös First North yritysten tapauksessa keskeisiä motiivitekijöitä. Yrityskohtaiset sekä omistajakohtaiset motiivit ovat pitkälti yhtäläisiä, mutta yrityksen ulkopuolisia motiiveja ja syitä raportoidaan harvemmin. Merkittävin kauppapaikan erityispiirre on, että useammalla yrityksellä on tavoitteena siirtyä viralliselle pörssilistalle 1-5 vuoden aikavälillä. Tämä antaa viitteitä siitä, että First North toimii tietynlaisena välivaiheena ja ponnahduslautana viralliseen pörssiin. Täydentävän varianssianalyysin tulokset esittävät, että yrityskokoa mittaavalla liikevaihdolla on tilastollinen merkitsevyys yrityskauppojen helpottamisen -motiivin esiintymiseen ja toimialalla vastaavasti käyttöpääoma -erityispiirteen esiintymiseen.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO 1

1.1 AIHEALUEEN ESITTELY JA MERKITYS 1
1.2 TUTKIMUSTAVOITE, TUTKIMUSKYSYMYKSET JA RAJAUKSET 6
1.3 TUTKIMUSOTE 8
1.4 TUTKIMUSRAPORTIN RAKENNE 9

2 TUTKIMUKSEN TEOREETTINEN VIITEKEHYS 10

2.1 AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET JA KIRJALLISUUS LISTAUTUMISMOTIIVEISTA 10
2.2 YRITYSKOHTAISET LISTAUTUMISMOTIIVIT JA -SYYT 11
2.2.1 Rahoitukselliset perusteet ja tavoitteet 12
2.2.2 Pääomarakennetavoitteet ja velkarahoituksen supistaminen 16
2.2.3 Validi markkina-arvo yritysjärjestelyihin ja toiminnan kehittämisen tueksi 19
2.2.4 Henkilöstön ja muiden sidosryhmien sitouttaminen ja palkitseminen 22
2.2.5 Imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen 23
2.2.6 Muut strategiset perusteet ja tavoitteet 25
2.3 OMISTAJAKOHTAISET JA OMISTAJUUTEEN LIITTYVÄT LISTAUTUMISMOTIIVIT JA -SYYT 26
2.3.1 Omistuksen hajauttaminen ja omistajatahojen irtautuminen 27
2.3.2 Muut omistusjärjestelyt ja omistuspohjan muutokset 32
2.3.3 Omistajatahojen muut intressit 34
2.4 YRITYKSEN ULKOPUOLISET LISTAUTUMISMOTIIVIT JA -SYYT 35
2.4.1 Markkinaolosuhteet ja taloussuhdanteet 36
2.4.2 Toimialan luonne ja ominaisuudet 40
2.4.3 Taloudelliset, lainsäädännölliset ja poliittiset puitteet 42
2.5 YHTEENVETO 44

3 TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT 46

3.1 AINEISTON KERUU 46
3.2 AINEISTON KUVAUS 46
3.3 AINEISTON KÄSITTELY JA ANALYSOINTI 48
3.4 TUTKIMUKSEN RELIABILITEETTI JA VALIDITEETTI 50

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET 52

4.1 KESKEISET TUTKIMUSTULOKSET LISTAUTUMISMOTIIVEISTA 52
4.1.1 Yhtäläisyydet pörssilistautumismotiivien kanssa 55
4.1.2 First North kauppapaikan erityispiirteet 66
4.1.3 Yhteenveto 71
4.2 VARIANSSIANALYYSIN TULOKSET 71
4.2.1 Selittävänä muuttujana liittymisvuosiluokka 73
4.2.2 Selittävänä muuttujana toimialaluokka 74
4.2.3 Selittävänä muuttujana liikevaihtoluokka 76
4.2.4 Yhteenveto 77

5 LOPUKSI 78

5.1 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET 78
5.2 JATKOTUTKIMUKSET 80

LÄHDELUETTELO 82

LIITTEET 86

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely ja merkitys

Vuonna 2007 koko EU-alueella sovellettavaksi tullut uusi versio Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivistä (Markets in Financial Instruments Directive/MiFID) säätelee keskeisesti EU:n rahoitusmarkkinoita ja rahoitusvälineitä koskevien liiketoimien toteuttamista. Lähtökohtaisesti uudistetun direktiivin tarve perustuu muuan muassa siihen, että säänneltyjen markkinoiden eli perinteisten pörssien rinnalle syntyi uudentyyppisiä järjestyneitä kaupankäyntijärjestelmiä, jotka haluttiin liittää yhteisen sääntelyn piirin jolla on järjestäytyneen kaupankäyntipaikan asema. Yhtenäisen kattavan sääntelyjärjestelmän myötä päivitetty direktiivi määrittelee ja luokittelee kauppapaikat säänneltyjen markkinapaikkojen lisäksi monenkeskisiin kaupankäyntijärjestelmiin tai kauppapaikkoihin (Multilateral Trading Facility/ myöh. MTF). (Directive 2004/39/EC.)

Suomen arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3 pykälän mukaisesti julkisella kaupankäynnillä tarkoitetaan ”kaupankäyntiä arvopaperilla arvopaperipörssin ylläpitämällä säännellyllä markkinalla, jossa tämän lain mukaan vahvistettujen sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen ostajien ja myyjien osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia niin, että tuloksena on sitova arvopaperikauppa.” Monenkeskisellä kaupankäynnillä tarkoitetaan vastaavasti ”muuta kuin edellä olevassa 3 pykälässä tarkoitettua kaupankäyntiä arvopaperilla monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jossa kaupankäynnin järjestäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen ostajien ja myyjien osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia niin, että tuloksena on sitova arvopaperikauppa.” (Arvopaperimarkkinalaki 1 luku 3 §.)

Monenkeskiset kauppapaikat tarjoavat vaihtoehtoisen markkinapaikan säänneltyihin markkinapaikkoihin eli perinteisiin ja virallisiin pörsseihin nähden, kepeämmän ja joustavamman toimintatavan muodossa. Ne ovat erityisesti suunnattu pääomaa ja rahoitusta tarvitseville pienille ja keskisuurille sekä kasvuvaiheessa oleville yrityksille ja soveltuvat parhaiten näiden tarkoituksiin niiden listalleottovaatimusten ja muiden edellytysten ollessa huomattavasti kevyemmät kuin virallisten pörssilistojen. (Finanssivalvonta 2011.) Useampien vaihtoehtoisten rahoituskanavien olemassaolo ei pelkästään edistää

markkinapaikkojen välistä kilpailua, mutta myös helpottaa pienten, keskisuurten ja kasvuvaiheessa olevien yritysten pääsyä pääomiin kun tarjolla on monipuolisia vaihtoehtoja (HE 59/2007).

Monenkeskistä kaupankäyntiä voivat järjestää ja ylläpitää arvopaperipörssit, optioyhteisöt tai arvopaperinvälittäjät lukuun ottamatta rahastoyhtiöitä. Tämän lisäksi hyväksytty järjestäjä voi pitää kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista meklarilistaa. (Häyrynen 2009.) Kaupankäynnin järjestäjän keskeisenä velvoitteena on laatia ja esittää omat kaupankäynnin julkiset säännöt. Ne yhdessä direktiivin kanssa muodostavat keskeiset lainsäädännölliset puitteet ja raamit, joita kauppapaikkojen tulee noudattaa. Tavoitteena onkin luoda lainsäädännöllinen toimintaympäristö monenkeskisen kaupankäynnin järjestämiselle, joka ei heikentäisi kaupankäynnin luotettavuutta, mutta kuitenkin mahdollistaisi yrityksille kevyemmin säädetyn listautumisen ja pääomien hankinnan ja sitä kautta alentaisi näiden yritysten listautumiskynnystä. (HE 59/2007, 8.)

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (European Sales and Marketing Association/ESMA) mukaan Euroopassa ja Yhdistyneessä Kuningaskunnassa toimi syyskuussa 2011 yhteensä 143 monenkeskistä kauppapaikkaa. Listaan kuuluu kauppapaikkoja, joita ylläpitää muuan muassa Chi-X, NYSE, Nasdaq OMX ja Reuters. (ESMA 2011.) Kauppapaikat voidaan luokitella Finanssivalvonnan mukaan pan-eurooppalaisiin MTF:n, joissa kaupankäynnin kohteena ovat eurooppalaisissa pörsseissä noteeratut riittävän likvidit arvopaperit, paikallisiin MTF:n, joissa kaupankäynnin kohteena ovat pörsseissä listatut arvopaperit tai paikallisiin MTF:n, joissa kaupankäynnin kohteena ovat muut kuin pörsseissä listatut arvopaperit. (Finanssivalvonta 2011.) Tässä tutkimuksessa keskiössä on Nasdaq OMX:n alaisuudessa toimiva monenkeskinen kauppapaikka First North, joka luokituksesta edustaa jälkimmäistä.

First North on yhteispohjoismainen vaihtoehtoinen kasvumarkkinapaikka, jota ylläpitävät Nasdaq OMX:ään kuuluvat Pohjoismaiset pörssit kukin oman toimintalupansa varassa. Markkinapaikkoja on yhteensä neljä: Helsingissä, Tukholmassa, Kööpenhaminassa sekä Islannissa. (First North internetsivut 2011 a.) Kauppapaikka on suhteellisen uusi, sillä se aloitti toimintansa vuonna 2005 Kööpenhaminassa ja on siitä lähtien laajentanut toimintaansa muihin pohjoismaihin. Vuonna 2006 markkinapaikka ulottui Tukholmaan korvaamalla ruotsalaisen Nya Marknadenin. Vuoden 2007 alussa siihen liittyi

myös Islanti ja OMX Stockholmin alaisuuteen kuuluva Helsingin-lista suomalaisia osakkeita varten aloitti toimintansa kesällä 2007. (Numminen 2007.) Lokakuussa 2011 First Northissa kaupankäynnin kohteena oli yhteensä 128 eri toimialan yritystä (First North internetsivut 2011 b).

First Northissa käydään kauppaa osakkeilla ja muilla rahoitusvälineillä samaan tapaan reaaliajassa kuin säännellyillä markkinoilla sen infrastruktuurin ja jakeluverkoston ollessa yhtenäinen Pohjoismaisen pörssin kanssa. Monenkeskisenä kauppapaikkana se ei kuitenkaan omaa EU-direktiivien mukaisen säädellyn markkinapaikan juridista asemaa ja siten sitä koskee lainsäädännöllisesti vain mitä säädetään monenkeskisestä kaupankäynnistä EU-direktiiveissä kansallisia vaatimuksia mukaillen. Säännellystä markkinasta eroten, kauppapaikka ei siten ole virallinen pörssilista ja yhtiöt jotka hakeutuvat First Northiin eivät myöskään ole varsinaisia pörssinoteerattuja yhtiöitä. (First North internetsivut 2011 a.)

Markkinapaikka on erityisesti suunnattu ja tarkoitettu pienille ja kasvuvaiheessa oleville yrityksille, jotka tarvitsevat pääomaa ja rahoitusta, mutta eivät kykene tai halua kokonsa tai muiden syiden vuoksi listautua viralliseen pörssiin (First North internetsivut 2011 a). Sen olemassaolo on perusteltua, koska se alentaa edellä mainittujen yritysten listautumiskynnystä ja helpottaa niiden pääsyä sekä pohjoismaisille, mutta myös maailmanlaajuisille pääomamarkkinoille toimien mahdollisena esivaiheena ennen viralliselle pörssilistalle siirtymistä (HE 59/2007).

First North soveltuu erityisesti pienempien yritysten tarkoituksiin, sillä sen lainsäädännölliset vaatimukset ja muut edellytykset ovat selvästi matalammat ja yrityksille tarjotaan huomattavia huojennuksia ja helpotuksia pörssilistojen tiukkoihin velvollisuuksiin verrattuna. Yksi keskeinen huojennus on, että First North yhtiöt (lukuun ottamatta First North Premier -segmentti) ovat vapautettuja IFRS -tilinpäätösstandardien noudattamisvelvollisuudesta. Helpotukset ja huojennukset eivät kohdistu yrityksiin vain välittömässä rahallisessa muodossa vaan myös epäsuorasti erinäisten lisäkustannuksia synnyttävien vaatimusten ja velvoitteiden karsimisen kautta. Siten markkinapaikka on myös näille yrityksille huomattavasti edullisempi ja kustannustehokkaampi vaihtoehto pörssilistautumiseen nähden. Päälistaan verrattuna kauppapaikalle hakeutuminen ei ole myöskään ajallisesti yhtä pitkä ja vaativa prosessi. (First North internetsivut 2011 a.)

Kevyemmistä vaatimuksista huolimatta, First Northissa liikkeeseenlaskijat ovat kuitenkin First North Nordic -sääntöjen alaisia, joissa määritetään yksityiskohtaisesti First Northiin kaupankäynnin kohteeksi ottamisen vaatimukset ja edellytykset, tiedonantovelvollisuudet, hyväksytyn neuvonantajan toimet, kaupankäyntisäännöt ja jäsenyysehdot, kurinpitoseuraamukset ja sopimuksen irtisanomisiin liittyvät kohdat sekä muut yleiset määräykset. Sääntöjen noudattamista valvoo yhdessä Pohjoismaisten pörssien kanssa yhtiölle määrätty hyväksytty neuvonantaja (Certified Advisor). Neuvonantajalla tulee olla voimassa oleva sopimus pörssin kanssa, joka vahvistaa hänen pätevyytensä ja pörssin hyväksynnän tehtävän hoitamista kohtaan. (First North Nordic -säännöt 2011.)

Hyväksytyn neuvonantajan ristiriitaiseen asemaan kohdistuvasta kritiikistä huolimatta, Ruotsissa markkinapaikka on saavuttanut suurta suosiota listan koostuessa lähes 80 prosenttisesti ruotsalaisyrityksistä. Varainsiirtoveron poistuttua First Northissa tehtäviltä osakekaupoilta sekä päivitetyn Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin tultua täytäntöön marraskuussa 2007, First North listalle odotettiin liittyvän suuri joukko uusia suomalaisia yrityksiä ainakin tietotekniikkaan ja median toimialoilta. (Numminen 2007.) Odotukset ovat jääneet kuitenkin täyttämättä, sillä vain kolme suomalaista yritystä on hakeutunut kauppapaikalle koko reilun neljän vuoden toimintahistorian aikana. Alkuvaiheessa hidastavana tekijänä on vääjäämättä ollut lainsäädäntö ennen tarpeellisten lakimuutosten voimaantuloa, mutta myös yleinen heikko maailmantaloudellinen tilanne ja laskusuhdanne ovat todennäköisesti vaikuttaneet rauhoittavasti suomalaisten yritysten halukkuuteen listautua First Northiin.

Tutkimuksen päätavoitteena on kuvata ja analysoida yritysten keskeisiä motiiveja ja syitä hakeutua monenkeskiselle First North -kauppapaikalle ja verrata onko motiivit yhtäläisiä aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa esitettyjen virallisten pörssiyritysten listautumismotiivien kanssa. Listautumismotiivien tutkiminen on erityisen merkityksellistä ja kiinnostavaa suomalaisesta näkökulmasta. Elinkeinoelämän keskusliiton ja Helsingin pörssin teettämässä suhteellisen tuoreessa listautumiskyselyssä Toivola (2010) selvitti yritysten näkemyksiä listautumiskynnyksistä. Tärkeä esille tullut havainto selvityksessä oli, että Suomessa voimakkaasti kasvuhakuisia yrityksiä selvityksen mukaan on lähes neljännes. Nämä yritykset olisivat hyvin potentiaalisia listautujia vaihtoehtoiselle First North kauppapaikalle, mutta tähän mennessä (27.10.2011) sinne on hakeutunut vain kolme suomalaista yritystä. First North vaihtoehtoa ei myöskään

tunneta riittävän laajasti yritysten keskuudessa, sillä 63 prosenttia vastaajista ei tuntenut kauppapaikkaa lainkaan tai ei osannut sanoa siitä mitään. (Toivola 2010.) Tiedon ja tiedotuksen puute sekä virheelliset mielikuvat näyttäisivät olevan tällä hetkellä eniten jarruttavia tekijöitä siinä, että kauppapaikalle ei ole hakeutunut uusia suomalaisia yrityksiä.

Viime vuosien vähäinen listautumisinnokkuus sekä First Northiin että viralliseen pörssiin on laajemmassa mittakaavasta tarkasteltuna koko Pohjoismaisten pääomamarkkinoiden tulevaisuuden ja elinvoimaisuuden kannalta sekä yritysten rahoitusmahdollisuuksien säilyttämisen osalta hyvin tärkeä asiakokonaisuus. Pienien, kasvuvaiheessa olevien yritysten osalta vaihtoehtoiset kasvumarkkinapaikat kuten First North toimivat mahdollistajan roolissa, jonka myötä pienemmät yritykset saavat mahdollisuuden kasvaa ja kehittyä rauhassa kevyemmin säädellyssä ympäristössä. Kansantaloudellisesti kasvu edistää talouden elpymistä ja synnyttää uusia työpaikkoja. Toiminta osana suurta Nasdaq OMX -konsernia mahdollistaa First North yrityksille skaalaetujen hyödyntämisen esimerkiksi suuremman sijoittajakunnan tavoittamisen muodossa kuitenkin siten, että kansalliset ja paikalliset kriteerit tulevat huomioon otetuksi. (Selosmaa 2007.)

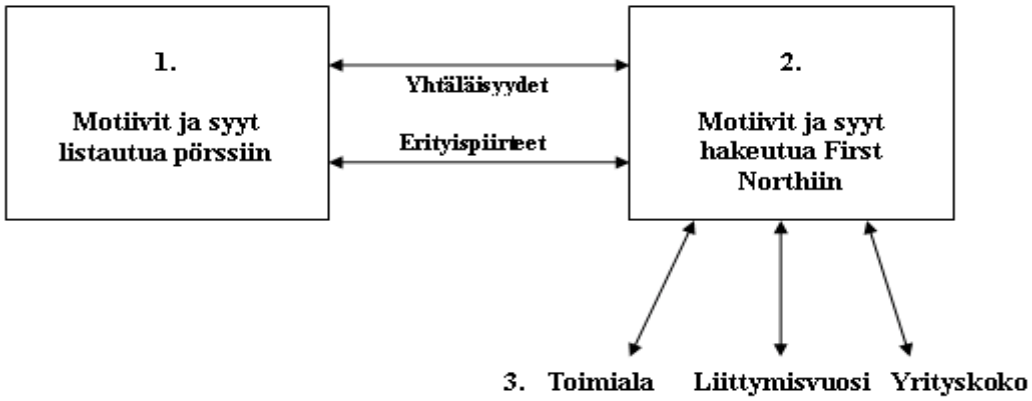
Listautumismotiiveja analysoimalla voidaan lisätä tärkeää tietoa aiheesta, joka antaa yrityksille oikeita perusteita ja realistisia odotuksia listautumisen suhteen. Lisääntyvä uusi tieto voi osaltaan rohkaista toimintansa alkuvaiheessa olevia pieniä suomalaisia kuin myös muiden maiden yrityksiä enemmässä määrin mukaan First Northiin ja myöhemmin jopa mahdollistaa varsinaiseen pörssiin siirtymisen. Vaikutukset voisivat siten heijastua myös virallisen pörssin suuntaan. Merkittävät tutkimustulokset listautumismotiiveista voivat myös osaltaan antaa arvoa ja tukea päättäjiä rahoitusmarkkinoiden kannalta oikeiden ja tarkoituksenmukaisten päätösten tekemisessä, jotta yrityksille luodaan jatkossakin kannustava toimintaympäristö. Aihealueen ajankohtaisuus luo käytännön kontribuutioarvoa erityisesti pienille kasvuvaiheessa oleville yrityksille, mutta myös kokonaisvaltaisesti kansantaloudelle ja talouselämälle.

1.2 Tutkimustavoite, tutkimuskysymykset ja rajaukset

Tutkimuksen keskeisenä tavoitteena on vastata alla esitettyihin ja määriteltyihin tutkimuskysymyksiin, joissa monenkeskistä kauppapaikkaa First Northia tarkastellaan suhteessa säänneltyihin markkinapaikkoihin eli virallisiin pörssilistoihin.

Tutkimuksen keskiössä on seuraavat tutkimuskysymykset:

1. *Mitkä ovat kirjallisuudessa ja aikaisemmissa tutkimuksissa esitetyt keskeiset motiivit ja syyt listautua pörssiin?*
2. *Mitkä ovat First North yritysten raportoimat keskeiset motiivit ja syyt hakeutua kauppapaikalle?*
   - *Mitä yhtäläisyyksiä motiiveissa ja syissä on havaittavissa suhteessa pörssilistautumismotiivien kanssa ja miksi?*
   - *Mitä erityispiirteitä motiiveissa ja syissä on havaittavissa suhteessa pörssilistautumismotiivien kanssa ja miksi?*
3. *Onko liittymisvuodella, toimialalla ja yrityskoolla (mitattu liikevaihdolla) merkitystä First North yritysten raportoimien merkittävämpien motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen?*



Kuvio 1 Tutkimuskysymykset kuviona

Tutkimustavoitteen saavuttamiseksi on tarpeen määritellä teoreettisesti aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa keskeisesti raportoituja mahdollisia listautumismotiive- ja ja -syitä pörssiyritysten osalta. Teoreettisen viitekehyksen pohjalta muodostetaan kä-

sitys siitä miksi yritykset hakeutuvat First Northiin analysoimalla yritysten raportoimia keskeisiä motiiveja ja syitä hakeutua vaihtoehtoiselle kauppapaikalle sekä kauppapaikan osalta esiintyviä listautumisen erityispiirteitä. Teoriasidonnaisena vertailevana tutkimuksena, raportoituja motiiveja verrataan pörssilistautumismotiiveihin siten, että tutkitaan onko omat havainnot eli First North yritysten raportoimat motiivit yhtäläisiä aiemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa havaittujen pörssilistautumismotiivien kanssa. Yhtäläisyyksien ja erityispiirteiden osalta analysoidaan tarkemmin mistä ne voisivat johtua.

Täydentävän varianssianalyysin avulla tutkitaan yksityiskohtaisemmin eroavatko First North yritysten tärkeimpinä pidettyjen eli merkittävämpien motiivien ja erityispiirteiden keskiarvot toisistaan liittymisvuosimuuttujan, toimialamuuttujan ja yrityskokomuuttujan (mitattu liikevaihdolla) eri luokissa eli onko eri selittäjillä merkitystä merkittävämpien motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen. Uudehko tieto ja tutkimustulokset voivat lisätä ymmärrystä aiheesta, joka antaa yrityksille oikeita perusteita ja realistisia odotuksia listautumisen suhteen ja voi rohkaista uusia yrityksiä yhä aktiivisemmin hakeutumaan kauppapaikalle.

Tutkimuksessa keskitytään tarkkaan rajattuun ilmiöön, jonka keskipisteenä ovat yritysten motiivit ja syyt hakeutua vaihtoehtoiselle First North kauppapaikalle, sillä aihealuetta on tutkittu toistaiseksi vielä hyvin niukasti. Motiiveja suhteutetaan yleismaailmallisiin pörssilistautumismotiiveihin ja -syihin ja siten tutkimuksen kannalta ei ole tarkoituksenmukaista käsitellä niitä yksityiskohtaisemmin eri pörssien osalta tai välillä. Pääpaino on osakeanneissa muiden velkainstrumenttiantien jäädessä tutkimuksessa vähemmälle huomiolle. Tutkimuksessa pidättäydytään yksityis-sektorin puolella erityisesti yritysten tasolla, jolloin luonteeltaan ja toiminnaltaan hyvin erilainen julkinen sektori jää tarkastelun ulkopuolelle.

Tutkimuksen ulkopuolelle rajautuvat myös suositut ja jo paljon aikaisempaa tutkimusta osaltaan saaneet kestoaiheet kuten esimerkiksi listautumisen hinnoitteluun ja erityisesti alihinnoitteluun liittyvät kysymykset. Tutkimuksen piiriin eivät kuulu myöskään yksityiskohtaiset tarkastelut listautumiseen liittyvistä hyödyistä ja haitoista eli kustannuksista eikä syyt välttää listautumista. Rajaukset koskevat myös aihealueita, jotka käsittelevät miksi tietyt vuodet ovat suosittuja listautumisvuosia ja toiset taas houkuttelevat vähem-

män yrityksiä pörssiin tai vaihtoehtoiselle markkinapaikalle ajoituskysymyksiä lukuun ottamatta. Tutkimuksen tavoitteen kannalta on myös tarpeetonta tarkastella pääjärjestäjän valintaa tai listautumisprosessin tarkkoja vaiheita laajemmassa mittakaavassa kuten ei myöskään, sitä miten listautuminen on vaikuttanut yrityksen suorituskykyyn listautumisen jälkeen.

1.3 Tutkimusote

Käsillä oleva tutkimus on yrityksen taloustieteissä yleisesti käytetyn Neilimon ja Näsin (1980) tutkimusotteiden mallista lähimpänä nomoteettista lähestymistapaa. Nomoteettisen lähestymistavan lisäksi tyypittely käsittää käsiteanalyyttisen, päätöksentekometodologisen, toiminta-analyyttisen ja myöhemmin Kasasen, Lukan ja Siitosen (1991) lisäämän konstruktiivisen tutkimusotteen.

Nomoteettisen tutkimusotteen juuret ovat positivismissa ja sen keskeisiä tunnusmerkkejä ovat luonnontieteenomaisuus, säännönmukaisuus, yleistäminen, tosiasiat eli faktat ja kausaalisten syy-seuraussuhteiden selittäminen. Tutkimusote voidaan ymmärtää positivismin tutkimuskäytännöllisenä sovellutuksena, jonka tavoitteena on yleistäminen ja lainalaisuuksien löytäminen sekä ilmiöiden kuvaaminen, selittäminen sekä ennustaminen. Selittämisellä on keskeisen sija, joka useimmiten ilmenee lainomaisuuksien esittämisenä. Lisäksi konstruoidaan hypoteeseja, joiden paikkansapitävyyttä testaan laajalla kvantitatiivisella aineistolla. Nomoteettisille tutkimuksille on ominaista myös se, että niissä yleensä pidättäydytään arvokysymyksistä sekä normatiivisista lopputuloksista ja tutkijan suhde tutkimuskohteeseen on monesti ulkoinen ja neutraali, objektiivisuuden varmistamiseksi. (Neilimo & Näsi 1980.)

Muiden nomoteettisten tutkimusten tapaan, käsillä oleva tutkimus rakentuu sekä teoreettisesta eli käsitteellisestä että empiirisestä osasta. Teoreettinen osa pitää sisällään peruskäsitteiden määrittelyä ja yhdistämistä havaintomaailmaan. Teoreettisella viitekehyksellä on tutkimuksessa korostunut merkitys, koska sitä hyödynnetään myöhemmin empiriassa. Analyysit toteutetaan laadullisten ja kvantitatiivisten menetelmien yhdistelmänä. Kvantitatiivisessa analyysiosiossa kehitetään keskeisiä hypoteeseja, joiden paikkansapitävyyttä koetellaan ja verifioidaan. Tutkimuksen päätavoitteena on kuitenkin selittää, kuvata ja tulkita kvalitatiivisin menetelmin syy-seuraussuhteita eli motiiveja

ja syitä hakeutua First North kauppapaikalle. Tutkija pidättäytyy suosituksia antavasta normatiivisesta lähestymistavasta ja suhde tutkimuskohteeseen on pääasiallisesti ulkoinen ja neutraali.

1.4 Tutkimusraportin rakenne

Tutkimus koostuu kahdesta keskeisestä kokonaisuudesta, teoriasta ja empiriasta. Johdanto- ja teorialukuja ovat 1-2 ja empiria alkaa luvusta 3. Tutkimuksen ensimmäisen luku johdatteli aiheeseen ja esitteli sen merkityksen, tutkimustavoitteen, -kysymykset ja keskeiset rajaukset, tutkimusotteen sekä tutkimuksen rakenteen. Toisessa luvussa muodostetaan teoreettiset viitekehykset aikaisempiin tutkimuksiin ja kirjallisuuteen perustuen, jotka käsitelevät listautumismotiiveja ja -syitä pörssien osalta. Seuraavassa luvussa kuvataan ensin aineisto ja sen keruu, sitten tutkimusaineiston käsittely- sekä analysointimenetelmät ja arvioidaan lopuksi tutkimuksen reliabiliteettia ja validiteettia. Neljännessä luvussa tarkastellaan empiirisiä tutkimustuloksia eli First North yritysten keskeisiä motiiveja ja erityispiirteitä kauppapaikalle hakeutumiselle sekä kvantitatiivisin - että kvantitatiivisin menetelmin. Viimeisessä luvussa tehdään yhteenveto ja muodostetaan johtopäätökset sekä pohditaan muutamia mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita.

2 TUTKIMUKSEN TEOREETTINEN VIITEKEHYS

2.1 Aikaisemmat tutkimukset ja kirjallisuus listautumismotiiveista

Aikaisempien First Northin kaltaisten markkinapaikkoja käsittelevien tutkimusten ja tutkimustulosten ollessa tutkijan ulottumattomissa, rakennetaan tutkimuksen teoreettinen viitekehys säänneltyjen markkinoiden eli pörssilistojen mahdollisiin listautumismotiiveihin ja -syihin perustuen. Virallisten pörssien osalta löytyy paljon kirjallisuutta ja aikaisempia tutkimuksia listautumispäätökseen vaikuttavista tekijöistä, mutta syvällisemmin listautumiseen liittyviin syihin ja motivaatiotekijöihin on pureuduttu empiirisesti rajallisemmin.

Merkittävämmät tutkimukset tältä saralta ovat vuonna 1998 italialaisella aineistolla toteutettu Paganon, Panetan sekä Zingalesin tutkimus sekä Rydqvist ja Högholmin vuonna 1995 suorittama ruotsalaisten perheyritysten listautumismotiivien analysointitutkimus. Tuoreimpia tutkimuksia ovat vuodelta 2009 Bancel ja Mittoonin sekä vuodelta 2006 Brau ja Fawcettin tutkimukset, missä molemmissa selvitetään kyselytutkimuksen muodossa, ensimmäisessä eurooppalaisilta ja jälkimmäisessä yhdysvaltalaisilta talousjohtajilta, motivaatiotekijöitä listautumiselle ja vertaillaan esitettyjä näkökulmia akateemiseen teoriaan. Muita keskeisiä näkemyksiä tarjoavat muut aihealueen tutkijat.

Pitkälti 1980-luvun alkupuolelle asti vallitseva perinteinen ajattelutapa käsitteli pörssilistausta tietynlaisena luonnollisena vaiheena yrityksen kehityskaaressa. Yrityksen saavutettuaan tietyn kokoluokan tai vaiheen toimintahistoriassaan, listautumista pidettiin seuraavana luonnollisena askeleena. Koska kaikki suuretkaan yritykset eivät kuitenkaan koskaan hakeudu julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on listautumista sopivampaa tarkastella ennemminkin valintakysymyksenä kuin tietynlaisena luonnollisena vaiheena yrityksen elinkaaressa. (Pagano, Panetta & Zingales 1998, 27-28)

Listautumisratkaisun ollessa hyvin monimutkainen ja monitahoinen päätös ja sen lisäksi aina yrityskohtainen, kaikkien mahdollisten motivaatiotekijöiden täydellinen huomiointi on hyvin haasteellista. Tämän lisäksi myös kaikkien olennaisten motivaatiotekijöiden täysin suoraviivainen luokittelu tai ryhmittely omiin kategorioihin ja kaikenkattava

ryhmittely on jokseenkin hankalaa jo siitä syystä, että tekijät ovat osittain toisiaan täydentäviä, mutta myös sen lisäksi toisistaan riippuvaisia. Syyt ja motiivit eivät ole myöskään aina täysin keskenään poissulkevia, suoraviivaisia eikä tyhjentäviä, koska mikään motiivi tai syy ei todennäköisesti ole yksinään järin ylivoimainen päätöksen perustaksi vaan lopulliseen päätökseen vaikuttavat monet tekijät, joiden hyötyjen ja haittojen välillä yritys puntaroi.

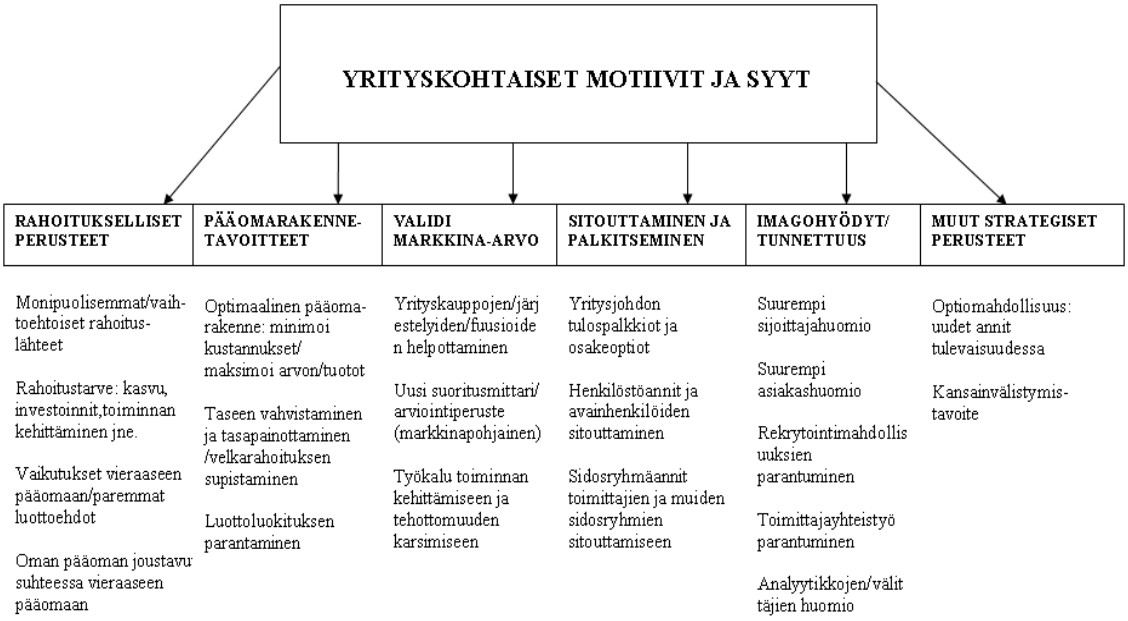
Näistä piirteistä huolimatta merkittävämmät aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa esitetyt mahdolliset listautumismotiivit ja -syyt esitetään seuraavaksi jaoteltuna kolmeen ydinryhmään: yrityskohtaiset listautumismotiivit ja -syyt, omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit ja -syyt sekä yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ja -syyt. Eri tekijöiden ryhmittely perustuu tutkijan omaan luokitukseen ja ne muodostavat tutkimuksen viitekehykset, joihin tukeudutaan kun teoriasidonnaisesti analysoidaan ja muodostetaan synteesi First North kauppapaikan listautumismotiiveista ja -syistä myöhemmässä empirialuvussa 4.

2.2 Yrityskohtaiset listautumismotiivit ja -syyt

Yrityskohtaiset listautumismotiivit ja -syyt ovat tekijöitä, jotka ensisijaisesti hyödyttävät ja palvelevat yritystä. Täysin uusista liikkeelle lasketuista osakkeista (primary offering) yleisölle merkittäväksi syntyneet varat ja pääomat yritys voi sijoittaa omiin käyttötarpeisiinsa. Rahoituksellisesti pääomaa voidaan tarvita käyttöpääomana lyhtyaikaisiin ja juokseviin menoihin, mutta yleisempi käyttökohde ovat investoinnit eli pitkäaikaiset tuotannontekijämenot. Yrityksen motivaatio hakeutua julkisen kaupankäynnin kohteeksi ei kuitenkaan rajoitu rahoitustarpeeseen tai muihin rahoituksellisiin näkökulmiin, sillä pörssinoteeraus voi olla lähtökohdiltaan myös strateginen ratkaisu, jolla yritys tavoittelee esimerkiksi imagohyötyjä tai esimerkiksi yrityskauppojen tekemisen helpottamista tulevaisuudessa. (Bancel & Mittoo 2009.) Näin ollen noteerauksen suunnittelulle voi olla olemassa myös implisiittisiä yhteyksiä, joiden toteutumista yritys tavoittelee listautumisellaan.

Seuraavalla sivulla oleva kuvio 2 (viitekehys 1) esittää kootusti keskeiset pörssiyritysten mahdolliset yrityskohtaiset listautumismotiivit ja -syyt, jotka on raportoitu aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuuslähteissä. Ryhmittely ei ole täysin suoraviivainen, sillä moninaiset tekijät vaikuttavat toisiinsa ja ovat toisistaan vahvasti riippuvaisia. Tästä

huolimatta kahden ensimmäisen alaluokan (rahoitukselliset perusteet ja pääomarakennetavoitteet) tekijät kuuluvat kokonaisuudessaan rahoituksellisiin motiiveihin ja loput neljä ryhmää muodostavat strategiset motiivit. Näitä erilaisia motiiveja tarkastellaan seuraavissa luvuissa yksityiskohtaisemmin.



Kuvio 2 Yrityskohtaiset listautumismotiivit ja –syyt (Viitekehys 1)

2.2.1 Rahoitukselliset perusteet ja tavoitteet

Rahoitukselliset perusteet ja tavoitteet liittyvät suoranaisesti yrityksen rahoittamiseen, rahoitustarpeisiin ja muihin rahoitusnäkökulmiin. Yhtenä universaalina rahoituksellisena syynä yrityksen halukkuuteen listautua pidetään yrityksen pääsyä alkuperäisten omistaja-yrittäjien varallisuutta, vieraan pääomanehtoista rahoitusta ja tulorahoitusta monipuolisemmille rahoituslähteille. Muut rahoituskanavat ovat voineet ehtyä tai muuten vain olla yrityksen ulottumattomissa. Listautuminen tuo rahoituslähteisiin lisää vaihtoehtoja. Ylipäänsä rahoituksen hankintaedellytysten sekä rahoitusaseman parantuminen siten, että pääomat eivät rajoitu pelkästään yhteen tai muutamaan rahoitusmuotoon, ovat tärkeitä tekijöitä listatutumispäätöstä tehtäessä. Listaus vähentää rahoituksellista riippuvuutta muista rahoitusmuodoista ja aikaansaa joustavuutta yrityksen rahoitusrakenteeseen. Rahoituksen saatavuus paranee, sillä ulkopuolisten sijoittajien on helpompi sijoittaa listattuihin kuin noteeraamattomiin yrityksiin. (Pagano ym. 1998; Weisbach & Kim

2008; Bancel & Mittoo 2009.) Listauksen keinoin yritys saa uutta pääomaa käyttöönsä, jota se voi käyttää esimerkiksi uusiin investointikohteisiin.

Rahoitustarvelähtöisyys, eli niin uusien innovaatioiden, investointihankkeiden kuin myös välittömän että pitkäaikaisemman kasvun rahoittaminen, esitetään monissa aikaisemmissa tutkimuksissa merkittävimpinä listautumissyinä. Myös kasvunäkymien parantaminen, nopean kasvun saavuttaminen toimialan sisällä, orgaaninen laajentamistoiminta tai toiminnan kehittäminen uusille markkina-alueille mentäessä voivat toimia tärkeinä perusteina. (Jääskeläinen 1991; Mikkelson, Partch & Shah 1997; Maksimovic & Pichler 2001; Brau & Fawcett 2006; Bancel & Mittoo 2009.) Koska kasvuun tarvittavat investoinnit ovat usein merkittäviä, tulorahoitus ei yleensä yksinään ole riittävä rahoitusmuoto. Keskeisenä lähtökohtana on kuitenkin se, että suunnitellun investoinnin odotetut tuotot ylittävät pääoman kustannukset ainakin pitkällä aikavälillä (Modigliani & Miller 1958).

Weisbach ja Kim (2008) raportoivat, että lähes kaikki yritykset heidän tutkimuksessaan toteuttivat pääsääntöisesti uusista osakkeista koostuvan, tuntuvan kokoisen annin listautumisen yhteydessä. Pääomat ohjautuivat tutkimuksen mukaan etupäässä uusien investointien rahoittamiseen muiden pitkäaikaisten projektien rinnalla. Muita keskeisiä rahoituksellisia tavoitteita olivat niin toimintamahdollisuuksien turvaaminen kuin myös toiminnan kehittäminen, sillä listautumisen yhteydessä kerättyjä varoja käytettiin myös suurissa määrin erilaiseen tutkimus- ja kehitystoimintaan. Kaikkia varoja ei kuitenkaan käytetty heti vaan niiden käyttö jakautui pitemmälle aikavälille lukuisiin eri projekteihin, sillä monet yritykset säilyttivät listautumisen jälkeen osan listautumisannin pääomasta käteisvaroina. (Weisbach & Kim 2008.)

Ruotsalaisten perheyritysten kohdalla lähestulkoon puolet mainitsee listautumisesitteissä motiiviksi joko välittömän kasvun tai tulevan kasvun rahoittamisen esimerkiksi yritysvaltauksin listautumisen yhteydessä kerrytetyllä pääomalla. Raportointi on kuitenkin jokseenkin ristiriitaista aiemmassa tutkimuksessa esitettyjen yksityiskohtien kanssa, koska keskimäärin ruotsalaisten listautuneiden yrityksien ikä on korkea (38 vuotta) ja niiden kasvuaste on kaiken kaikkiaan hyvin maltillinen (26,5 %) koko listautumista seuranneen seitsemän vuoden tarkasteluperiodin aikana. (Rydqvist & Högholm 1995.) Näiden tutkimuksien perusteella näyttäisi oman pääomanehtoisten varojen hankinnan taus-

talla olevan kyse uusien investointien tai projektien toteuttamisesta, millä pyritään parantamaan yrityksen elinvoimaisuutta ja turvaamaan yrityksen toimintaedellytykset.

Julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakeutuminen voi olla myös välillistä, jolloin tavoitteena on vaikuttaa vieraaseen pääomaan edistämällä sen hankkimista sekä alentamalla velkarahan kustannuksia. Rajan (1992) mainitsee, että listautumisen seurauksena lainaehdot voivat muuttua yrityksen kannalta suotuisammaksi. Yritykselle voidaan myöntää aikaisemmin solmituissa pankki- tai luottolainoissa alhaisempi lainakorko, koska lisääntynyt ulkopuolinen kilpailu lainanantajien kesken antaa yritykselle paremman neuvotteluvoiman velkojien kanssa (Rajan 1992). Muiden rahoitusvaihtoehtojen olemassaolo laskee siis lainakustannuksia, koska vaihtoehdot lisäävät kilpailua sekä lainanantajien kesken että myös eri rahoituskanavien välillä.

Agenttiteorian mukaan osakkeenomistajien ja velkojien konfliktit tai esimerkiksi velkojan lisääntynyt monitoroinnin tarve voi synnyttää agenttikustannuksia, jolloin velkoja voi nostaa tuottovaatimustaan sekä kiristää velkasopimukseen sisältyviä ehtoja (Jensen & Meckling 1976). Listautumisella voidaan vähentää agenttikustannuksia, koska yrityksestä on entistä enemmän julkista informaatiota saatavilla lisääntyneen tiedonantovelvoitteen johdosta. Edullisemmat lainaehdot voivat siten syntyä myös sen seurauksena, että listautuminen velvoittaa yritystä tarkempaan ja yksityiskohtaisempaan avoimeen tiedonantoon. Tämän perusteella lainanantajien on helpompi luokitella yrityksen riskiprofiili ja luottokelpoisuus, eli luotettavuus lainojen takaisinmaksussa. Tällöin kustannussäästöt tiedon hankinnasta voidaan vyöryttää asiakkaalle edullisempana lainana. (Pagano ym. 1998.)

Velkoja voi myös laskea lainakustannuksia, jotta kasvava yritys myös vastaisuudessa suosisi sitä yhteistyökumppanina lainatarpeissa muiden lainanantajien sijaan (Rajan 1992). Pankkien ja rahoituslaitosten näkökulmasta listautuneet yritykset ovat ilmiselvästi turvallisempia lainaajia, koska ne alentavat vipuvoimaansa, eli velkaantumisaste laskee oman pääoman määrän kasvaessa (Pagano ym. 1998). Korkeamäen ja Koskisen (2009) mielestä pörssilistaus viestii yrityksen laadusta, minkä seurauksena velkarahoituksen ehdot voivat parantua julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakeutuvassa yrityksessä.

Paganon ym. (1998) tutkimustulokset vahvistavat edellä esitetyn Rajan (1992) näkemyksen lainaehtojen muuttumisesta suotuisammaksi listauksen seurauksena. He havaitsivat tilastollisesti merkittävän suhteellisen laskun lainakustannuksissa (30-55 BPS) italialaisten yritysten listautumisvuotena sekä sitä seuraavan kolmen vuoden aikana. Heidän laskelmiensa mukaan alhaisemman luoton kustannukset ovat hyvin merkityksellisiä, koska pysyvät säästöt niissä ylittävät keskimäärin välittömät listautumiskustannukset. Tuoreelle pörssiyritykselle lainaa tarjoavien pankkien lukumäärä myös nousi listautumisen seurauksena ja velkarahoitusta oli paremmin saatavilla aikaisempaan tilanteeseen verrattuna. Tämä laajempi rahoituspohja tuo rahoitusrakenteeseen joustavuutta ja siten edistää nopeamman reagoinnin markkinoiden mahdollisuuksiin esimerkiksi tapauksessa, jossa markkinoiden muuttunut tilanne edellyttäisi lisäinvestoinnin tekemistä. (Pagano ym. 1998.) Se myös mahdollistaa sen, että yritys voi paremmin varautua mahdollisiin tulevaisuudessa esiintyviin toimialajärjestelyihin tai rakennemuutoksiin (Jääskeläinen 1991). Pörssinoteeraus on siten erityisen vetovoimainen vaihtoehto yrityksille, jotka maksavat korkeaa korkoa lainoistaan pankki- ja muille rahoituslaitoksille.

Sijoittajan yhtiöön investoiman osakepääoman hinnaksi muodostuu sijoittajan tuottovaatimus riskipreemioineen sekä osakkeelle maksettava korvaus eli osinkotuotto. Vaikka sijoittajat vaativatkin pääsääntöisesti osakesijoitukselleen korkeampaa tuottoa kuin riskittömälle kohteelle suuremman riskin takia, ei yritys ole huonoina tuloksentekovuosina velvoitettu maksamaan omasta pääomasta ollenkaan osinkoa osakkeenomistajilleen. Tuottoa pääomalle sijoittajat voivat odottaa saavan ensisijaisesti osakkeiden arvonnousun kautta. (Jääskeläinen 1991.)

Sen sijaan velkarahoituksen korot ja lyhennykset ovat pakollisia velvoitteita, riippumatta siitä, onko liiketoiminta ollut kalenterivuotena tappiollista vai voitollista. Vieraan pääoman velkoja on aina myös etuasemassa osakeomistajaan nähden saatavien perinnässä. Yritys voi siten suosia listautumista ja osakeannin kautta kerättyä oman pääomanehtoista pääomaa, koska korkovelvoitteet ovat minimoitavissa. Lisäksi yritys voi paremmin myös välttää korko- ja rahoitusriskejä tai toiminnallisia uhkia, kuten esimerkiksi luotto-ongelmia, maksuvalmiuskriisiä tai konkurssikustannuksia, jotka voivat entisestään heikentää yrityksen toimintaedellytyksiä. Lainarahoituksen lisääminen voi kasvattaa yrityksen taloudellista ahdinkoa erityisesti silloin jos yrityksellä ei ole vakuuksia,

koska lainanantajat vaativat korkeampaa korkoa suuremman riskin tai korkean velkaantumisasteen vuoksi. (Jääskeläinen 1991.)

2.2.2 Pääomarakennetavoitteet ja velkarahoituksen supistaminen

Pääomarakennetavoite tarkoittaa sitä, että yritys tavoittelee tiettyä suhdetta vieraan ja oman pääoman välillä. Modiglianin ja Millerin vuonna 1958 kehittämän teorian mukaan täydellisessä ja kitkattomassa pääomamarkkinaympäristössä, missä ei ole mm. yritysveroja tai konkurssikustannuksia, pääomarakenne on merkityksetön ja optimaalista pääomarakennetta ei ole olemassa. Velkojen ja oman pääoman erien välisellä suhteella ei ole mitään vaikutusta yrityksen arvoon tai pääomakustannuksiin, eli yrityksen arvo ja pääomakustannukset ovat täysin riippumattomia yrityksen pääomarakenteesta. (Modigliani & Milleri 1958)

Modigliani ja Miller korjasivat myöhemmin propositiota ottamalla tarkemmin huomioon velan veroedut eli positiivisen yritysverotason sekä korkomaksujen vähennyskelpoisuuden verollisesta tulosta. Näissä olosuhteissa yrityksen pääomaa tulisi koostua lähes täysin vieraasta pääomasta. Modigliani ja Miller kuitenkin huomauttavat, että velan verohyödystä riippumatta yrityksien ei tulisi aina tavoitella enimmäismäärää velan määrässä. (Modigliani & Miller 1963.) Joka tapauksessa velan liioiteltu arvo ja oletukset rajattomasta velkatasosta aiheuttivat tutkijapiireissä kritiikkiä teorian pätevyydestä selittää todellisia ilmiöitä. Miller ja Modigliani itsekin myönsivät, että teoria on staattinen malli ja yksinkertaistus todellisuudesta ja teorian ulkopuolelle jäävät muut tekijät rajaavat sen kelpoisuutta. (Scott 1976.)

Todellisen maailman ollessa eriävä täydellisistä kitkattomista pääomamarkkinoista, on empiiristen tutkimusten avulla todistettu, että pääomarakenteella on tosiasiassa vaikutusta yrityksen arvoon ja pääomakustannuksiin. Uusiksi vahvemmiksi teorioiksi on nostettu trade off- ja agenttiteoriat, joiden mukaan on olemassa optimaalinen pääomarakenne eli velan ja oman pääoman suhde, jota rationaalisesti käyttäytyvät yritykset tavoittelevat. Teoriat tarkastelevat optimaalista ratkaisua velkapolitiikan lähtökohdista vertaamalla velkaan liittyviä vero- ja kannustinetuja velan erilaisiin konkurssi- ja agenttikustannuksiin, jotka vaikuttavat yrityksen arvoon. (Myers 1984.) Liiallinen velan määrä voi alentaa yrityksen arvoa, kun otetaan huomioon esimerkiksi konkurssin todennäköisyys

ja konkurssikustannusten nousu velan määrän kasvaessa. Tämä lisää oman pääoman osuutta rahoitusrakenteessa. Purkaakseen vipuvoimaa yritys tarvitsee myös osakkeiden liikkeelle laskemisesta syntyvää omaa pääomaa, jotta se kykenee yhdistelemään sopivissa määrin omaa ja vierasta pääomaa. Näin se voi saavuttaa optimaalisen pääomarakenteen, joka minimoi yrityksen pääomakustannukset sekä tehokkaimmin maksimoi yrityksen arvon ja/tai omistajien nettotuotot. (Modigliani & Miller 1958,1963; Scott 1976.) Vaikka yhtä ainoaa oikeaa pääomarakennetta ei olekaan olemassa, oikealla yrityskohtaisella ratkaisulla on mahdollista kasvattaa yrityksen arvoa.

Edellä esitettyjen teorioiden selitysvoimalle löytyy tukea lähivuosien empiirisistä tutkimuksista. Brau ja Fawcetin (2006) tutkimuksessa yli 40 prosenttia kyselyyn vastanneista yhdysvaltalaisista talousjohtajista piti pääomakustannusten minimointia ensisijaisen tai toissijaisen tärkeänä motivaatiotekijänä listautumiselle. Bancel ja Mittoon (2009) raportoivat yhdenmukaisen, 45 prosentin vastausprosentin ja vahvistavat teorioiden merkitystä listautumista selittävänä tekijänä. Jääskeläisen (1991) johtopäätöksen mukaan listautumista ei kannattaisi kuitenkaan toteuttaa ensisijaisesti pääoman hintaa koskevana ratkaisuna, sillä päätöksessä tulisi huomioida myös muita keskeisiä tekijöitä.

Noteeraamattoman yrityksen rahoitus on todennäköisesti vahvasti velkapainotteista varsinkin silloin kun muut rahoituslähteet ovat ulottumattomissa. Hyvin vahvasti velkapainotteisen yrityksen listautumismotiivina voi toimia myös yrityksen halu rajoittaa velkarahan määrää, sillä lainasopimuksiin voi sisältyä tiukkoja ehtoja velkojien suojaksi, jotka rajoittavat yrityksen liikkumavaraa ja ryhtymistä yrityksen kannalta kannattaviin toimenpiteisiin. Vieraan pääomanehtoista velkarahaa voidaan myös haluta rajoittaa, jotta tulot uusista projekteista saavuttavat kokonaisuudessaan osakkeenomistajat sen sijaan, että osa niistä jouduttaisiin maksamaan korkoina velkojille. Tämä osaltaan hillitsee osaoptimointi-toimintaa omistajien osalta, jolloin ali-investointi ja positiivisen nettonykyarvon omaavien projektien väliin jättäminen vähentyvät. (Graham ja Harvey, 2001.)

Arvopapereita liikkeelle laskemalla yritys kykenee ennen kaikkea vähentämään vipuvoimaansa, eli velkojen suhdetta koko pääomaan, eli toisin sanoen yritys kykenee nostamaan omavaraisuutta ja sopeuttamaan sekä tasapainottamaan pääomarakennetta, jolloin yrityksen vakavaraisuus kohenee (Rydqvist & Högholm 1995). Listauksella hae-

taan siis oman pääomanehtoisen rahoituksen lisäystä, joka parantaa yrityksen taserakennetta. Oman pääoman määrän kasvaessa velkaisuusaste alenee ja yrityksen rahoitusrakenne vahvistuu. Samanaikaisesti vähennetään niin asiakkaiden kuin myös toimittajien huolta konkurssiriskistä, koska velkaisuusaste ei pääse kohoamaan liian korkeaksi (Graham & Harvey 2001).

Pagano ym. vahvistavat edellä esitetyn näkökulman merkityksellisyyttä. He esittävät tutkimustuloksen vuodelta 1998, jonka mukaan yksityisten italialaisten yrityksien listautumismotiivina toimivat ensisijaisesti nimenomaan taseen tasapainottaminen ja vahvistaminen sekä yhtiökohtaisten tunnuslukujen parantaminen voimakkaan kasvuvaiheen ja suurten investointisuunnitelmien toteuttamisjakson jälkeen. Sen hetkisten tai myöhempien investointien eikä myöskään kasvun rahoittaminen ollut näillä yrityksillä tärkeä listautumissyy, sillä investointimenot pienenivät heti listautumisen jälkeen. Kohdeyritysten listautumista edelsi usein voimakas kasvu ja heikentynyt kannattavuus, joka antaa viitteitä siitä, että yritys on tehnyt suuria investointeja jo ennen listautumistaan. (Pagano ym. 1998,)

Mikkelson ym. (1997) mainitsevat, että Yhdysvalloissa vanhemmat vakiintuneet yritykset käyttävät listautumisannissa kerättyjä varoja nuorempiin yrityksiin verrattuna enemmän vanhojen velkojen lyhentämiseen ja korkosuorituksiin kuin suoranaisesti kasvun tai muiden pääomamenojen rahoittamiseen. Tällöin yritys pyrki suurella todennäköisyydellä kohentamaan pääomarakennettaan tai kattamaan osakepääomalla korkokuluja, johon sisäinen tulorahoitus on ollut riittämätöntä.

Bancelin ja Mittoonin (2009) tutkimustulos on samansuuntainen Mikkelsonin ym. (1997) kanssa, sillä yritykset raportoivat käyttävänsä listautumisannissa kerättyjä pääomia velkojen supistamiseen, jolloin velkarahoituksen määrä ja siten yrityksen velkaantumisaste laski olennaisilta osin ja yritys pystyi säilyttämään tavoitellun tavoitetason vieraan ja oman pääoman välillä. Myös yrityksen riskisyys sijoituskohteena laskee siksi, että yrityksen pääomarakenne jakautuu tasapainoisemmin omaan ja vieraaseen pääomaan. Sijoittajat puolestaan pitävät yritystä mielekkäämpänä sijoituskohteena, kun taloudelliset riskit ovat pienempiä ja lisääntyneen tiedonantovelvoitteen johdosta yrityksestä on saatavilla enemmän tietoa.

Ruotsalaisten perheyritysten listautumissyynä esiintyi lisäksi luottoluokituksen parantamisen motiivi (Rydqvist & Högholm 1995). Hyvä vakavaraisuus ja kohentunut luottoluokitus voi alentaa yrityksen lainapääoman kustannuksia mutta myös vastaavasti lisätä lainarahan saatavuutta, sillä lainanantajat edellyttävät yrityksiltä usein riittävää omarahoitusosuutta (Jääskeläinen 1991). Pankit ja muut lainanantajat voivat vastaavasti löyhentää kovenanttiehtojaan, kun yrityksen luottoluokitus paranee (Rajan 1992). Yrityksen listautumishyödyt voivat näin ollen osoittautua todellisuudessa monikertaisemmaksi.

2.2.3 Validi markkina-arvo yritysjärjestelyihin ja toiminnan kehittämisen tueksi

Pörssiyritysten markkina-arvo on arvioitavissa validin markkinamittarin eli osakkeen päivittäisen noteerauksen pohjalta. Joillekin yrityksille pörssilistauksen motiivina voi toimia se, että yritykselle syntyy sen yhteydessä käypä ja todennettavissa oleva markkinahinta tai -arvo ja osakkeiden likviditeetti paranee. Noteeraamattomien yksityisyritysten tarkasta arvosta voi olla suurta epävarmuutta ja erimielisyyttä eri sidosryhmien kesken. Täten markkina-arvon tai -hinnan määritys voi toimia esivaiheena myöhemmin tapahtuvalle yrityskauppaprosessille. (Zingales 1995.)

Strategista näkökulmaa laajentaen pörssinoteerauksen funktiona voi olla myös julkisen osakevaluutan muodostaminen, jota voidaan käyttää maksuvälineenä tulevissa yritysjärjestelyissä, jos yritys halutaan myydä tai sen on tarkoitus kasvaa muilla kuin orgaanisilla tavoilla synergiahyötyjä hyödyntäen. Yrityskauppojen ja fuusioiden toteuttaminen ja läpivienti vastaisuudessa voi helpottua, koska ne voidaan toteuttaa rahan sijasta esimerkiksi suunnatuilla osakeanneilla tai omien osakkeiden luovutuksilla. Luonnollisesti myös yrityskaupan hinnoittelu helpottuu ja erimielisyydet sekä ristiriidat kauppahinnasta ovat minimoitavissa, kun yrityksellä on jo valmiiksi olemassa käypä markkina-arvo, johon kaupan hinta voidaan pitkälti perustaa. Listautunut yritys voi myös selvemmin viestiä olemassaolostaan ja arvostaan yrityksen ulkopuolisille tahoille, sillä likviditeetti ja toiminnan läpinäkyvyys lisääntyvät huomattavasti listautumisen johdosta. Läpinäkyvyys paranee, sillä listautumisprosessiin osallistuu luotettavia tahoja, kuten investointipankki ja pörssi, jotka todistavat ja vakuuttavat yhtiön arvon oikeaksi. (Brau, Francis & Kohers 2003.) Yrityskauppojen lisäksi läpinäkyvyyden kohentuminen myös lisää luot-

tamusta yrityksen ja yhteistyökumppaneiden sekä myös muiden sidosryhmien välillä (Röell 1996).

Listautuminen tarjoaa otollisen keinon yrityskaupan toteuttamiselle erityisesti sellaisten yrityksien kohdalla, joiden olisi muuten vaikeaa löytää tai paikantaa potentiaalista ostajaa tai hankala signaloida riittävän uskottavasti yrityksen laadusta. Erityisesti korkean teknologia-alan yrityksille ja muille, joilla on tuntuvasti riskillistä aineetonta omaisuutta esimerkiksi patenttien, liikesalaisuuksien tai tavaramerkkien muodossa, perinteiset kirja-arvostukset ovat ongelmallisia. Listautuminen lisää yrityksen näkyvyyttä potentiaalisten ostajien keskuudessa mutta myös lieventää epäsymmetrisestä tiedosta johtuvia arvotusongelmia tai -haasteita. Siten myös haitallisen valikoitumisen kustannukset voidaan minimoida listautumisen keinoin. (Reuer & Shen 2003.)

Osakevaluutan muodostaminen tulevien yrityskauppojen helpottamiseksi osoittautui Brau ja Fawcettin (2006, 407) yhdysvaltalaisille talousjohtajille teettämän kyselyn pohjalta yhdeksi tärkeimmäksi listautumismotiiviksi, sillä lähes 60 prosenttia vastaajista piti syytä ensisijaisen tai toissijaisen tärkeänä. Reuer ja Shen (2003) lisäävät, että heidän näkemyksensä mukaan listautuminen on vääjäämättä halvempi tapa toteuttaa yrityskauppa tai -järjestely kuin suora yrityskauppa. Tämän he perustelevat sillä, että yrityskauppojen järjestelykustannukset, varainsiirtokustannukset ja kauppaosapuolen etsimisestä ja epäsymmetrisestä tiedosta aiheutuvat kustannukset ovat hyvin kalliita, yksittäisiä menoeriä listautumiskustannuksiin verrattuna huomioitaessa, että listautuminen voi tuoda monipuolisia hyötyjä pitkällä aikavälillä.

Julkista tietoa sisältävä osakehinta ja sen kurssikehitys kertovat markkinoiden arvion yhtiön nykyisestä tilasta ja tulevaisuuden odotuksista. Osakemarkkinoiden ainutlaatuinen kyky tuottaa tietoa nimenomaan tulevaisuuden odotuksista voi siten lisätä yrityksen listautumishalua, koska yritys voi parantaa omaa toiminnallista tehokkuuttaan, kun yrityksen käytettävissä ei ole pelkästään menneisyystietoon perustuvat kirjanpidon raportit ja laskelmat (Korkeamäki & Koskinen 2009, 10).

Osakehinnan ja sen muutostietojen perusteella yritysjohto saa käyttöönsä enemmän markkinapohjaista tietoa, jonka perusteella se voi yhdessä muiden sidosryhmien kanssa arvioida yrityksen toimintaa ja liikkeenjohdon tekemien päätöksien laatua. Toisin sano-

en markkinapohjainen tieto terävöittää päätöksentekoa, sillä yrityksen suorituskykyä ja toiminnallista tehokuutta voidaan arvioida yhä täsmällisemmin uuden suoritusmittarin avulla, joka perustuu osakkeen päivittäiseen noteeraukseen ja markkina-arvoon. Osakehinta antaa tietoa yrityksen arvostuksesta ja toimii arviointiperusteena, jota voidaan hyödyntää myös esimerkiksi erilaisissa investointiprojektin kannattavuusanalyyseissä ja vaihtoehtoiskustannuksia arvioitaessa. (Rydqvist & Högholm 1995.) Fischerin (2000) mielestä osakehinnan kautta yritys voi myös helpommin viestiä ja jopa paljastaa yksityistä ja sisäpiirin sisällä olevaa tietoa, jolloin epäsymmetrisestä informaatiosta syntyvät kustannukset pienenevät.

Eskelinen ja Räsänen (1995) muistuttavat, että julkisesti noteerattu osake ja sen kurssikehitys rohkaisee ja motivoi mutta tarvittaessa myös tuomitsee liikkeenjohdon toimet. Julkisena yhtiönä toimimisesta syntyvä ylimääräinen paine voi olla hyödyksi yritykselle siitä syystä, että päätöksiä joudutaan miettimään entistä perusteellisemmin, koska niitä voidaan joutua myöhemmin perustelemaan ja oikeuttamaan. Johdon on lisäksi vaikeampi haaskata resursseja suhteessa sisäisesti aikaansaatuun tulorahoitukseen, ja tämä karsii organisatorista tehottomuutta. (Bancel & Mittoo 2009.)

Myös johdon hallinnointitapojen voidaan olettaa kehittyvän ja kurinpidon kasvavan, kun johto joutuu pitämään kiinni tulostavoitteistaan ja on niistä vastuussa suuremmalle sidosryhmäjoukolle. Yritys joutuu valmistautumaan prosessiin läpikäymällä asioita, jotka ovat saattaneet jäädä aikaisemmin vähälle huomiolle, ja ennen muuta kirkastamaan strategiaansa. Lisäksi se pakottaa yrityksen saattamaan laskenta-, seuranta- ja johtamisjärjestelmänsä listautumista edellyttävään kuntoon. Muun muassa lisääntyvän tiedonanto- ja raportointivelvollisuuden takia uusien ja parempien järjestelmien suunnittelu tulee ajankohtaiseksi. Uusien järjestelmien avulla voidaan asettaa tulevia tavoitteita ja mitata sekä arvioida täsmällisemmin johdon toimia mutta myös kehittää ja tukea yrityksen suorituskykyä. (Bancel & Mittoo 2009.) Listautuminen tarjoaa siten tärkeän työkalun yrityksen toiminnan tehostamiseen ja johdon toiminnan tarkkailuun sekä valvontaan, mutta se toimii myös muutoksen käynnistäjänä, josta oikealla menettelyllä myös liiketoiminta voi hyötyä suunnattomasti.

2.2.4 Henkilöstön ja muiden sidosryhmien sitouttaminen ja palkitseminen

Yritys voi toteuttaa listauksen myös sen perusteella, että se kokee likvideillä arvopapereilla voitavan tukea, kehittää ja palkita liikkeenjohtoa. Liikkeenjohdon tulospalkkaus tai kannustinpalkkiojärjestelmä voidaan rakentaa siten, että johdon palkkaus tai kompensaatio sidotaan esimerkiksi osakekurssin kehitykseen tai osakearvoon. Tällä tavalla johtajien kannustimet ja intressin kohteet saadaan yhdenmukaistettua paremmin osakkeenomistajien intressien kanssa. Tällöin huomio painottuu enemmän tuloksen ja arvon tuottamistehtävään ja vähemmän muihin johdon henkilökohtaisten etujen tavoitteluun, joista omistajatahot eivät hyödy. (Bancel & Mittoon 2009.) Yhteiset intressit osaltaan myös vähentävät agenttikustannuksia johdon ja osakkeenomistajien välillä, koska mm. osakkeenomistajien tarve monitoroida ja valvoa johtoa vähenee. Näin ollen mitä enemmän johto omistaa osakkeita tai vastaavia omistusosuuksia yrityksessä, sitä enemmän myös tehottomuus ja agenttikustannukset laskevat. (Jensen & Meckling 1976.)

Pörssilistauksen jälkeen yritysjohdolle voidaan tarjota palkkioina myös osakeoptioita. Listaamattoman yrityksen tapauksessa se ei ole järkevää, koska yrityksellä ei ole käypää markkinahintaa, johon johto voisi perustaa päätöksensä option toteuttamisesta tai toteuttamatta jättämisestä. (Pagano ym. 1998.) Motiivina ei tällöin ole pelkästään johdon palkitseminen vaan myös johdon motivointi ja sitouttaminen yritykseen siten, että se kasvattaisi ensisijaisesti osakkeenomistajien varallisuutta toimimalla omistajien etujen mukaisesti. Toimintatapa hyödyttää myös silloin johtoa itse omistajan roolissa, kun he voivat olla osallisena mahdollisessa arvonnousussa.

Yritysjohdon lisäksi myös muiden työntekijöiden palkitseminen ja sitouttaminen helpottuu osakkeiden ja muiden rahoitusinstrumenttien olemassaolon johdosta. Yritys voi esimerkiksi järjestää henkilöstöannin, jossa henkilöstö on etuoikeutettu merkitsemään osakkeita muita merkitsijöitä edullisemmin ehdoin. Henkilöstö voi siis tulla osalliseksi yrityksen omistukseen annin tai vaihtoehtoisesti myös tavallisen osakekaupan kautta. Työntekijöitä voidaan myös sitouttaa yritykseen palkitsemalla heitä samankaltaisilla kannustinjärjestelmillä kuin liikkeenjohtoa, jotka on sidottu esimerkiksi yrityksen osakekurssin kehitykseen. (Rydqvist & Högholm 1995.)

Tämän tyyppinen sitouttaminen on erityisen tärkeää yhtiön avainhenkilöiden osalta ja voi parantaa yhtäaikaisesti työntekijöiden asemaa ja työolosuhteita, mutta se voi myös muokata heidän asenteitaan tulospainotteiseksi ja vähentää sisäisiä ristiriitoja. Työntekijöillä voi olla suurempi kannustin kehittää yritystä pitkällä aikavälillä ja panostaa enemmän työhönsä, kun heidän henkilökohtainen omaisuutensa on osittain kiinni yrityksessä. (Rydqvist & Högholm 1995.) Jääskeläinen (1991) toteaa, että jo pelkästään vaihtoehdon olemassaolo voi toimia myönteisenä eleenä työntekijöiden suuntaan ja parhaassa tapauksessa muokata koko yrityksen yrityskulttuuria myönteisemmäksi.

Listaus julkisen kaupankäynnin kohteeksi tarjoaa lisäväylän edistää ja vahvistaa yhteistyötä toimittajien sekä asiakkaiden suuntaan, sillä myös näitä muita sidosryhmiä voidaan sitouttaa helpommin erilaisin osakkeisiin perustuvin sopimuksin ja keinoin (Rydqvist & Högholm 1995). Yhteistyötä voidaan edistää esimerkiksi sidosryhmäanneilla, joissa anti kohdistetaan toimittajille ja yhteistyökumppaneille. Sidosryhmän kanssa muodostetusta omistussuhteesta hyötyy vähintäänkin pörssiyhtiö, sillä on hyvin todennäköistä, että omistussuhteessa oleva jälleenmyyjä sitoutuu esimerkiksi vahvemmin markkinoimaan pörssiyrityksen tuotteita. (Jääskeläinen 1991.)

2.2.5 Imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen

Yrityksen listautuminen aktiiviselle arvopaperipörssille voi toimia myös mainos- ja markkinointikeinona, sillä uusi noteeraus herättää institutionaalisten ja piensijoittajien lisäksi myös median tai muiden sidosryhmien kiinnostuksen ja huomion sekä lisää yrityksen näkyvyyttä ja tietoisuutta jopa kansainvälisesti (Pagano ym. 1998). Mertonin (1987) mukaan osakkeen hinta on sitä korkeampi, mitä enemmän sijoittajia lukumääräisesti ovat tietoisia yrityksen olemassaolosta ja sen tarjoamista arvopapereista.

Sijoittajien mielenkiinnon lisäksi monet ruotsalaiset perheyritykset mainitsevat myös muun julkisuuden tärkeänä motivaatiotekijänä listautumiselle. Listautuminen tekee yrityksestä ja sen tuotteista tunnetuimpia, ja suurempi tunnettuus sekä tunnustus vastaavasti edistävät yrityksen tuotteiden myyntiä ja menekkiä. Lisäksi asiakkaiden luottamus ja uskollisuus yritykseen voivat parantua, sillä heillä on suurempi varmuus yrityksen toiminnan jatkuvuudesta. Suurempi julkisuus voi myös aikaansaada kasvua ja liiketoiminnan laajentumista kotimarkkinoiden ulkopuolelle. (Rydqvist & Högholm 1995.)

Samalla tavalla pätevien työnhakijoiden kiinnostus pörssiyritystä kohtaan kasvaa niin kutsutun ”ilmaisen” julkisuuden mukana, koska se on enemmän näkyvillä kuin listaamaton yritys ja yhä suurempi ihmisjoukko on ylipäänsä tietoinen sen olemassaolosta. Pörssiyrityksen henkilöstöriippumattomuus kasvaa ja valintamahdollisuudet rekrytoinnissa paranevat. (Rydqvist & Högholm 1995.) Tämän lisäksi myös nykyiset työntekijät voivat odottaa pörssiyrityksen olevan suhteellisen vakaa työpaikka ja positiiviset imagohyödyt voivat kannustaa ja sitouttaa henkilöstöä pysymään yrityksen palveluksessa (Röell 1996).

Julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakeutumisella yritys voi myös saavuttaa vaikuttavampaa neuvotteluvoimaa toimittajiin nähden, koska laajempi julkisuus, läpinäkyvyys ja tiedonantovelvollisuus lisäävät sen luotettavuutta yhteiskumppanina sekä roolia yhteiskuntatoimijana. Yhteistyö alihankkijoiden, toimittajien ja muiden osapuolien kanssa voi syventyä ja niiden sitouttaminen helpottua, koska ne säästävät yrityksen luottokelpoisuuden arviointiin muuten käytetyn ajan. Toimittajille ja muille kumppaneille yhteistyö tunnetun pörssiyrityksen kanssa voi osaltaan myös parantaa niiden omaa liiketoimintaa, koska ne saavat yrityksestä tärkeän referenssin. Listautunut yritys on vähemmän riippuvainen yksittäisistä toimijoista ja voi siten kilpailuttaa toimittajansa entistä helpommin, jolloin voidaan saavuttaa kustannussäästöjä esimerkiksi ostohintojen alentuessa tai toimitusehtojen parantuessa. (Rydqvist & Högholm 1995.) Pörssilistaus siis parantaa kaikin puolin yrityksen asemia kauppa- ja yhteistyökumppanina.

Pörssiin listatuista yrityksistä kiinnostuvat myös muut tahot, kuten analyytikot ja välittäjät, jotka omatoimisesti monitoroivat ja tarkkailevat yritystä. Heillä voi olla ainutlaatuista ja erikoistunutta asiantuntemusta juuri tietystä toimialasta tai liiketoiminnasta, jonka johdosta he voivat tuottaa hyvinkin syvällistä tietoa ja analyysiä yrityksen tilasta ja toiminnasta. Itse yritys voi hyödyntää näitä tietoja oman toiminnan kehittämisessä. (Bancel & Mittoo 2009.) Röell (1996, 1077) lisää, että listautumisen positiivisena sivuvaikutuksena ovat myös läheisemmät suhteet näiden ammattilaisten kanssa. Näin ollen yritystä voi motivoida myös se, että listautumisen johdosta yrityksen ulkopuoliset tahot tuottavat lisääntyvässä määrin erilaista hyödyllistä informaatiota ja tietoa yrityksestä mutta myös yhteistyö näiden tahojen kanssa syventyy. Brau ja Fawcettin (2006, 407) tutkimuksessa lähes kolmannes vastaajista esitti, että listautuminen palvelee analyytikkojen huomion herättämistä.

Maksimovic ja Pichler (2001) lisäävät, että listautumisanti voi kohentaa myös yrityksen profiilia eli vahvistaa sen mainetta, imagoa, uskottavuutta ja arvostusta lisääntyneen julkisuuden ansiosta. Erityisesti pienille ja nuorille teknologiayrityksille maineen kohentaminen ja näkyvyyden lisäys ovat Braun ja Fawcettin (2006) sekä Bancelin ja Mittonin (2009) mukaan tärkeitä perusteita hakeutua pörssiin. Eskelinen ja Räsänen (1995) arvioivat, että listautumisesta saattaa olla erityisesti hyötyä yrityksille, jotka markkinoivat tuotteitaan suoraan loppukäyttäjille eli mm. kulutustavara- ja palveluyritykset, joiden investointitarve on suhteellisen pientä ja keskittyy lähinnä henkilöstön ja organisaation osaamisen kehittämiseen. Korkeamäki ja Koskinen (2009, 10) huomauttavat, että pörssilistaus ei tuo julkisuutta yritykselle vain kertaluontoisesti pelkän listautumisen yhteydessä, sillä pörssiyrityksen nimi on jatkuvasti esillä ainakin osakekursseja seuraavien ryhmien keskuudessa. Näin ollen yrityksen brändi voi kasvaa ja yrityksen nimi, liiketoiminta ja tuotemerkki saavuttavat suurempaa tunnettuutta markkinoilla.

2.2.6 Muut strategiset perusteet ja tavoitteet

Rahoitustarvelähtöiset syyt, kuten uuden pääoman kerryttäminen uutta investointikohdetta varten, eivät välttämättä ole aina yritysten tärkeimpänä motiivina pörssiin hakeutumiselle. Motiivi voi enemminkin olla tulevaisuuteen suuntautunut pitkän tähtäyksen strateginen ratkaisu, jolloin listautuminen toteutetaan Jääskeläisen (1991) mukaan niin kutsutun tunnustelevan tyylin mukaisesti. Osakeantien järjestäminen ja uuden pääoman saatavuus tulevaisuudessa helpottuvat listauksen myötä, eli listautuminen pörssiin voi olla myös yrityksen osalta strateginen peliliike, joka antaa yritykselle option toteuttaa tulevia anteja, kun todellinen pääoman tarve vastaisuudessa syntyy. Äkkinäiset muutokset tuote- tai rahoitusmarkkinoilla saattavat edellyttää yritykseltä nopeaa reagointia, johon järjestettävällä annilla voidaan nopeasti vastata. Uuden osakeannin järjestäminen on helpompaa, kun yritys on jo valmiiksi listattu pörssiin. (Korkeamäki & Koskinen, 2009, 9.) Yritys voi säilyttää listautumisannin pääomat kassavaroina, kunnes oikea tarve ilmaantuu. Majlufin ja Myersin (1984) mukaan yritys voi menettelytavalla välttää sen, että sen tarvitsisi listautua ja laskea liikkeelle osakkeita epäsuotuisaan ajankohtaan.

Myös Rydqvistin ja Högholmin (1995) tutkimuksessa moni yritys huomauttaa, että listautuminen tarjoaa arvokkaan mahdollisuuden toteuttaa tulevaisuudessa uusia anteja,

joilla voidaan myöhemmin hankkia tarvittavia varoja. Tulevaisuudessa toteutettavat annit eivät rajoitu ainoastaan osakkeisiin vaan voivat käsittää myös muita rahoitusinstrumentteja ja velkainstrumentteja, kuten esimerkiksi optioita, vaihtovelkakirjalainoja ja yritystodistuksia. Listautumisen seurauksena yritykselle syntyy laajempi ja monipuolisempi rahoituslähdekanava, joiden käyttömahdollisuutta listautuminen edesauttaa.

Jääskeläisen (1991) suomalaisiin yrityksiin kohdistaman tutkimuksen mukaan yritysten kansainvälistymistavoite ei osoittautunut kovinkaan merkittäväksi listautumisperusteeksi Suomessa ainakaan 1990-luvun taitteessa. Tutkimuksen kohdeyrityksissä huomioitiin kuitenkin kilpailun koveneva luonne tulevaisuudessa, joka vaatii yhä suurempia rahoitusresursseja ja kansainvälistymisastetta. Toimintaedellytysten jatkumisen kannalta yritysten on yhä enemmän kyettävä kansainvälistymään ja luomaan yhteistyösuhteita ulkomaalaisiin yrityksiin. Listautuminen luo sopivat ja tarkoituksenmukaiset puitteet erilaisten yhteisyrityksien muodostamiseen ja yritysostojen toteuttamiseen. (Jääskeläinen 1991, 19.) Kuitenkin nykypäivänä voimakkaasti globalisoituneessa maailmantaloudessa kansainvälistyminen on yrityksille pikemminkin ratkaiseva elinehto ja välttämättömyys kuin pelkkä varteenotettava vaihtoehto.

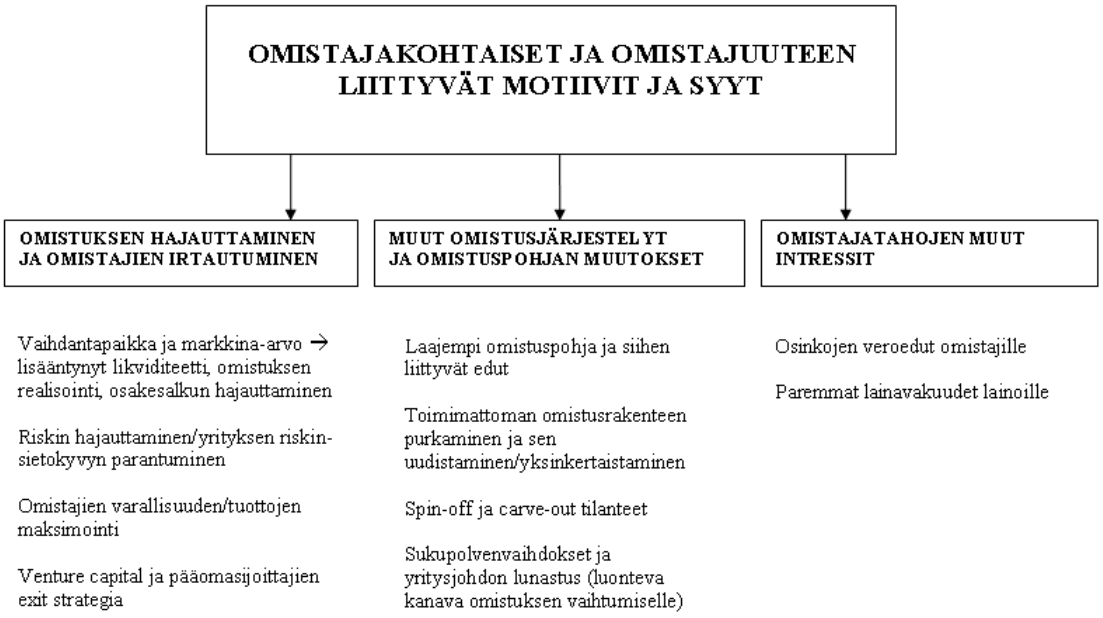
2.3 Omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit ja -syyt

Vanhojen jo olemassa olevien osakkeiden myynti listautumisannissa (secondary offering) ei ainakaan suoranaisesti hyödynnä itse yritystä, koska uutta pääomaa ei nosteta ja tuotot osakkeiden myynnistä menevät kokonaisuudessaan nykyisille omistajatahoille, yrityksen varallisuusaseman pysyessä suhteellisen muuttumattomana. Listautumispäätöksen tekevät useimmiten yrittäjä-omistajat, joten omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit juontuvat pääpiirteisesti henkilökohtaisista intresseistä ja preferensseistä.

Tavoitteena ei ole välttämättä pelkästään yrityksen toimintaedellytyksien parantaminen, vaan tärkeysjärjestyksessä voivat olla ensisijaisesti yrittäjä-omistajien omakohtaiset edut kuten vaurauden ja hyvinvoinnin lisääminen. Tähän kategoriaan kuuluvat niin omistuksen kuin riskin hajauttaminen, käteisvarojen tarve kulutukseen, osinkojen veroetujen hyödyntäminen tai esimerkiksi tuottojen maksimointi. Listauksen seurauksena

ilmenevät muutokset omistajapohjassa ja erilaiset omistusjärjestelyt voivat toimia siten listauksen motiiveina (Zingales 1995).

Keskeiset, aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa raportoidut, mahdolliset omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit ja -syyt ovat esitetty yrityskohtaisten listautumismotiivien ja -syiden tavoin kootusti alla olevassa kuviossa 3 (viitekehys 2). Ne jakautuvat kolmeen erilliseen alaluokkaan. Jälleen kerran on syytä huomauttaa, että ne ovat riippuvaisia niin toisistaan kuin myös yrityskohtaisista ja luvussa 2.4 esitetyistä yrityksen ulkopuolisista motiiveista. Seuraavaksi tarkastellaan näitä omistajakohtaisia ja omistajuuteen liittyviä listautumismotiiveja tarkemmin.



Kuvio 3 Omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit ja -syyt (Viitekehys 2)

2.3.1 Omistuksen hajauttaminen ja omistajatahojen irtautuminen

Kaupankäynti yksityisten, pörssiin listautumattomien yritysten osakkeilla on usein raskasta ja kallista, koska informaatio on epäsymmetristä. Arvopaperipörssit sen sijaan tarjoavat virallisen ja keskitetyn foorumin osakkeiden kaupankäynnille sekä järjestäytyneen infrastruktuurin, joka on kustannustehokasta tiheästi käydyn osakekaupan johdosta. Näin ollen vaihdantapaikan perustaminen omistusosuuksille sekä jo edellä yrityskoh-

taisissa motiiveissa esitetty markkinahinnan tai -arvon luominen, muodostuvat tärkeiksi motiiveiksi listautumiselle (Pagano ym. 1998).

Julkinen noteeraus saa aikaan osakkeille likvidisyyttä ja järjestää nykyisille omistajille lisääntyvässä määrin likviditeettiä omistuksen jakautuessa erillisiin osakkeisiin, joita voi myydä ja ostaa julkisesti. Osakkeiden myyminen ja omistusosuuksien realisointi on vastedes helpompaa ja vaivattomampaa, koska yrityksellä on käypä markkinahinta. Omistaja voi muuttaa osan yrityksessä kiinni olevasta varallisuudestaan rahaksi milloin tahansa myöhemmässä vaiheessa kun se on tarpeellista tai haluttavaa ilman korkeita siirto- ja hallinnointikustannuksia. Vaihtoehtoisesti hän voi hajauttaa osakesalkkuaan eli jakaa varallisuuttaan useampiin eri kohteisiin, hankkimalla esimerkiksi muiden yritysten osakkeita itselleen. (Pagano ym. 1998.)

Omistajan ei kuitenkaan tarvitse luopua kokonaan yrityksen omistuksesta ja äänivallasta mikä olisi esimerkiksi suoran yritysoston tapauksessa miltei väistämätöntä. Yrityksestä irtautuminen on listautumisen myötä mahdollista ja vaihtoehtoa voivat puoltaa erityisesti yrityksen perustaneet alkuperäiset yrittäjä-omistajat, jotka haluavat realisoida omistuksensa yrityksestä (Röell 1996). Listauksen kautta omistajat saavat aikaan halutun määrän likvidiä rahoitusta yritykseen ja kukin osakkeenomistaja voi itse määritellä, missä määrin haluaa olla mukana omistamassa yritystä.

Osakesarjojen äänivaltaerojen ja osakkeiden hajautetun allokaation johdosta omistaja voi menetellä omistusosuutensa kanssa haluamallaan tavalla ilman pelkoa päätösvallan menettämisestä, mutta kuitenkin niin, että hänen ja yrityksen taloudet erotetaan omiksi itsenäiseksi entiteetiksi. Listautuminen antaa enemmän vapautta eri omistusrakenteiden toteuttamisvaihtoehdoille ja täten kasvattaa omistajien taloudellista vapautta ja liikkumavaraa. (Pagano ym. 1998.) On selvää, että näissä olosuhteissa yrityksen hallitsevan omistajaryhmän henkilökohtaiset tavoitteet ovat etusijalla ja listautuminen toteutetaan näistä lähtökohdista käsin.

Erityisesti pienet perheyritykset ja muut suppean osakaspohjan yritykset ovat yksittäisen henkilön kannalta riskialtis sijoituskohde omistuksen ollessa hyvin keskittynyttä. Listautumisen avulla omistajuuden keskittyneisyyttä voidaan purkaa ja omistajien vastuuvelvollisuutta vähentää, sillä omistus jakautuu lukuisiin pienempiin omistusosuuksiin,

joihin laajempi omistajajoukko on osallisena ja jonka etuja nimetty johtokunta valvoo. Näin alkuperäiset omistajat hajauttavat tehokkaammin erilaisia yritykseen liittyviä riskejä. (Chemmanur & Fulghieri 1999.)

Riskin hajauttaminen voi Fisherin (2000) mukaan osoittautua erityisen tärkeäksi perusteeksi yrityksille, joilla on paljon aineetonta omaisuutta. Rydqvist ja Högholm (1995) huomauttavat kuitenkin, että omistajien riskiä on mahdollista hajauttaa listautumisen lisäksi muilla tavoin ja siten se ei ole yksinään riittävä selitys sille miksi yritykset hakeutuvat pörssiin. Heidän tutkimuksessa, yksikään ruotsalainen perheyritys ei maininnut sitä motiivitekijäksi.

Alkuperäinen yrittäjä-omistaja voi kokea osakesalkun hajauttaminen parantavan hänen ja sitä kautta myös johdettavan yrityksen riskinsietokykyä. Yrityksen parantunut riskinsietokyky mahdollistaa yrityksen aggressiivisemman toiminnan ja sitä kautta edistää yrityksen kilpailukykyä markkinoilla. Lisääntynyt aggressiivisuus ja riskinotto hyödyttävät myös muita sidosryhmiä, sillä esimerkiksi uudet investoinnit voivat kasvattaa yrityksen työntekijämäärää. Hajauttamisen edut voivat heijastua myös vieraan pääoman puolelle siten, että yritys on halukkaampi lisäämään velkarahoituksen määrää. Lainanantajien korkovaatimus velkarahalle laskee kun oman pääoman suhde vieraaseen kasvaa eli pääomarakenne vahvistuu. (Korkeamäki & Koskinen 2009.)

Zingales (1995) käsittelee listautumispäätöstä alkuperäisten yrittäjä-omistajien optimaalisena tapana siirtää yrityksen omistajuutta ja määräysvaltaa eteenpäin. Tällöin listaus ei ole vain yksittäinen liiketoimi vaan enemminkin ensimmäinen vaihe siitä seuraavassa tapahtumaketjussa, jossa tähdätään yrityksen myymiseen tulevaisuudessa. Yrittäjä-omistajalle yrityksen listaus julkisen kaupankäynnin kohteeksi toimii siten eräänlaisena esivaiheena tai keinona saavuttaa optimaalinen omistusrakenne, joka maksimoi hänen kokonaistuottonsa. Vallitsevaksi listautumismotiiviksi tässä asetelmassa muodostuu alkuperäisten yrittäjä-omistajien halu maksimoida heidän oma varallisuuden arvo ja kokonaistuottojen määrä. (Zingales 1995.)

Listautumisen myötä alkuperäisien omistajien on mahdollista erottaa kassavirtaoikeuksiin ja äänivaltaoikeuksiin oikeuttamia osakkeita toisistaan. Zingalesin (1998) esittämän mallin mukaan omistaja-yrittäjän strateginen pyrkimys omistuksen arvon maksimointiin

toteutuu optimaalisesti osakkeiden kaksivaiheisena myyntinä. Listautumisvaiheessa myydään ensin osa yrityksen tuottoihin oikeuttamista osakkeista laajalle, passiiviselle sijoittajakunnalle. Äänivaltaan oikeuttamien osakkeiden myynti seuraa myöhemmässä vaiheessa. Välitön irtautuminen ei ole optimaalista vaan myynti tulee tapahtua useammissa erillisissä osissa, jossa äänivaltaosakkeita käsitellään ja myydään erikseen muista osakelajeista. Näiden erilajisten osakkeiden suhde vaikuttaa ratkaisevasti siihen kuinka suuri ylijäämä yrittäjä-omistajan on mahdollista saada. (Zingales 1995.)

Optimaalinen kaksivaiheinen irtautumisstrategia perustuu siihen, että omistaja saa ensivaiheessa sijoittajilta arvokasta ja paljastavaa tietoa osakkeiden kysynnästä ja markkinoiden arvostustasosta, johon hän voi perustaa toisen vaiheen eli äänioikeuksien myynnin. Ensimmäinen myyntivaihe on myös tehokas tapa herättää sijoittajien mielenkiinto yritystä kohtaan ja painostaa sijoittajia toimimaan aggressiivisemmin. Ylijäämän kerääminen yrityksestä kiinnostuneilta sijoittajilta on helpompaa, koska on valmiiksi kilpailua eri sijoittajaryhmien kesken. Omistaja voi odottaa oikeaa myyntihetkeä, joka maksimoi hänen tuottonsa myymällä loput osakkeet eniten tarjoavalle tai haluamalleen kohteelle yrityksen lopullisessa irtautumisvaiheessa. Mikäli kuitenkaan kauppoja ei synny, voidaan loput osakkeet joka tapauksessa myydä uuden annin kautta markkinahintaan yksittäisille sijoittajille. (Mellon & Parsons 1998) Zingalesin (1995) mukaan yrittäjä-omistajalle listautuminen luo tärkeän väylän, jonka kautta potentiaaliset ostajat voivat helpommin löytää yrityksen, mutta myös perustajan elämäntyö ja panostus yritykseen on palkittavissa. Vääjäämättä näissä yrityksissä yleisiä listautumisen jälkeisiä tapahtumia ovat omistajien suuri vaihtuvuus ja kontrollin siirtäminen.

Mikäli omistuksen hajauttaminen ja ennen kaikkea omistuksesta irtautuminen ovat tärkeitä motiiveja listautumispäätöksessä, tulisi se Paganon ym. (1998) mukaan näkyä yrityksen omistusrakenteessa siten, että alkuperäisten omistajat omistusosuus laskee radikaalisti listautumisen jälkeen. Heidän tutkimustulos italialaisista yrityksistä kuitenkin osoittaa alkuperäisten omistajien omistusosuuden vastikään listautuneessa yrityksessä laskeneen heti noteerauksen jälkeen ja kolme vuotta siitä eteenpäin keskimäärin vain 25 prosenttia enemmistöosuuden säilyessä alkuperäisillä omistajilla.

Brau ja Fawcettin (2006) yhdysvaltalainen tutkimus tuotti lähes yhdenmukaisen 24 prosentin laskun omistusosuudessa samalla aikavälillä. Fischer (2000) lisää, että perustaja-

jäsenien edustus johtokunnassa säilyy kutakuinkin ennallaan listautumisen jälkeen. Koska alkuperäiset omistajat divestoivat huomattavan pienen osan heidän omistuksesta heti listautumisen jälkeen ja jopa kasvattavat omistusosuuttaan myöhemmässä vaiheessa säilyttämällä vahvan taloudellisen sidoksen yritykseen, näiden tutkimuksien perusteella omistajat eivät suunnittele listautumista pääasiassa hajauttaakseen tai irtautuakseen omistuksesta.

Sitä vastoin Rydqvistin ja Högholmin (1995) tutkimus ruotsalaisten yritysten listautumismotiiveista viittaa siihen, että alkuperäiset omistajat haluavat listata yrityksen pörssiin irtautuakseen omistuksestaan. Alkuperäisten omistajien keskimääräinen 90 prosentin omistusosuus kaksi vuotta ennen listausta laskee heti listautumisen jälkeen ensin 57 prosenttiin ja viiden vuoden päästä listautumisesta vain 36 prosenttiin. Omistajakohtaisten motiivien merkittävyys tässä tutkimuksessa korostuu eritoten kun huomioidaan, että 93 prosenttia yrityksistä toteuttivat toissijaisen annin (secondary offering) listautumisen jälkeen, missä omistajat myivät omia olemassa olevia osakkeita uusien sijaan.

Vastaavanlaisesti Mikkelsonin ym. (1997) yhdysvaltalaisella aineistolla toteutettu tutkimus raportoi, että alkuperäisen johdon omistusosuus pienenee merkittävästi, mediaaniomistusosuuden laskiessa 68 prosentista 29 prosenttiin viiden vuoden jälkeen listautumisesta. Molemmissa edellä mainituissa tutkimuksissa keskittyneisyys omistajapohjassa laskee mittavasti listautumisen jälkeisinä vuosina.

Riskipääomalla tuettujen venture capital-yritysten kohdalla, listautuminen toimii riskipääomaa sekä mahdollisesti myös muita palveluita tarjonneen instituution tai yksityishenkilön (business enkeli) vaihtoehtoisena strategiana irtautua omistuksesta ja realisoida sijoituksensa mahdollinen arvonnousu. Kun yritys noteerataan pörssiin, se saa markkina-arvon ja osakkeille syntyy todennettavissa oleva hinta sekä likviditeetti, joka salli riskipääomasijoittajan myydä sijoituksensa julkisesti ja vaivattomasti eteenpäin ilman kohtuuttomia ylimääräisiä kustannuksia ja riskejä. Riskisijoittajia voi myös vaihtoehtoisesti säilyttää osan sijoituksestaan omistuksen perustuessa yksittäisiin osakeosuuksiin. (Black & Gilson 1998.)

Listauksen etuna on venture capital-rahoitteisissa yrityksissä mahdollisuus alkuperäiselle yrittäjä-omistajalle annettavaan osto-optioon, jolla sijoittaja voi palauttaa tai siirtää

omistamansa osakkeet ja hallinnan korvausta vastaan takaisin yrittäjälle poistumalla itse listautumisannin kautta. Osto-option jäädessä käyttämättä sijoittaja välittää omistamiaan osakkeita normaalisti pörssin toimintamekanismien kautta. Ulkopuolisille myydyistä osakkeista huolimatta yrittäjä todennäköisesti säilyttää määräysvallan yrityksessään, koska hänelle jää enemmistöosuus. Listautuminen muodostaa pääomasijoittajille tärkeän ja ennen kaikkea joustavan ulospääsyvaihtoehdon, joka Black ja Gilsonin (1998) arvion mukaan keskimäärin maksimoi exit-hinnan suoraan myyntitapahtumaan verrattuna. (Black & Gilson 1998, 264.) Pääomasijoittajien ulos maksaminen esiintyy Brau ja Fawcettin (2006) tutkimuksessa yhtenä listautumismotiivina sen merkityksellisyyden osoittautuessa kuitenkin vähäisemmäksi suhteessa muihin motivaatiotekijöihin myös yllättäen yrityksien keskuudessa, joissa on mukana riskipääomasijoittajia.

2.3.2 Muut omistusjärjestelyt ja omistuspohjan muutokset

Kun vanhat omistajat ovat kyvyttömiä tai haluttomia sijoittamaan enää omaa omaisuuttaan yritykseen, pörssinoteeraus antaa vaihtoehdon kerätä uusia varoja laajalta sijoittajajoukolta. Uudet sijoittajat muokkaavat yrityksen omistusrakennetta monipuolisemmaksi. Tämä rajoittaa alkuperäisten omistajien vastuuvelvollisuuteen liittyvää rasitetta. Laajemman ja monipuolisemman omistuspohjan muina etuina ovat vastuun ja riskien jakaminen, sekä uusien omistajien asiantuntemus ja uudet näkemykset, joita voidaan hyödyntää yrityksen kehittämistyössä. Passiivisilla pienillä omistajilla on kuitenkin suhteellisesti vähemmän neuvotteluvaltaa yhteen tai muutamaan isoon yksittäiseen sijoittajaan verrattuna, joten suuromistajat säilyttävät laajemmalla omistuspohjalla mitä todennäköisimmin määräysvaltansa. (Chemmanur & Fulghieri 1999.)

Laajempi omistuspohja myös turvaa etteivät yksittäiset omistajat voi yhtä helposti ohjata yrityksen resursseja ja liikevoittoja yksityisiin käyttötarkoituksiin, sillä yritykseen nimetty johtokunta valvoo sekä yrityksen että omistajien kollektiivisia etuja. Tällä tavoin lievennetään eturistiriitoja ja vähennetään väärinkäytöksien esiintymismahdollisuutta. Tiukemmat tiedonantosäännöt pakottavat yrityksen ja sen yksittäiset omistajat noudattamaan reiluja toimintaperiaatteita. Noteerauksen kautta yrityksen vanhat omistajat saavat tuekseen joukon tarkkailijoita, jotka valvovat yrityksen toimintaa. (Jääskeläinen 1991.)

Yrittäjä-omistajat voivat tehdä listautumispäätöksen myös muihin omistusjärjestelyihin perustuen. Jääskeläinen (1991) raportoi, että 1980-luvun loppupuolella monille suomalaisille yrityksille syy listautumiseen oli vanhan toimimattoman omistusrakenteen sekä ohjausmallin purkaminen ja sen uudistaminen listauksen yhteydessä. Johdon ja omistajien roolit olivat sekoittuneet ja niiden välillä vallitsi ristiriitoja. Johdon mielestä omistajat eivät toimineet riittävän taloudellisesti yrityksen johtamista tukien. He eivät olleet halukkaita tarjoamaan uutta pääomaa yrityksen käyttöön, mutta saattoivat silti puuttua liikaa operatiiviseen johtamiseen. (Jääskeläinen 1991.)

Omistajien ristiriitainen ja heikko sidos yritykseen koettiin ongelmaisena ja talousvaikeuksiin johtavana asiana. Listautuminen nähtiin keinona lieventää näitä ongelmia, sillä sen avulla yritykseen saatiin mm. lisää tarkkailijoita vanhojen omistajien valvonnan tueksi. Yrityksen johtamistapoja voitiin samanaikaisesti selkeyttää kun johto ja omistus eriytettiin toisistaan. Edellä mainitun lisäksi listautumisperusteena voi toimia myös uudentyyppisen konsernirakenteen muodostaminen tai yritysrakenteen yksinkertaistaminen. (Jääskeläinen 1991.)

Myös liiketoimintayksikön irrottaminen erilleen konsernista tai emoyhtiöstä voi olla mahdollinen syy pörssinoteeraukselle (spin-off ja carve-out tilanteet) (Grinblatt & Titman 2002). Liiketoiminnan osa-alueen kasvua ja kehitystä on voitu edistää isossa konsernissa tai emoyhtiössä, mutta sen saavuttaessa riittävän toimintavolyymin, se pystyy jatkamaan toimintaan itsenäisenä yksikkönä. Yksikön toiminta sekä ohjaus voidaan järjestää vapaammin itsenäisen tulosyksikön periaatteisiin nojautuen. Bancelin ja Mittoon (2009) lisäävät, että erillinen listaus voi olla keino korottaa liiketoiminta-alueen yritysarvoa.

Toimenpide voi olla myös ajankohtainen silloin kun yksikön liiketoiminta katsotaan erilliseksi kuulumattomaksi osaksi ydinliiketoiminnasta ja emoyrityksen tai konsernin tavoitteena on keskittää toimintansa, jolloin se pystyy listauksella realisoimaan omistuksensa tytäryhtiöstään (Brealey ym., 2007). Jääskeläisen (1991) mukaan, sijoitus- ja kiinteistösijoitusyritysten kohdalla lähtökohtana on usein jo perustamisvaiheessa tavoite viedä yritys pörssiin kun se saavuttaa tietyn elinkaareen vaiheen, noteerauksen toimiessa yksinomaan yrityksen myyntikanavana.

Pörssilistaus voi olla mieluinen ratkaisu perheyrityksien sukupolvenvaihdostilanteissa kun halutaan samanaikaisesti säilyttää yrityksen äänivalta perheen sisällä, mutta myös luopua osasta omistuksesta. Erilajiset osakesarjat ja niiden äänivaltaerot antavat tähän mahdollisuuden. Listaus helpottaa vallan ja omistajuuden eteenpäin siirtämisessä uudelle sukupolvelle, osakkeiden ollessa asianmukaisesti hinnoiteltuja ja riittävän likvidejä. (Rydqvist & Högholm 1995.) Esimerkiksi Suomessa 1980-luvulla listautumisemissio tarjosi Jääskeläisen (1991, 22) mukaan verotuksellisesti joustavan mallin sukupolvenvaihdoksien toteuttamiselle, sillä osa yrityksestä voitiin myydä verotuksellisesti edullisin ehdoin menettämättä kuitenkaan enemmistövaltaa yrityksestä.

Toisaalta pörssinoteeraus antaa myös aivan uusia toiminnan jatkovaihtoehtoja tilanteissa, jossa jälkeläiset eivät ole halukkaita jatkamaan toimintaa perheyrityksessä. Yrityksen sisältä tuleva yritysjohto voi olla esimerkiksi halukas lunastamaan yhtiöstä enemmistöomistusosuuden. Myös tällöin kauppa voidaan toteuttaa ilman merkittäviä likviditeetti- tai läpinäkyvyys- alennuksia, koska kauppahinta on pitkälti perustettavissa yrityksen osakehintoihin ja käypään markkina-arvoon. (Rydqvist & Högholm 1995) Jääskeläisen (1991) mukaan listautuminen toimii omistuksellisen jatkon turvaajana ja kanavana omistuksen luontevalle vaihtumiselle, koska noteeraus saa joustavasti aikaan tarkoituksenmukaisen omistusrakenteen.

2.3.3 Omistajatahojen muut intressit

Listautumista voidaan perustella myös muilla verotusteknisillä tekijöillä. Esimerkiksi Helsingin pörssissä päälistalle listatuilla yrityksillä on osinkojen suhteen veroetu, sillä pörssiyhtiön jakamat osingot ovat verotuksessa koko määrältään pääomatuloja siten, että 70 prosenttia osingosta on veronalaista ja loput verovapaata. Osingonjako ei ole myöskään sidoksissa omaan vapaaseen pääomaan niin kuin listaamattomissa yhtiöissä. (Inha, Kuittinen, Makkonen, Päällsyaho, Raunio & Reinikainen 2003, 6, 38.) Kuitenkin nykyisen osinkoverotuskäytännön mukaan, Suomessa listaamattomien yritysten maksamat osingot ovat tietyn edellytyksin verovapaita 90,000 euroon saakka vaikkakin osinkoja katsotaan osittain myös ansiotuloksi, jota verotetaan ankarammin (Korkeamäki & Koskinen 2009, 12).

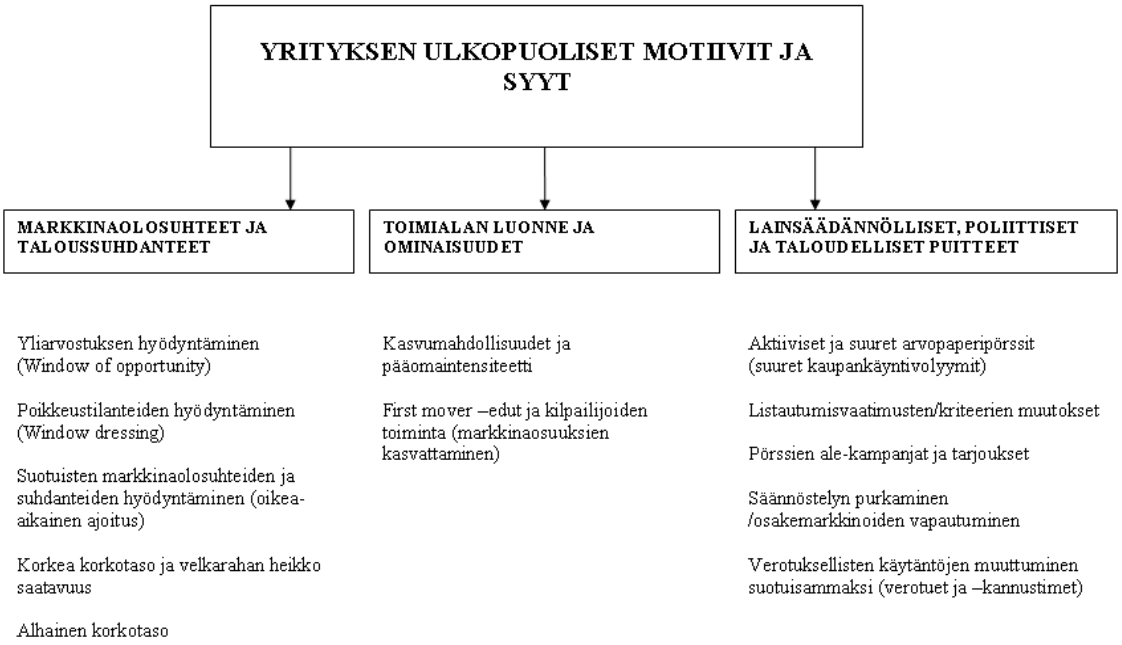
Pörssisäätiön työryhmä on ehdottanut, että listautuvan yrityksen verostatus ei muuttuisi ensimmäisen 3-5 vuoden aikana listautumisesta ja silloin myös omistajien osinkoverotus pysyisi aluksi ennallaan 90,000 euron veroedun suhteen (Noponen 2011). Mikäli työryhmä saa tasapuolisuutta korostavan ehdotuksen vietyä läpi, on odotettavissa, että tämä voisi motivoida jatkossa yhä enemmän yrityksiä hakeutumaan aktiivisemmin pörssiin julkisen pörssiyhtiön toiminnan keskittyessä osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin. Osinkojen veroetujen hyödyntäminen on keino kasvattaa omistajien varallisuutta.

Eskelinen ja Räsänen (1995) esittävät, että listautuneen yrityksen osakkeiden vakuusmahdollisuudet ovat yleisesti merkittävästi paremmat kuin julkisesti noteeraamattoman yrityksen. Siten yrityksen osakkaita saattaa motivoida pörssilistauksessa myös se, että sekä yrityksen mutta myös osakkaan on helpompi saada esimerkiksi henkilökohtaista lainaa kun hänen likvidimpi osakeomistus kelpaa listautumisen jälkeen paremmin lainan vakuutena (Eskelinen & Räsänen 1995).

2.4 Yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ja -syyt

Aikaisemmat empiiriset tutkimukset pörssilistauksien ajoituskysymyksistä (esimerkiksi Ibbotson & Jaffe 1975; Pastor & Veronesi 2005) esittävät, että vaihtelu listautumismäärissä on syklinen ilmiö, joka voimistuu ”kuumien markkinoiden” (hot markets) aikana. Syklisyys on jossakin määrin selitettävissä makrotaloustieteellisillä tekijöillä kuten talouden ja toimialan suhdanteilla, mutta enemmänkin listautumiskäyttäytymiseen vaikuttavat osakkeiden tuotot sekä muut tekijät. Yritykset ovat tutkitusti taipuvaisempia laskemaan liikkeelle arvopapereita kun osaketuotot ovat korkeat. (Rydqvist & Högholm 1995.)

Kuvio 4 (viitekehys 3) esittää keskeiset yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ja -syyt, jotka koostuvat markkinaolosuhteista, taloussuhdanteista, toimialan luonteesta ja ominaisuuksista sekä lainsäädännöllisistä, poliittista ja taloudellisista puitteista. Yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ovat tekijöitä, jotka tulevat yrityksen ulkopuolelta ja joihin yritys ei suoranaisesti pysty itse vaikuttamaan. Seuraavaksi tarkastelun kohteena ovat nämä yrityksen ulkopuolelta tulevat vaikutteet listautumiselle, jotka lähes kaikki liittyvät listautumisen oikea-aikaiseen ajoittamiseen.



Kuvio 4 Yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ja -syyt (Viitekehys 3)

2.4.1 Markkinaolosuhteet ja taloussuhdanteet

Ritter (1991) ehdottaa, että arvopaperimarkkinoilla vallitsee syklisiä aikajaksoja, joina osakkeiden hinnoittelu ja arvostus on poikkeuksellisesti vääristynyttä johtuen mm. epäsymmetrisestä informaatiosta. Kun osakekurssit ovat tilapäisesti yliarvostettuja ja erityisesti silloin kun yliarvostusta on saman toimialan jo listattujen yrityksien arvostustasoissa, listaamattomille yrityksille syntyy kannustin hyötyä markkinoilla vallitseva ylioptimistisuus. Tätä nimitetään mahdollisuuksien ikkunaksi, eli window of opportunity -ilmiöksi. (Ritter 1991.)

Pastor ja Veronesi (2005) vahvistavat Ritterin näkemystä, sillä heidän mielestä osalla yritysjohtajista on kykyä tunnistaa yliarvostus osakkeiden arvostustasossa. Tällöin he pyrkivät opportunistisesti ajoittamaan yrityksensä listauksen sellaiseen ajankohtaan kun osakkeet ovat vähintään kohtalaisesti hinnoiteltuja (Pastor & Veronesi 2005). Nämä tekijät voivat yhdessä selittää sen miksi listautumiset ryhmittyvät tietyille periodeille, joita kutsutaan kuumiksi markkinoiksi (Ritter 1991).

Vastaavanlaisesti myös Weisbachin ja Kimin (2008) tutkimus vahvistaa näkemystä yliarvostuksen hyödyntämisestä, sillä yritykset pitivät merkittävän osan emission yhteydessä kerätyistä varoista nopeasti rahaksi muutettavassa muodossa investointiasteen jäädessä suhteellisen alhaiseksi. He huomauttavat kuitenkin, että yliarvostuksen hyödyntäminen on vallitsevampaa korkean arvostustason yrityksissä ja enemmän uusantien kohdalla kuin listautumisanneissa.

Chemmanur ja He (2011) lisäävät, että kassavarat ovat suuremmat listatutumisen jälkeen yrityksissä, jotka listautuivat kuumien markkinoiden aikana verrattuna muina aikoina listautuneisiin. Tämä viittaa siihen, että yritys ei ole listautumisella tavoitellut pääasiallisesti pääomaa investointeja varten vaan motiivina on toiminut enemminkin halu hyötyä suotuisasta listautumisajankohdasta. Pagano ym. (1998) lisäävät, että carve-out tilanteissa missä julkiset emoyhtiöt hakevat tytäryrityksensä julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on enemmän vapauksia mutta myös kannustimia ajoittaa listaus suotuisaan ajankohtaan. Tämän he perustelevat sillä, että tytäryhtiön ei tarvitse listautua pörssiin kasvun tai investointien rahoittamisen takia, koska he voivat turvautua rahoituksessa myös emoyhtiöön ja sen maineeseen.

Voimakas listautumisaalto on havaittavissa myös silloin kun markkinaolosuhteet ovat suotuisat eli talouskasvu on vakaata ja eletään nousu- tai korkeasuhdannetta. Suotuisat markkinaolosuhteet ja hyvät uutiset yhdessä muiden tekijöiden kanssa, heijastuvat yritysten liiketoimintaan suurempina voittoina ja todennäköisesti korottavat osakehintoja mutta myös mahdollisesti aikaansaavat houkuttelevan tarjouksen sekä ylimerkintää osakkeille. Näissä olosuhteissa yritykset saattavat kiirehtiä pörssiin, koska ne haluavat hyötyä suotuisista markkinaolosuhteista ja laskea liikkeelle arvopapereita kun osakekurssi ja -tuotot ovat korkeat. Muiden yritysten esimerkki ja menestys osakemarkkinoilla houkuttelee pörssiin myös muita vielä listaamattomia yrityksiä ja positiiviset näkemykset pörssilistauksesta vahvistuvat entisestään. (Bancel & Mittoo 2009)

Brau ja Fawcetin (2006) mukaan piirre on erityisen voimakas pienemmissä yrityksissä, jotka haluavat kohottaa omaa asemaansa ja tulla yhdistetyksi muiden menestyvien listattujen yritysten vanavedessä. Chemmanur ja He (2011) lisäävät, että suotuisan markkinaolosuhteen aikana listautuvat yritykset ovat keskimäärin myös laadultaan heikom-

pia yrityksiä. Tästä poiketen, Fischer (2000) tutkimus esittää, että yritykset toteuttavat listauksen yleensä silloin kun heidän taloudellinen ja rahoituksellinen tilanne on vakaa.

Suotuisten suhdanteiden aikana kun paljon saman toimialan yrityksiä päättää hakeutua yhtäaikaisesti pörssiin vähentyy adverse selection -ilmiö, koska yrityksien ja sijoittajien ei tarvitse panostaa yhtä intensiivisesti voimavaroja epäsymmetrisen tieto-ongelmien lieventämiseen. Tämä vastaavasti merkitsee alhaisempia listautumiskustannuksia ja voi siten kannustaa yrityksiä listautumaan. (Brau & Fawcett 2006.) Ylimääräinen rohkaisu ja kannustus voi tulla esimerkiksi liikkeellelaskun pääjärjestäjänä toimivan investointipankin puolelta, joka arvio hyötyvänsä yhdessä yrityksen kanssa suotuisaan ajankohtaan sijoitutetusta listauksesta. Joka tapauksessa listautumisaktiivisuus kasvaa ja antien osakehinnat jälkimarkkinoilla nousevat keskimääräistä korkeammalle tasolle, joka liittyy pitkälti markkinapsykologiaan. (Bancel & Mittoo 2009.)

Ajoitusmotiivi saa tukea Brau ja Fawcettin (2006) tutkimustuloksista, jonka mukaan yli 70 prosenttia tutkimukseen osallistuneista vastaajista oli sitä mieltä, että markkinoiden ja toimialan olosuhteilla on vaikututusta listautumisen ajoitukseen. Rydqvist ja Högholm kuitenkin epäonnistuvat selittämään tutkimuksessaan suhdanteiden ja listautumistoiminnan välisen yhteyden, sillä he eivät löytäneet korrelaatiota listautumisvolyymien ja bruttokansantuotteen kasvun välillä (Rydqvist & Högholm 1995).

Optimaalisena ajoitushetkenä listautumisen toteuttamiselle pidetään korkeasuhdanteen alkuvuosia (Selosmaa 2007). Pyrkimys olla oikeaan aikaan oman pääoman ehtoisilla markkinoilla ja ajoittaa listautuminen optimaalisesti markkinoiden mukaan, takaa annille suotuisan vastaanoton sekä varmistaa sen onnistumisen. Myös alkuperäiset omistajat hyötyvät onnistuneesta ja oikein ajoitetusta annista, koska heidän sijoituksena arvo nousee korkeamman osakekurssin johdosta ja he voivat myös vaihtoehtoisesti myydä osakkeensa korkealla tuotolla jälkimarkkinoilla. (Pastor & Veronesi 2005.) Jatkuvaan toimintaan pyrkivä yritys kuitenkin suunnittelee pörssiuraansa pitemmällä aikahorisontilla ja myöhempi kurssikehitys on tärkeässä osassa. Tilapäisten voittojen tavoittelu ei ole prioriteettina vaan pidemminkin listautumisen myönteinen sivutuote.

Ajoitusteorian mukaan korkotason nousu vähentää kysytyn velan määrää, koska korkean korkotason vallitessa, vieras pääoma muodostuu suhteellisesti kalliimmaksi rahoi-

tusmuodoksi. Tällöin pääsääntöisesti lainarahalla aikaisemmin toimintansa rahoittanut yritys, voi päättää turvautua osittain tai kokonaan myös oman pääomanehtoiseen rahoitukseen. Pörssinoteeraus voi vetää puoleensa, sillä listautumisesta aiheutuvat kokonaiskustannukset voivat pitemmällä aikavälillä alittaa vieraan pääoman kustannukset. (Brau ym. 2003.)

Pagano ym. (1998) esittävät, että yritys, joka saavuttaa äkillisesti tilapäisiä suuria voittoja voi haluta listautua sillä toivoo sijoittajien erehtyvän luulemaan tätä yrityksen pysyväksi olotilaksi ja siten yliarvostamaan yhtiön osakkeet. Näissä olosuhteissa, tilapäinen kannattavuuden kohentuminen yhdessä sijoittajien harhan kanssa kasvattaisi listautumisen todennäköisyyttä. (Pagano ym. 1998.) Yrityksien pyrkiessä kuitenkin yleensä jatkamaan toimintaansa kannattavasti myös listauksen jälkeen, tämän tyyppinen toiminta olisi yrityksen kannalta hyvin lyhytjänteistä. Siksi on hyvin epätodennäköistä, että listautumispäätös perustuisi yksinään tähän vaan taustalla vaikuttavat myös painavammat motiivit kuin pelkän harhan hyväksikäyttö.

Yhtälailla pankkisektorin huono joustavuus ja velkarahan heikko saatavuus voivat Jääskeläisen (1991) mukaan ohjata yrityksiä hakemaan pääomia listautumisen kautta. Lainanantajat voivat olla erityisen nihkeitä tarjoamaan velkarahaa investointiprojekteihin, joilla on suuremmaksi osaksi arvoa vain itse yrityksille tai yrityksille, joilla on paljon aineetonta omaisuutta taseessa, jota on vaikea arvottaa totuudenmukaisesti. Siten myös vieraan pääoman hinnan lisäksi velkarahan saatavuudella voi olla vaikutusta yritysten listautumispäätökseen. (Jääskeläinen 1991.)

Kuten Pagano ym. (1998) ja Rajan (1992) toteavat, listauksen seurauksena kilpailu eri rahoitusmuotojen ja tarjoajien välillä kiristyy ja yrityksen rahoitusriippumattomuus kohenee, joka alentaa tehokkaasti lainakustannuksia. Myös osakkeenomistajien ja velkojien välisistä konflikteista aiheutuvat agenttikustannukset ovat minimoitavissa, koska mm. lisääntyvä tiedonantovelvoite lisää yrityksestä saatavilla olevaa informaatiota. Brau ja Fawcettin (2006, 407) osoittavat kuitenkin tutkimuksessaan, että lainarahoituksen kallistuminen on heidän tutkimuksessa talousjohtajien mielestä lähes merkityksetön peruste listautumiselle, sillä vain alle 15 prosenttia tutkimuksen yrityksistä mainitsi sen syyksi hakeutua pörssiin.

Viitaten korkojen ja osakekurssien kausaliteettiin, toisaalta myös alhainen korkotaso voi houkutella yritystä tekemään listautumisannin tai -myynnin, koska alhainen korko vaikuttaa myös osakkeen arvostuksessa tuottovaatimukseen alentavasti. Kun yrityksen tulevia kassavirtoja diskontataan nykyhetkeen, alhaisempi pääoman kustannus eli tuottovaatimus nostaa yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvoa ja siten osakkeen arvostus nousee. (Selosmaa 2007, 9.) Osakkeitaan myyvät omistajat saavat ennen kaikkea paremman hinnan, mutta myös sijoittajat saattavat kiinnostua herkemmin yrityksestä osakkeiden korkeammasta arvostuksesta johtuen.

Motiivi listautumiselle voi syntyä siten myös silloin kun korkotaso on alhainen ja siitä riippumatta että riskitön vieras pääoma olisi suhteellisesti edullisempi tai turvallisempi rahoituslähde. Näin ollen Myersin ja Majlufin (1984) kehittämä, informaation epäsymmetrisyyteen ja hierarkiatasoon perustuva rahoituslähteiden pecking order -teoria, jonka mukaan tulorahoitus ja vieras pääoma olisivat dominoivia rahoitusmuotoja omaan pääomaan nähden, ei saa riittävästi tukea puolelleen.

2.4.2 Toimialan luonne ja ominaisuudet

Pagano ym. (1998) mukaan toimialoilla missä on tarjolla paljon positiivisen nettonykyarvon omaavia kasvumahdollisuuksia, on luonnollisesti myös suurempi investointi- ja pääomatarve. Listautuminen mahdollistaa sen, että yritys pystyy emission kautta kartuttamaan itselleen suuret pääomat. Myös toimialoilla, missä liiketoiminta vaatii huomattavan suuria panostuksia ja pääomia esimerkiksi nopeasti vaihtuvaan teknologiaan tai tutkimus ja kehitystoimintaan, on suurempia kannustimia hakeutua aikaisemmassa vaiheessa julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Julkisen kaupankäynnin kohteena oleva yritys kiinnostaa suurempaa sijoittajakuntaa ja suurempi sijoittajakunta mahdollistaa suurempien varojen aikaansaamisen kuin muiden rahoituskanavien kautta olisi välttämättä edes mahdollista. (Chemmanur & Fulghieri 1999.)

Brau ym. (2003) esittävät, että erityisesti huipputeknologia-alalla toimivat yritykset ovat etupäässä kovia listautumaan, joka on osittain selitettävissä toimialan vahvalla pääomaintensiteetillä. Huipputeknologia-alalla vallitsee myös enemmän epävarmuutta ja riskejä, koska yrityksien omaisuus ja resurssit ovat pitkälti aineettomia ja yrityskohtaisia. Aineettoman omaisuuden huonompi kelpoisuus vakuutena lainalle, huonompi likvi-

diteetti sekä suurempi riski ja epävarmuus voivat tehdä lainarahasta kallista. Koska pörssiyrityksiltä vaaditaan laajempaa ja yksityiskohtaisempaa tiedonantoa voidaan listautumisella viestiä ja jossain määrin vähentää sijoittajien ja muiden sidosryhmien epäluuloja. (Brau ym. 2003.)

Toinen toimialan luonteeseen liittyvä motivaatiotekijä on Maksimovic ja Pichler (2001) esittämä first mover -etu, jonka mukaan yritykset kiinnostuvat listautumisesta siitä syystä, että he ennakoivat, että heidän on mahdollista saavuttaa edelläkävijän etuja olemalla ensimmäinen pioneeritoimija markkinoilla tai toimialan sisällä. Erityisesti silloin kun toimiala näyttää elinkelpoisia merkkejä, pioneeriyritys voi päätyä rahoittamaan toimintansa listautumisannin kautta, jotta se kykenisi mahdollisemman nopeasti ja aikaisessa vaiheessa aikaansaamaan yksinoikeudella monopolivoittoja ja nappaamaan kilpakumppanien markkinaosuuksia itselleen. Pioneerina saavutettavissa olevat ennakoidut monopoli-voitot täytyy olla ylivoimaisesti suuremmat kuin listautumiseen liittyvät kustannukset ja riskit yhteensä. (Maksimovic & Pichler 2001.)

Listautumisannissa kerätyt pääomat yritys voi esimerkiksi käyttää nopean kasvun saavuttamiseen tai tuotemarkkinoilla laajentumiseen, joka antaa yritykselle kilpailuedun muihin toimijoihin nähden ja ainakin väliaikaisesti vaikeuttaa kilpailijoiden pääsyn samoille markkinoille (Ritter & Welch 2002). Myös Jääskeläisen (1991) tutkimus vahvistaa tätä näkökulmaa, sillä hänen mukaan listautuminen voi toimia kasvuhakuiselle, hyvin johdetulle yritykselle eräänlaisena ponnahduslautana lähteä johtamaan toimialan rakennemuutosta.

Myös yritykset, joilla olisi riittävästi omaa sisäistä tulorahoitusta uusien investointiprojektien toteuttamista varten, voivat tehdä listautumispäätöksen, koska he arvioivat että, näköpiirissä on kilpailijoiden mahdollinen listautuminen. Listautumisen taustalla on tarve pysyä toimialan kasvun mukana ja arvio siitä, että listautuminen ensimmäisten joukossa mahdollistaa toimialan markkinaosuuksien viemisen yksityisiltä vielä listaamattomilta kilpailijoilta. Samanaikaisesti torjutaan, että kilpailija veisi yritykseltä markkinaosuutta. Markkinaosuuksien vieminen kilpailijoilta voi perustua esimerkiksi siihen, että listautuvan yrityksen on mahdollista rekrytoida parempilaatuista työvoimaa tai sen uskottavuus ja luottamus yhteistyökumppaneiden suuntaan lujittuu julkisena yhtiönä. (Chemmanur & He 2011.) Chemmanur ja He (2011) toteavat, että listautuneet yritykset

nauttivat markkinaosuuden kasvusta enemmän suhteessa yrityksiin, jotka pysyvät yksityisenä, mutta kovin keskittyneillä toimialoilla lisäys on vähäisempää.

2.4.3 Taloudelliset, lainsäädännölliset ja poliittiset puitteet

Aktiivisilla ja suuret skaalaedut omaavilla kansainvälisillä pörsseillä on poikkeuksetta hyvän maineen lisäksi useasti myös melkoinen mediakattavuus, sillä kaupankäynnin osapuolina toimivat laaja heterogeeninen sijoittajakunta ja suuret institutionaaliset sijoittajaryhmät, joka saavat aikaan suuret kaupankäyntivolyymit. Kysyntä yksittäisille osakkeille on siten suurempaa ja potentiaalisia sijoittajia löytyy helpommin myös listausta harkitsevalle yritykselle. Myös riski on pienempi, koska osakkeiden likviditeetti on suurempaa ja sijoittajat pystyvät realisoimaan sijoituksensa eli irtautumaan sijoituskohteestaan auliimmin. (Korkeamäki & Koskinen 2009) Brealeyn ja Myersin (2003) mukaan myös informaatiotehokkuus on korkeampi näillä osakemarkkinoilla, joka lieventää epäsymmetrisen informaation ongelmia.

Hyvän näkyvyyden ja maineen vuoksi, näille pörsseille tehdään useasti kaksoislistauksia, joissa jo aikaisemmin yhteen pörssiin listattu yritys hakeutuu myös toiselle pörssilistalle. Pörssin maineella ja aktiivisuudella on erityisen tärkeä rooli kasvusuuntautuneiden, riskialttiiden ja erityisen paljon tutkimus- ja kehitystoimintaan pääomaa tarvitseville yrityksille. (Korkeamäki & Koskinen 2009.) Aktiiviset pörssit luovat yrittäjäomistajien kannalta hyvät puitteet omistusosuuden hajauttamiselle tai siitä kokoaan irtautumiselle. Bancel ja Mitto (2009) raportoivat, että yrityksille tärkeimmäksi kriteereiksi pörssilistan valintaan vaikuttavina tekijöinä tekeytyvät nimenomaan listan näkyvyys ja listalta mahdollisen pääomaa kartuttaminen. Pörssin maine ja kaupankäynnin aktiivisuus voivat keskeisesti rohkaista yrityksiä listautumaan.

Nykypäivänä lähes kaikissa järjestäytyneissä pörsseissä ovat listautumisvaatimukset ja -kriteerit varsin tiukat puhumattakaan lisääntyneestä tiedonantovelvollisuudesta ja valvonnasta. Italiassa listautumisvaatimukset olivat huomattavasti löyhemmät aina vuoteen 1989 asti, sillä CONSOB-listauskomissio määritteli vain kaksi pakollista listautumisvaatimusta, joista se oli kuitenkin valmis joustamaan erityistapauksissa. Yrityksille joilla on tavoitteena listautua joka tapauksessa tulevaisuudessa, voivat aikaistaa listautumispäätöstä kun esteet ovat vielä vähäisemmät. (Pagano ym. 1998) Nämä yritykset ennakoivat sitä, että listautumisvaatimuksia tai -kriteerejä saatetaan muuttaa tiukemmiksi

ja heidän yrityksen listaus voisi vaikeutua vastaisuudessa. Jenkinson ja Ljundgqvist (1996) esittävät vastaavanlaisesti, että listautumiskriteerien ja -vaatimusten höllennys lisää yritysten kiinnostusta listautumista kohtaan.

Myös erilaiset pörssien järjestämät kampanjat tai aletarjoukset, jotka tarjoavat esimerkiksi alennuksia tai vapautuksia tietyistä listatutumiskustannuksista voivat houkutella yrityksiä tekemään luontevammin listautumispäätöksen. Esimerkiksi Nasdaq OMX:n alaisuudessa toimiva Helsingin pörssi houkutteli viime vuoden maaliskuussa yrityksiä listautumaan, lupaamalla listautumis- ja kaupankäyntikuluista 50 prosentin alennuksen. Tämän lisäksi listautuva yritys olisi saanut ydinpalveluista myös 20 prosentin alennuksen listautumisen jälkeisenä vuonna. Näistä tarjouksista huolimatta yritykset eivät tarttuneet tilaisuuteen ja kampanjan teho jäi vaisuksi. (Noponen 2011.) Suomessa alekampanjat eivät ainakaan näytä toimivan ydinmotiivina, mutta ne voivat myötävaikuttaa vahvasti siihen, että yritys voi herkemmin pohtia ja tehdä listautumispäätöksen.

Ruotsissa toimi vuoteen 1980 asti vaihtovaluutta-järjestelmä, joka sai aikaan sen, että Ruotsin valtio pystyi kontrolloimaan ja siten rajoittamaan ulkomaalaisten omistusta ruotsalaisissa yrityksissä. Säännöstelyn purkamisen seurauksena ruotsalaiset osakemarkkinat vapautuivat ja aukenivat laajemmalle sekä monipuolisemmalle sijoittajakunnalle. Yhä useampi ruotsalainen yritys hakeutui uudistuksen myötä pörssiin jo siitä syystä, että heidän ei tarvinnut enää maksaa yhtä hulppeita riskipreemioita kuin ennen kun yrityksen osakkeille muodostui suurempi kansainvälinen kysyntä. (Rydqvist & Högholm 1995.)

Toinen keskeinen valtiontaloudellinen toimi, joka voi kannustaa listaamattomia yrityksiä hakeutumaan aktiivisemmin julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on yritysverotus käytäntöjen muuttuminen suotuisammaksi. Esimerkiksi Ruotsissa perustettiin vuonna 1982 Over The Counter eli OTC-markkinat, joka toimi varsinaisen pörssin rinnalla toisena virallisena listautumisvaihtoehtona. Vuosien 1982 - 1991 aikana yli puolet ruotsalaisista perheyrityksistä listautui varsinaisen Tukholman pörssin sijaan OTC-listalle, koska verotuksellisista syistä se oli kannattavampaa. (Rydqvist & Högholm 1995.)

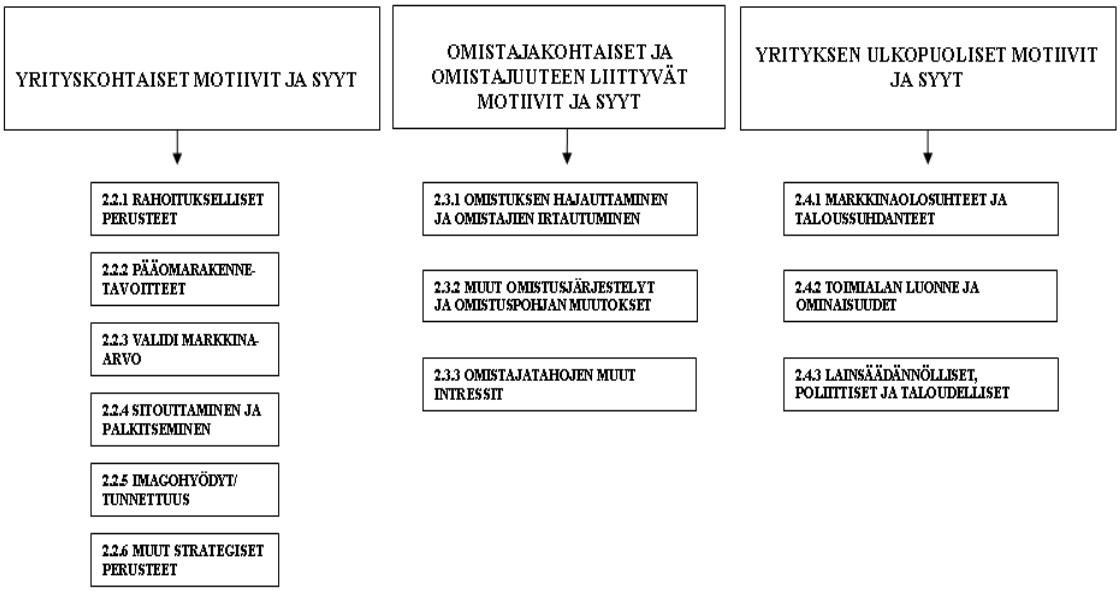
OTC-listan osakkeiden arvostus oli silloin 30 prosenttia kirja-arvosta verrattuna varsinaisen pörssin kalenterinvuoden markkinahinta arvostukseen. Myös muut julkiseen

pääoman kohdistetut verotuet ja -kannustimet, jotka rajoittuivat kotimaisiin ja julkisesti noteerattuihin yrityksiin ovat voineet saada aikaan sen, että ruotsalaiset yritykset ovat listautuneet aktiivisemmin. (Rydqvist & Högholm 1995.) Vastaavasti, myös Paganon ym. (1998) tutkimustulokset osoittavat, että verokannustimen käyttö lisäsi listautumisen todennäköisyyttä vaikutuksen ollessa tilastollisesti merkitsevä viiden prosentin tasolla.

2.5 Yhteenveto

Kun edellä esitetyt yksittäiset viitekehykset 1, 2 ja 3 yhdistetään, muodostavat ne yhdessä pääviitekehyksen missä motiivit on jaoteltu pääluokittain yrityskohtaisiin, omistajakohtaisiin ja yrityksen ulkopuolisiin listautumismotiiveihin sekä näiden alaluokkiin. Alla olevassa pääviitekehyksessä (kuvio 5) on kuvattu kootusti kaikki aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa esitetyt mahdolliset pörssilistautumismotiivit ja -syyt pää- sekä alaluokittain.

Yrityskohtaiset listautumismotiivit ja -syyt ovat tekijöitä, jotka ensisijaisesti hyödyttävät ja palvelevat yritystä. Mahdollisia yrityskohtaisia listautumismotiiveja ja -syitä on kaikista eniten ja niihin kuuluvat seuraavat alaluokat: rahoitukselliset perusteet, pääomarakennetavoitteet, validi markkina-arvo, henkilöstön ja muiden sidosryhmien sitouttaminen ja palkitseminen, imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen sekä muut strategiset perusteet. Kuuteen alaluokkaan jakautuu edelleen 14 yksittäistä listautumismotiivia.



Kuvio 5 Kaikki listautumismotiivit ja –syyt kootusti (Pääviitekehys)

Omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit ja -syyt ovat tekijöitä, jotka eivät suoranaisesti hyödytä itse yritystä ja sen toimintaedellytyksiä vaan enemminkin luovat yrittäjä-omistajille henkilökohtaisia etuja. Pääluokan alaluokkia ovat seuraavat: omistuksen hajauttaminen ja omistajien irtautuminen, muut omistusjärjestelyt ja omistuspohjan muutokset sekä omistajatahojen muut intressit. Yksittäisiä listautumismotiiveja on kolmen alaluokan alla yhteensä kymmenen.

Yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ja -syyt ovat tekijöitä, joihin yritys ei ainakaan suoranaisesti pysty itse vaikuttamaan, koska ne tulevat yrityksen ulkopuolelta. Luokkaan kuuluvat seuraavat kolme alaluokkaa: markkinaolosuhteet ja taloussuhdanteet, toimialan luonne ja ominaisuudet sekä lainsäädännölliset, poliittiset ja taloudelliset puitteet eli valtiontaloudelliset toimet. Kolmeen alaluokkaan jakautuu yksittäisiä listautumismotiiveja yhteensä kaksitoista.

Yritysten laajasta kirjosta ja erilaisista toimintatavoista sekä lähtökohdista johtuen, erilaisia mahdollisia listautumismotiiveja ja -syitä on kaiken kaikkiaan hyvin kattava joukko. Mikään motiivi tai syy ei todennäköisesti ole yksinään kuitenkaan järin ylivoimainen päätöksen perustaksi vaan lopulliseen päätökseen vaikuttavat monet tekijät, joiden hyötyjen ja haittojen välillä yritys huolellisesti puntaroi ennen lopullista listautumispäätöstä.

3 TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT

3.1 Aineiston keruu

Tutkimusaineiston perusjoukon muodostavat First North sekä First North Premier -segmenteissä vuoden 2011 marraskuussa rekisteröityneenä olleet 128 yritystä. First North Nordic -säännöt edellyttävät, että kaikkien markkinapaikalle kaupankäynnin kohteeksi hakeutuvien yritysten on laadittava ja julkaistava yhtiöesite tai vaihtoehtoisesti arvopaperimarkkinalain mukainen listalleottoesite kun kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä tarjotaan osakkeita yleisölle merkittäväksi. Tutkimuksen kirjallinen aineisto koostuu kaikista saatavilla olevista listalleotto- tai yhtiöesitteistä, joissa yritykset raportoivat muuan muassa listautumismotiivejaan. Esitteet kerättiin vuoden 2011 marraskuun ja joulukuun välisenä aikana ja yritysten nimet, toimialat ja yhteystiedot selvisivät suoraan Nasdaq OMX First North internetsivuilta.

Esitteet ovat julkisia dokumentteja ja suurilta osin saatavilla suoraan yrityksen omilta internetsivuilta tai maakohtaisen Finanssivalvonta viranomaisen kautta. Suomalaisten yritysten osalta ne löytyvät Finanssivalvonnan esiterekisteristä. Osa esitteistä, jotka eivät löytyneet suoraan internetsivuilta tai viranomaiselta, on tiedusteltu kohdeyrityksien talousjohtajilta tai sijoittajasuhteista vastuussa olevilta henkilöiltä. Näiden lisäksi esitteitä on tiedusteltu myös yrityksien hyväksytyiltä neuvonantajilta. Kaikkia esitteitä oli kuitenkin mahdotonta saada käsiin ja näin ollen lopulliseksi otoskooksi muodostuu 79 yritystä. Otosyrityksien osuus koko perusjoukosta on 62 prosenttia. Seuraavaksi havainnollistetaan ja kuvataan otosyritysten oleellisia taustamuuttujia eli ominaisuuksia ja niiden jakaumaa erilaisten liitteenä olevien kuvioiden ja taulukoiden avulla.

3.2 Aineiston kuvaus

Lopullisessa 79 yrityksen otosaineistossa, 88 prosenttia on ruotsalaisia yrityksiä. Sekä suomalaisia että kanadalaisia yrityksiä on otoksessa molempia 4 prosenttia ja loput 4 prosenttia muodostuu kahdesta tanskalaisesta ja yhdestä yhdysvaltalaisesta yrityksestä (liite 1). Tiukempia vaatimuksia ja esimerkiksi IFRS -standardeja noudattava Premier -segmentti on tarkoitettu erityisesti yhtiöille, jotka tavoittelevat suurempaa näkyvyyttä ja

suunnittelevat siirtymistä päälistalle tulevaisuudessa (First North internetsivut a 2011). Premier -segmenttiin kuuluvia yrityksiä on otoksessa vain 19 eli 24 prosenttia (liite 2).

Taulukko 1 esittää otosaineiston jakauman Global Industry Classification Standard eli GICS -toimialaluokituksen ja First Northiin liittymisvuoden mukaan. Suurimmat toimialat ovat teollisuustuotteet ja -palvelut, kulutustavarat ja -palvelut, perusteollisuus sekä informaatioteknologia, joiden osuus koko ostoksessa on yli 60 prosenttia. Yritykset edustavat eri toimialoja kutakuinkin suhteellisen tasaisesti eikä mikään yksittäinen toimiala ole ylivoimaisesti suurempi muihin nähden. Vuosi 2007 on ollut kaikista suosituin liittymisvuosi 34 prosentin osuudella, mikä on todennäköisesti selitettävissä yritysten varovaisella suhtautumisella kauppapaikan toimintaan sen aloitusvuonna 2006. Toiminnan keskivaiheessa liittymisaktiivisuus on laskenut hieman, mutta viimeisten kahden vuoden aikana se on jälleen lähtenyt uuteen nousuun.

	Liittymisvuosi						
Toimiala	2006	2007	2008	2009	2010	2011	f (f %)
energia	1	3			1	2	7 (9)
IT	1	5	2			3	11 (14)
kulutustavarat ja -palvelut	4	3	4	1		1	13 (16)
perusteollisuus	1	4	1	1	3	1	11 (14)
päivittäistavarakauppa	1	1		1			3 (4)
rahoitus	1	3	1	1		2	8 (10)
teollisuustuotteet ja -palvelut	3	5		3	2	1	14 (18)
terveydenhuolto	2	1			3	4	10 (13)
tietoliikennepalvelut		1					1 (1)
yhdyskuntapalvelut		1					1 (1)
f (f %)	14 (18)	27 (34)	8 (10)	7 (9)	9 (11)	14 (18)	79 (100)

Taulukko 1 Otosaineisto toimialoittain ja liittymisvuoden mukaan

First North otosyrityksien kokoa ja toiminnan laajuutta kuvataan esitteissä ja tilinpäätöksissä raportoitujen henkilöstön ja liikevaihdon perusteella. Käytetty henkilöstön suure on koko konsernin keskimääräinen henkilöstön lukumäärä vuotta ennen First Northiin liittymistä. Vastaavanlaisesti liikevaihto on koko konsernin nettoliikevaihto vuotta ennen First Northiin liittymistä miljoonissa Ruotsin kruunuissa (MSEK). Vertailukelpoisuuden vuoksi yrityksien osalta, joiden liikevaihto oli esitetty muissa valuutoissa, liikevaihto muunnettiin Kauppalehden valuuttahistoriassa esitetyn liittymisvuoden päätöskurssin avulla Ruotsin kruunuiksi. Eri arvot luokiteltiin neljään henkilöstö- ja liikevaihtoluokkaan, jotka on esitetty liitteissä 3 ja 4. Suurin osa First North yrityksistä ovat

sekä henkilöstön lukumäärällä että liikevaihdolla mitattuna pieniä tai keskisuuria kasvavia yrityksiä, jotka ovat vielä toimintansa alkuvaiheessa. Tätä vahvistaa myös liitteessä 5 esitetty perustamisvuoden yritysluokittelu, jonka mukaan lähes 90 prosenttia otosyrityksistä on perustettu viimeisen kahdenkymmenen vuoden ja reilusti yli puolella on vasta alle kymmenen vuoden toimintahistoria takanaan.

Liite 6 esittää otosyritysten lukumäärän, jotka ovat siirtyneet muilta kauppapaikoilta First Northiin (Aktietorget, Nordic Growth Market, Nya Marknaden) tai ovat listattuna toisella markkinapaikalla. First North korvasi Nya Marknadenin vuonna 2006. Reilu neljännes yrityksistä on tullut toiselta kauppapaikalta First Northiin. Kuitenkin lähes 70 prosenttia yrityksistä ei ole siirtyneet mistään toisesta markkinapaikasta. Kolme yritystä haki rinnakkaislistausta First Northiin, niiden ollessa listattuna jo valmiiksi TSX Venture Exchange Torontossa. Tämän lisäksi yksi yritys on jo listattuna Lontoon pörssin yhteydessä toimivassa Alternative Investment Marketissa (AIM) ja yksi yhdysvaltalaisessa Nasdaq pörssissä. Näiden lisäksi listaamattomien yritysten osakkeilla voi käydä kauppaa epävirallisilla Over the counter eli OTC-listoilla.

3.3 Aineiston käsittely ja analysointi

Tutkimustavoitteen saavuttamiseksi kaikkien saatavilla olevien esitteiden (79 kpl) osalta kirjataan ja analysoidaan yritysten raportoimia motiiveja ja syitä hakeutua kaupankäynnin kohteeksi vaihtoehtoiselle First North kauppapaikalle. Motiiveja ja syitä peilataan suhteessa teoriaosassa rakennettuun viitekehykseen siten, että verrataan onko ne yhtäläisiä teoriassa esitettyjen pörssilistautumismotiivien kanssa. Yhtäläisyyksien ja erityispiirteiden osalta analysoidaan tarkemmin mistä ne voisivat johtua. Lopuksi tutkitaan vielä yksityiskohtaisemmin varianssianalyysin avulla onko liittymisvuodella, toimialalla ja yrityskoolla (mitattu liikevaihdolla) merkitystä merkittävämpien motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen.

Tutkimusaineiston käsittely ja analyysi toteutetaan monivaiheisesti siten, että se on yhdistelmä sisällönanalyysiä, sisällön erittelyä ja varianssianalyysiä. Sisällönanalyysi on tekstinanalyysimenettelytapa, jonka avulla voidaan analysoida ja kuvata dokumentteja eli esimerkiksi kirjoitettuja sisältöjä systemaattisesti ja objektiivisesti sanallisessa muodossa. Pyrkimyksenä on saada tutkittavasti ilmiöstä kuvaus tiivistetyssä ja selkeässä muodossa järjestelmällä aineisto siten, että luotettavien johtopäätösten tekeminen olisi

luontevaa. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 103-104.) Käsillä olevassa tutkimuksessa tämä tarkoittaa sitä, että sisällönanalyysin ensimmäisessä vaiheessa esitteiden sisällöstä erotetaan tutkimuksen kannalta tärkeä ja oleellinen informaatio eli raportoidut listautumismotiivit. Tämä pitää sisällään tekstin litterointia, pelkistämistä ja koodaamista. Oleellinen informaatio kirjoitetaan hallitsemista ja analysoimista helpottavaan muotoon ja ryhmitellään luokkiin, jotka perustuvat tutkimuksen teorialuvussa kaksi esitettyihin viitekehyksiin. Erityispiirteille muodostetaan omat luokat.

Eskola (2001, 136) esittää kolme erillistä sisällönanalyysimuotoa, jotka ovat aineistolähtöinen, teoriasidonnainen ja teorialähtöinen. Tämän tutkimuksen analyysi etenee enimmäkseen teoriasidonnaisena. Analyysimuodolla on teoreettisia kytkentöjä teorian toimiessa esimerkiksi apuna analyysin tekemisessä. Aikaisempi tieto ohjaa ja auttaa analyysissa, mutta itse analyysi etenee kuitenkin aineiston ehdoilla. Teoreettiset käsitteet tuodaan valmiina ilmiöstä jo tiedettynä mutta pyrkimyksenä on avata ihan uusiakin ajatusuria vaikka viitekehyksestä saattaa löytyä jo valmiit kategoriat, joihin aineisto suhteutetaan. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 96 -97 ja 117.) Teoreettisella viitekehyksellä on korostunut merkitys ja asema myös tässä tutkimuksessa, mutta analyysissä edetään etupäässä kuitenkin aineiston ehdoilla, koska esitteistä pyritään ensisijaisesti löytämään motiiveja hakeutua First Northiin keskittymällä myös kauppapaikan erityispiirteisiin.

Laadullisen sisällönanalyysin lisäksi toteutetaan sisällön erittelyn piiriin kuuluva kvantifointi mikä tarkoittaa sitä, että tekstin sanallinen sisältö muutetaan numeeriseen muotoon ja kuvataan kvantitatiivisesti, jotta lukuisia eri motiiveja ja erityispiirteitä voidaan esittää frekvenssien ja erilaisten jakaumien muodossa (Tuomi & Sarajärvi 2009, 106). Tutkimuksessa lasketaan esimerkiksi kuinka moni otosyritys ilmaisee tietyn motiivin/erityispiirteen hakeutua First Northiin eli eri motiivien/erityispiirteiden yleisyys ja mikä motiivi/erityispiirre on eniten raportoitu yritysten keskuudessa. Kvantifioinnin hyötynä on, että se tuo ladullisen sisällönanalyysin ja tulkinnan rinnalle erilaista näkökulmaa ja lisätietoa ilmiöstä.

Kvantifioinnin avulla kolmantena analyysimenetelmänä hyödynnetään yksisuuntaista varianssinanalyysia, joka toteutetaan PSPP -ohjelmistolla. Varianssianalyysi on Alkulan, Pöntisen ja Ylöstalon (2002, 257) mukaan hyvin käyttökelpoinen kausaalianalyysin työväline. Sen tavoitteena on kuvata ja tutkia ovatko selitettävien muuttujien keskiarvot

tilastollisesti merkitsevästi erisuuruisia selittävien muuttujien eri luokissa (KvantiMOTV). Käsillä olevassa tutkimuksessa tutkitaan yksityiskohtaisemmin eroavatko First North otosyritysten tärkeimpinä pidetyt motiivit ja erityispiirteet liittymisvuosimuuttujan, toimialamuuttujan ja yrityskokomuuttujan (mitattu liikevaihdolla) eri luokissa eli onko selittäjillä merkitystä motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen. Tilastollisena testinä käytetään F-testiä. F-testisuure sekä siihen liittyvä p-arvo kuvaavat ryhmien välisten erojen tilastollista merkitsevyyttä eli millä todennäköisyydellä nollahypoteesi keskiarvojen yhtäläisyydestä voidaan hylätä (KvantiMOTV). Varianssianalyysi täydentää ja antaa syvällisemmän kuvauksen ilmiöstä kuin mihin laadullinen sisällönanalyysi ja kvantifiointi antavat mahdollisuudet.

3.4 Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti

Käsillä olevan tutkimuksen luotettavuutta on pyritty ennen kaikkea vahvistamaan sillä, että tutkimusprosessia kuvaillaan riittävän tarkasti, jolloin lukijalle annetaan riittävästi tietoa oman arvioinnin muodostamisen perustaksi. Tulkinta on tavoitteeltaan rikasta ja tutkija osoittaa huolellisuutta, tarkkuutta sekä esittää mahdolliset virhelähteet.

Tämän tutkimuksen kenties eniten luotettavuutta heikentävä tekijä on se, että esitteissä julki tuodut ja raportoidut motiivit eivät välttämättä esitä todellisia motiiveja vaan enemminkin tavoitteita tai tahtotiloja. Kuten Jääskeläinen (1991, 14) esittää omassa selvityksessään, perimmäiset listautumismotiivit näyttivät olevan yllättävän usein toisia kuin mitä alun perin oli esitteissä esitetty. Tämän selvittämiseksi olisi tarpeen tutkia listautumisen jälkeisiä todellisia pääomankäyttökohteita, joka ei kuitenkaan ollut tässä tutkimuksessa aika- ja resurssitekijöistä johtuen mahdollista. Tutkimuksen laatua ja luotettavuutta voidaan kuitenkin tarkemmin arvioida reliabiliteetti ja validiteetti käsitteiden kautta.

Reliabiliteetti tarkoittaa mittaustulosten toistettavuutta ja ristiriidattomuutta eli ei sattumanvaraisuutta. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa käsite saa seuraavia tarkentavia piirteitä: tuloksien tulee olla yhdenmukaisia riippumatta eri indikaattoreiden käytöstä, niiden tarkkuus tulee selvittää toistoilla, useampien tutkijoiden tulee tutkia samaa kohdetta ja ilmiön tulee jatkua samankaltaisena. (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005, 255.)

Tässä tutkimuksessa reliabiliteettia on pyritty lisäämään muuan muassa sillä, että on käytetty useampia analyysimenetelmiä, jotka täydentävät ja tarkentavat ilmiötä. Lisäksi myös oleellisen informaation koodaus, eli se mihin teoreettisen viitekehyksen osaan yrityksen raportoimat lausumat on sijoitettu, on suoritettu kahteen kertaan. Tutkimusasetelmassa koodauksia ei vähäisten resurssien takia voitu kuitenkaan suorittaa siten, että koodaukset olisi lisäksi tarkistanut toinen henkilö.

Validiudella tarkoitetaan pääpiirteisesti sitä missä määrin tietty valittu mittari, väite, tulkinta tai tulos edustaa tai vastaa juuri sitä kohdetta mitä tarkastellaan. Kvalitatiivisissa tutkimuksissa validiteetti jaotellaan usein lisäksi sisäiseen ja ulkoiseen validiteettiin missä sisäinen viittaa sisäiseen loogisuuteen sekä ristiriidattomuuteen ja ulkoinen tarkoittaa tulosten yleistettävyyttä myös muihin tapauksiin. (Koskinen ym. 2005.)

Tyydyttävästä otoskoosta johtuen (62 prosenttia perusjoukosta), tutkimustulokset voivat olla enemminkin otoskohtaisia kuin täysin yleistettävissä koko perusjoukkoon. Puutetta on yritetty korjata kuitenkin varianssianalyysin keinoin, joka Alkula ym. (2002, 258) mukaan pyrkii kertomaan missä määrin otoksesta saatu tulokset voidaan pitää uskottavina myös perusjoukossa. Kausaalisuhteiden osalta on käytännössä mahdotonta vakuuttua siitä, että kahden muuttujan yhteys ei olisi minkään kolmannen muuttujan vaikutuksesta syntynyt. Tämä johtuneen siitä, että kaikkien yhteiskuntien menneitä, nykyisiä ja tulevia tiloja ei tunneta. (Alkula ym. 2002, 199-200.) Tämä on tärkeä tutkimuksen päätelmien validiutta koskeva rajoitus, jota on vaikea eliminoida täysin tässäkään tutkimuksessa.

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET

4.1 Keskeiset tutkimustulokset listautumismotiiveista

Luvussa kolme aikaisempien pörssiä käsittelevien tutkimuksien ja kirjallisuuden pohjalta rakennettu teoreettinen viitekehys esittää yhteensä 36 keskeistä motiivitekijää hakeutua julkisen kaupankäynnin kohteeksi viralliseen pörssiin. Monenkeskisenä kauppapaikkana First North -markkinapaikan toimintaperiaatteet ja yritysten taustat eroavat niistä virallisiin pörsseihin nähden. Tavoitteellisesti kauppapaikalle hakeutuneiden yritysten ja pörssiyrityksien välillä ei kuitenkaan ole havaittavissa täysin poikkeavia eroja, sillä First North otosyritykset raportoivat puolet eli 18 samaa motiivia kuin pörssiyritykset. Muita 18:ta listautumismotiivia ei mainita otosyrityksissä lainkaan perusteeksi.

Jokainen otosyritys raportoi keskimäärin neljä motiivia hakeutua First Northiin, minimin ollessa yksi ja maksimin kymmenen. Pieni osa yrityksistä ei laske liikkeelle ollenkaan uusia osakkeita ja listautuvat siten muista kuin puhtaasti rahoituksellisista syistä. Noin kolmannes yrityksistä raportoi motiivit hyvin eksplisiittisesti ja tarkasti, loput ylimalkaisemmin menemättä yksityiskohtiin. Yksityiskohtaisemmin motiivit raportoivat yritykset perustelevat keskimäärin enemmän hakeutumista First Northiin, mainostamalla esimerkiksi maineikkaita yhteistyösuhteita tai hyviä verkostoja ja välejä tärkeiden tahojen kanssa.

First North kauppapaikalle hakeutuneiden yritysten tärkeimmiksi tekijöiksi osoittautuvat yrityskohtaiset listautumismotiivit ja -syyt, sillä ne ovat toistuvimmin raportoituja otosyritysten yhtiöesitteissä. Teoreettisen viitekehyksen perusteella mahdollisia yrityskohtaisia listautumismotiiveja on yhteensä 14 ja niistä 9 (64 %) mainitaan vähintään yhdessä ja enimmiltään 61:ssa otosyrityksessä. Yrityskohtaiset listautumismotiivit ovat pörssien tavoin myös First North yritysten osalta tiheän raportoinnin kohteena mahdollisesti juuri siksi, että listauksella tavoitellaan ensisijaisesti yritykseen kohdistuvia hyötyjä ja etuja.

Yrityskohtaiset listautumismotiivit kuten esimerkiksi välilliset vaikutukset vieraaseen pääomaan tai optimaalisen pääomarakenteen saavuttaminen nousivat pörssilistojen osalta tehdyissä aikaisemmissa tutkimuksissa tärkeiksi listautumismotiiveiksi. Yksikään

First North yritys ei kuitenkaan tämän otantaryhmän pohjalta mainitse näitä syiksi hakeutua kauppapaikalle. Raportoinnin ulkopuolelle jäävät myös oman pääoman joustavuus suhteessa vieraaseen pääomaan ja validi markkina-arvo toiminnan kehittämisen tueksi. Motiivit ovat saattaneet jäädä raportoimatta, koska yritykset eivät halua luoda vaikutelmaa, että listautuminen olisi vain välillinen keino saavuttaa muita tärkeimpiä tavoitteita. Optimaalisen pääomarakenteen saavuttamisen motiivi on todennäköisesti sivutettu, koska nykypäivänä liiketoiminta on kompleksisempaa kuin ennen. Kustannusten minimointi tai arvon maksimointi on yksiselitteisesti vaikeaa, koska ne koostuvat monista eri tekijöistä.

Omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit ja -syyt ovat toiseksi tärkeimpiä ja yleisempiä, sillä otosyritykset raportoivat niistä puolet (5/10) syyksi hakeutua First North kauppapaikalle. Koska First North on suunnattu virallisia pörssejä pienemmille yrityksille voi omistajien näkökannat ja omistajiin liittyvät hyödyt olla siten myös merkittävässä roolissa. Pörssiyrityksiin verrattuna, pienissä ja kasvuvaiheessa olevissa First North yrityksissä omistus on todennäköisesti ennen kauppapaikalle listautumista vielä varsin keskittynyttä. Siten ei ole poikkeuksellista, että omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät motiivit ja -syyt ovat otosyrityksissä yleisiä yrityskohtaisten motiivien lisäksi.

Yksikään otosyritys ei mainitse omistajakohtaisista listautumismotiiveista riskien hajauttamista, omistajien varallisuuden maksimointia tai toimimattoman omistusrakenteen purkamista ja sen uudistamista motiiviksi. Myöskään osinkojen veroetuja omistajille tai parempia lainavakuuksia henkilökohtaisille lainoille ei raportoida. Motiivit ovat todennäköisesti jätetty tarkoituksella raportoinnin ulkopuolelle, koska ne ovat negatiivissävytteisiä ja saattavat karkottaa uusi tahoja sijoittamasta yhtiöön. Röelin (1996, 1076) mukaan myyntiaikeisiin liittyviä motiiveja ei tavanomaisesti haluta korostaa yhtiöesitteissä, koska ne voivat antaa negatiivisia signaaleja ja esimerkiksi alentaa saatavilla olevaa hintaa.

Yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ja -syyt olivat vähiten raportoituja otosyrityksien keskuudessa. Niiden osalta vain kolmasosa eli 33 prosenttia raportoi motiivin syyksi hakeutua First North kauppapaikalle, siten että kaksi aktiivisemmin raportoitua motiivia kattaa 15 yritystä ja kaksi vähiten raportoitua viisi yritystä. Raportoiduille mo-

tiiveille on vaikea määritellä mitään yhteistä, joten järkevät perustelut tai selitykset ovat puutteellisia.

Yrityksen ulkopuolisiin listautumismotiiveihin kuuluvia valtiotaloudellisia toimia eli poliittisia ja lainsäädännöllisiä puitteita ei raportoitu yhdessäkään otosyrityksessä. Myöskään yliarvostuksen tai poikkeustilanteen hyödyntämistä, korkeaa korkotasoa ja velkarahan heikkoa saatavuutta tai vaihtoehtoisesti alhaista korkotasoa ei raportoitu. Tämä voineen olla selitettävissä sillä, että yritykset eivät yhtiöesitteissä halua vahvasti painottaa näitä motiiveja, koska ne ovat pääsääntöisesti asioita, jotka ovat yrityksen vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella. Yritykset haluavat näyttäytyä vahvoina instituutioina, missä asiat ovat yrityksen omassa hallinnassa.

Seuraavassa luvussa yksityiskohtaisemman tarkastelun kohteena ovat tärkeysjärjestyksessä yleisyyden mukaan alle kootusti esitetyt 18 First North -kauppapaikan listautumismotiivia, jotka ovat yhtäläisiä pörssiyrityksien listautumismotiivien kanssa. Tavoitteena on tarkastella yhtiöesitteissä esitettyjä näkökohtia ja analysoida miksi motiivit on raportoitu. Osa motiiveista raportoidaan yhtä toistuvasti ja siten ne ovat tärkeysjärjestyksessä yhdenvertaisia. Motiivitiedot löytyvät pylväsdiagrammina liitteestä 7.

(1) *Rahoitustarve: kasvu, investoinnit, toiminnan kehittäminen*
(1) *Imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen*
(3) *Vaihdantapaikka ja markkina-arvo*
(4) *Yrityskauppojen/-järjestelyiden/fuusioiden helpottaminen*
(5) *Monipuolisemmat/vaihtoehtoiset rahoituslähteet*
(6) *Laajempi omistuspohja ja siihen liittyvät edut*
(7) *Taseen vahvistaminen ja tasapainottaminen/velkarahoituksen supistaminen*
(8) *Aktiiviset ja suuret arvopaperipörssit*
(8) *Kasvumahdollisuudet ja pääomaintensiteetti*
(8) *Kansainvälistymistavoite*
(11) *Optiomahdollisuus: uudet annit tulevaisuudessa*
(12) *Henkilöstön ja muiden sidosryhmien sitouttaminen ja palkitseminen*
(13) *Spin-off ja carve-out tilanteet*
(14) *First mover -edut ja kilpailijoiden toiminta*
(14) *Suotuisten markkinaolosuhteiden/suhdanteiden hyödyntäminen (oikea ajoitus)*
(16) *Luottoluokituksen parantaminen*
(16) *Venture capital ja pääomasijoittajien irtautumisstrategia*
(16) *Sukupolvenvaihdokset*

4.1.1 Yhtäläisyydet pörssilistautumismotiivien kanssa

(1) Monissa aikaisemmissa pörssilistoja käsittelevissä tutkimuksissa ja kirjallisuudessa merkittävämpänä listautumissyynä esitetty rahoitustarve on myös First North yritysten kohdalla yksi tärkeimpänä pidetty motiivi 77 prosentin raportointiosuudella. Yritykset ilmoittavat tarvitsevansa pääomaa toteuttaakseen erilaisia suunniteltuja ja tulevaisuudessa ilmaantuvia projekteja, investointeja ja hankkeita sekä strategioita, joilla parantaa yhtiön mahdollisuuksia kehittää liiketoimintaa sekä kasvaa erityisesti pohjoismaissa ja Baltian alueella. Kasvutahtia halutaan kiihdyttää ja kasvua haetaan sekä orgaanisesti että yritysostojen kautta.

Osassa motiivin raportoineissa yrityksissä on käynnistetty jo hanke tai useampia hankkeita, joihin tarvitaan lisärahoitusta projektien loppuunsaattamiseksi. Emissiotuottoja käytetään esimerkiksi edistämään tuotteita kohti tuotantoa ja lisäarvoa, jotta yritykset kykenevät saavuttamaan positiivisen kassavirran. Tämä siis johtuu talouden kiertokulkumallista, menojen ennenaikaisuudesta tuloihin nähden. Kasvavina yrityksinä listautumisannilla rahoitetaan maantieteellistä sekä valikoimaan kohdistuvaa laajentamistoimintaa ja helpotetaan uusien toimintojen sekä tuotannon käynnistämistä. Rahalliset panostukset tutkimus ja tuotekehittelyyn sekä toiminnan tehostamisen esimerkiksi markkinoinnin ja myynnin osa-alueilla koetaan myös useassa yrityksessä oleellisina motiivitekijöinä.

Koska listaus tuo yrityksiin uusia taloudellisia resursseja, on motiivi pörssien lisäksi myös odotetusti yksi merkittävämmistä ja eniten raportoiduista syistä hakeutua First North kauppapaikalle. Vaadittavat investoinnit ovat usein niin merkittäviä, että tulorahoitus tai omistajien varallisuus ei yksinään tai yhdessä ole riittävä rahoitusmuoto investointien tai muiden suunnitelmien läpiviemiseksi. Kaikki terveydenhuolto-toimialalla toimivat yritykset raportoivat motiivin. Nämä yritykset harjoittavat enimmäkseen hyvin kallista tutkimus- ja kehityspainotteista liiketoimintaa, joten on perusteltua, että ne keräävät pääomia listautumisannin kautta. Myös IT-alalla toimivat yritykset mainitsevat motiivin toistuvasti, joka voi olla selitettävissä sillä, että toimialalla vallitsee paljon epävarmuutta ja erilaisia riskejä ja siten muut vaihtoehtoiset rahoituskanavat ovat yritysten ulottumattomissa.

(1) Rahoitustarpeen kanssa yhtä merkittävä ja tärkeä motiivi hakeutua First North kauppapaikalle on listauksella saavutettavissa olevat imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen eri sidosryhmien keskuudessa. Motiivin raportoi myös 77 prosenttia kaikista otosyrityksistä. Yleisesti listauksen koetaan lisäävän yhtiön kokonaisnäkyvyyttä ja -tunnettavuutta sekä kotimaassa että kansainvälisellä tasolla ja johtavan lisääntyneeseen mielenkiintoon yhtiötä kohtaan niin median kuin muidenkin sidosryhmien osalta. Lisääntynyt huomio voi kohentaa yrityksen mainetta ja vakiinnuttaa sen asemaa merkittävänä toimijana. Nämä seikat voivat välillisesti heijastua positiivisesti liiketoimintaan ja helpottavaa tulevaisuuden kasvua. Toiminnassaan vakiintuneille ja markkinajohtajan asemassa toimiville yhtiölle, kiinnostuksen ylläpitäminen ja uskottavuuden lisäys pitkäaikaisena ja vakaana kumppanina ovat korostuneimpia lähtökohtia.

Eritoten suurempaa sijoittajahuomiota tavoittelee 25 yritystä, joiden mielestä listaus lisää yhtiön näkyvyyttä, tietoisuutta ja kiinnostusta laajemman sijoittajajoukon keskuudessa ja houkuttelee uusia sijoittajia, mutta myös enemmän kansainvälisiä ja institutionaalisia sijoittajia merkitsemään yhtiön osakkeita. Kauppapaikalla koetaan olevan hyvä kattavuus, näkyvyys ja uskottavuus, koska se toimii osana kansainvälistä Nasdaq OMX -konsernia. 57 prosenttia kaikista First Northiin listavaihdoksen tehneistä yrityksistä raportoi motiivin. Motiivilla on kiinteä yhteys aktiiviset ja suuret arvopaperipörssit motiiviin kanssa, sillä kauppapaikalla oletetaan olevan enemmän sijoittajia ja sen seurauksena myös suuremmat kaupankäyntivolyymit. Sen sijaan First Northiin rinnakkaislistauksen tehneistä yrityksistä vain 40 prosenttia ilmoitti suuremman sijoittajahuomion motiiviksi. Yhtiöiden ollessa listattuna jo virallisessa pörssissä, mielenkiinto kohdistuu todennäköisesti enemmänkin tavoittamaan myös pohjoismaalaisia sijoittajia ja luomaan likvidimpi sijoitus yhtiössä jo osakkeenomistajana oleville ruotsalaisille sijoittajille.

Rekrytointimahdollisuuksien uskotaan parantuvan kuudentoista yrityksen kohdalla. Listauksen arvioidaan vaikuttavan positiivisesti mahdollisuuksiin houkutella, palkata ja pitää osaavaa henkilökuntaa yhtiön palveluksessa, koska yhtiön tunnettavuus ja huomio työnhakijoiden keskuudessa kasvaa. 65 prosenttia motiivin raportoinneista yrityksistä ovat alle 50 henkilöstön kokoisia yrityksiä. Tämä ei sinänsä ole poikkeuksellista, koska koko otoksesta noin 91 prosenttia on alle 150 henkilöstön yhtiöitä. Mielenkiintoisempaa on huomata, että yksikään yli 150 henkilöstön yhtiö eli raportoi motiivia tärkeäksi. Tästä voisi päätellä, että näissä yhtiössä henkilöstö on saavuttanut jo sopivan henkilöstöta-

son ja uusien työntekijöiden rekrytointi ei ole painoarvoltaan enää suhteellisesti muihin motiiveihin nähden yhtä tärkeää.

Neljätoista yritystä pyrkii listauksella erityisesti lisäämään asiakkaiden kiinnostusta ja tietoisuutta yrityksestä ja sen tuotteista ja/tai palveluista, jonka varassa rakentaa vahvaa brändia. Lisääntynyt tietämys ja luottamus brändin ympärille edesauttavat myyntiä. Osa myös uskoo, että listaus lisää yhtiön uskottavuutta pitkäaikaisena ja vakaana tavaran- ja palveluntuottajana ja helpottaa neuvotteluja potentiaalisten asiakkaiden kanssa. Lähes 40 prosenttia motiivin raportoinneista yrityksistä toimii IT-alalla ja loput tasapuolisesti kulutustavara ja -palvelut tai teollisuustuotteet ja -palvelut toimialalla. Erityisesti pienille ja nuorille teknologiayrityksille maineen kohentaminen ja näkyvyyden lisäys ovat Braun ja Fawcettin (2006) sekä Bancelin ja Mittonin (2009) mukaan tärkeitä perusteita hakeutua pörssiin. Eskelinen ja Räsänen (1995) arvioivat, että listautumisesta saattaa olla erityisesti hyötyä yrityksille, jotka markkinoivat tuotteitaan suoraan loppukäyttäjille eli mm. kulutustavara- ja -palveluyritykset. Tutkimustulokset vahvistavat molempia pörssilistautumisen osalta esitettyjä näkemyksiä.

Kuuden yrityksen mielestä, listaus lisää toimittajien tietämystä yhtiöstä ja parantaa yhtiön asemaa toimittajiin ja muihin yhteistyökumppaneiden nähden. Esimerkiksi neuvotteluvoima toimittajien kanssa kasvaa kun yrityksen luottoluokitus paranee vahvistuneen taseen seurauksena. Lisääntynyt näkyvyys helpottaa uusien kontaktien luomisessa ja vahvistaa pitkäaikaisia yhteistyösuhteita merkittävien toimijoiden kanssa. Myös suurempi huomio analyytikoilta ja toimialajärjestöiltä arvellaan olevan listauksen myönteisiä vaikutuksia. Brau ja Fawcettin (2006) tutkimuksessa lähes kolmannes vastaajista esitti, että listautuminen palvelee analyytikkojen huomion herättämistä, mutta First Northissa sen painoarvo on hyvin vähäinen mahdollisesti siksi, että First North ei ole varsinainen pörssilista. Analyytikkojen päähuomio suuntautuu todennäköisesti suurempia kaupankäyntivolyymejä kattavien pörssiyritysten toimintaan.

(3) Kolmanneksi tärkeimmäksi syyksi hakeutua First Northiin osoittautuu vaihdantapaikan ja markkina-arvon luominen, sillä reilu 50 prosenttia yrityksistä raportoi motiivin yhtiöesitteissä. Yritykset mainitsevat, että listaus kauppapaikalle parantaa ja vahvistaa osakkeiden likviditeettiä, sillä se tarjoaa vanhoille osakkeenomistajille järjestelmällisen kaupankäyntialustan ja vaihdantapaikan hajauttaa tai realisoida omistus yhtiöstä. Pa-

rempi likviditeetti yhdessä oikeudenmukaisen ja markkina-arvomäärityksen kanssa houkuttelee myös uusia osakkeenomistajia, koska he voivat sijoittaa osakkeisiin ja käydä niillä kauppaa joustavammin ja vapaammin kuin noteeraamattoman yrityksen osakkeilla. Osana kansainvälistä Nasdaq OMX -konsernia, osakkeilla on näkyvä ja toimiva vaihtopaikka, jonka seurauksena osakkeiden kaupankäynnin ja vaihdon odotetaan lisääntyvän.

Kolme kanadalaista First Northiin rinnakkaislistausta hakenutta yritystä raportoi, että osa osakkeista on ruotsalaisten sijoittajien hallussa ja rinnakkaislistauksella halutaan luoda osakkeille likviditeettiä, joka mahdollistaa sen että osakkeilla voidaan jatkossa käydä laajemmin kauppaa. Yksi toisaalla listattuna oleva yritys hakee rinnakkaislistausta First Northiin, koska haluaa helpottaa suomalaisten ja ruotsalaisten sijoittajien osakevaihdantaa. Rinnakkaislistaus lisää huomattavasti näiden osakkeenomistajien arvoa.

Kaikki osakkeenomistajat, sekä vanhat että uudet, hyötyvät paremmasta likvidieettistä. Kuitenkin lähes neljännes yrityksistä painottaa, että osakkeiden likviditeetin lisäys on erityisen myönteistä nykyisille osakkeenomistajille. Vain yksi yritys tarkentaa, että vanhat omistajat tarjoavat osan hallussaan olevista osakkeista myyntiin listautumisannin yhteydessä, mutta säilyttävät kuitenkin noin puolet omistuksesta. Yllättävää on se, että moni yritys korostaa vahvasti vanhojen omistajien irtautumishyötyjä, joka voi antaa negatiivisia signaaleja ja karkottaa uusia sijoittajia varsinkin kun ei tarkenneta heidän säilytysosuutta yhtiön omistuksesta. Suurin osa First North yrityksistä ovat perheyhtiöitä tai vastaavanlaisen yhtiömuodon omaavia yhtiöitä. Yrityksien kasvaessa on ilmeistä, että yhtiömuotoa halutaan muuttaa, siten että yrittäjien ja yrityksen taloudet erotetaan itsenäisiksi kokonaisuuksiksi. Tästä näkökulmasta tarkasteluna, motiivin yleisyys ei ole yllättävää.

(4) Yrityskauppojen, -järjestelyiden ja fuusioiden helpottaminen raportointiin yli kolmanneksessa yrityksistä motiivina hakeutua First Northiin. Yritysten mielestä listaus kauppapaikalle luo paremmat edellytykset tulevaisuuden yritysostoille ja yksinkertaistaa niiden toteuttamista, koska likvidejä ja markkinahintaisia osakkeita voidaan käyttää maksuvälineenä ja valuuttana tulevissa yrityskaupoissa. Monet yritykset arvioivat, että näköpiirissä on potentiaalisia ostokohteita, ja kun mahdollisuus ilmaantuu, yritykset haluavat toimia nopeasti. Mainittuja yritysostokohteita ovat esimerkiksi tutkimusyrityk-

set ja yhteistyökumppanit sekä yhteistyötä tekevien yhteisyrityksien perustaminen. Yrityskauppojen kautta yritykset tavoittelevat mahdollisesti skaala- tai synergiaetuja, millä kasvaa ja laajentaa omaa liiketoimintaa.

Brau ja Fawcettin vuoden 2006 kyselytutkimuksessa lähes 60 prosenttia yhdysvaltalaisista talousjohtajista piti motiivia ensisijaisen tai toissijaisen tärkeänä. First Northin tapauksessa se yltää neljänneksi motiivien yleisyyden mukaan. Koska monet First North yritykset ovat pieniä, toimintansa alkuvaiheessa olevia ja kasvua tavoittelevia yhtiöitä, ei ole yllättävää, että yli kolmas osa yrityksistä raportoi motiivin syyksi hakeutua kauppapaikalle. Yritysostot ovat pienille yrityksille luonnollisempi ja yksinkertaisempi tapa saavuttaa nopeaa kasvua kuin esimerkiksi orgaaninen laajentuminen. Validin markkinaarvon lisäksi, yritys pystyy myös First North listauksella viestimään paremmin olemassa olostaan, joka voi helpottaa yrityskauppojen tekemistä. Listauksen myötä syntyvä optiomahdollisuus antaa yritykselle mahdollisuuden toteuttaa tulevaisuudessa syntyvän yrityskaupan myös suunnatulla annilla, jossa asiantuntemuksen ja avainhenkilöiden siirtäminen onnistuu paremmin kun heille voidaan tarjota osakkeita.

(5) Monipuolisemmat ja vaihtoehtoiset rahoituslähteet ovat aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa esitetty yhdeksi universaaliseksi rahoitukselliseksi perusteeksi listautua pörssiin. First North yrityksistä 25 prosenttia raportoi motiivin syyksi hakeutua kauppapaikalle. Yrityksien mielestä yhtiöille avautuu osakemarkkinoiden kautta uusi kanava hankkia pääomaa käyttöönsä ja rahoittaa toimintansa. Uusi rahoituslähde tekee rahoituksen saamisen helpommaksi, sillä se luo suoran pääsyn uusille ja laajemmille pääomamarkkinoille. First North yrityksenä ne pääsevät käsiksi pohjoismaisen sijoituspääoman lisäksi myös kansainvälisiin varoihin, koska kauppapaikka on osa kansainvälistä Nasdaq OMX -konsernia.

Kaksi yritystä mainitsi lisäksi, että pääsy uusille pääomamarkkinoille vähentää riippuvuutta nykyisistä pääomistajista ja lisää yhtiön rahoituksellista joustavuutta. Yksi yrityksistä on spin-off, mutta kumpikaan ei ole perheyhtiö, jonka rahoitus voisi olla hyvin yksipuoleisesti riippuvaista yrittäjän varallisuudesta. Rahoituksellinen riippumattomuus voi olla spin-off- ja kasvua hakeville yrityksille tärkeää, koska halutaan saavuttaa taloudellisesti itsenäinen yhtiö. Motiivin ollessa muissa aikaisemmissa pörssilistoja koskevissa tutkimuksissa hyvin vahvasti painotettu on hämmästyttävää, että se ei kuitenkaan

ole useamman First North yrityksen mielestä yhtä merkitsevä. Yritykset ovat voineet pitää motiivia itsestäänselvyytenä ja erillistä mainitsemista tarpeettomana.

(6) Lähes yksi neljäs osa otosyrityksistä ilmoitti motiiviksi laajemman omistuspohjan ja siihen liittyvät edut. Pääsääntöisesti yritysten tavoitteena on laajentaa yhtiön omistuspohjaa ja sitä kautta varmistaa yhtiön jatkossa tarvitsema pääoma liiketoimintasuunnitelmien ja muiden tavoitteiden toteuttamiseksi. Listauksen myötä osakkeet ovat laajemmassa jakelussa ja yritys saavuttaa vakaamman omistajarakenteen omistuksen jakautuessa niin institutionaalisiin kuin yksityisiin sijoittajiin. Erityisesti institutionaalisten sijoittajien kasvua pidetään toivottavana. Yksi yritys painotti vahvasti, että se haluaa vähentää yhtiön riippuvuutta nykyisistä pääomistajista. Kolmen kanadalaisen yrityksen rinnakkaislistauksen tavoitteena on lisätä erityisesti ruotsalaisten osakkeenomistajien määrää, sillä kiinnostuksen on havaittu kasvavan siellä suunnalla.

Laajempaan omistuspohjaan liittyvät edut esitetään esitteissä hyvin ylimalkaisesti ja yksikään yritys ei yksityiskohtaisemmin erittele eduiksi esimerkiksi riskien ja vastuiden jakamista, asiantuntemuksen ja uusien näkemyksien lisäystä tai eturistiriitojen lieventämistä. Motiivilla on keskeinen yhteys listavaihdoksiin, aktiiviset ja suuret arvopaperipörssit- sekä monipuolisemmat rahoituslähteet -motiiveihin. Kaksi laajemman omistuspohjan motiiviksi ilmoittanutta yritystä ovat siirtyneet toiselta markkinapaikalta First Northiin. Samaiset yritykset mainitsevat myös syyksi hakeutua First Northiin sen, että kauppapaikka pystyy tarjoamaan arvostettuna pääomamarkkinapaikkana suuremmat kaupankäyntivolyymit muihin vaihtoehtoihin verrattuna. Kohtalaisen suuri osa (42 %) motiivin raportoinneista yrityksistä mainitsee myös motiiviksi monipuolisemmat rahoituslähteet erilaisten rahoitustarpeiden kattamiseen.

(7) Pääomarakennetavoitteeseen kuuluva taseen vahvistaminen ja tasapainottaminen sekä velkarahoituksen supistaminen raportoitiin 23 prosentin osalta tärkeäksi listautumisperusteeksi. Nämä yritykset tähtäävät listautumisannilla pääsääntöisesti vahvistamaan tasetta ja kassavaroja jo ennen toiminnan laajentamista, mutta myös aikaansaamaan positiivisen kassavirran tai kattamaan alijäämää. Yksi yritys lisäsi, että vahvistettu tase luo uskottavuutta toiminnan jatkuvuudesta. Osa yrityksistä halusi parantaa myös taloudellista vakautta käyttämällä osan emissiotuotoista yhtiön tai tytäryhtiön lainan maksuun esimerkiksi siten, että lainanantaja voi lunastaa yhtiön osakkeita velkoja vas-

taan. Annin koetaan vahvistavan ennen kaikkea yhtiön vakavaraisuutta mutta myös maksuvalmiutta.

Tutkimustulos on joksikin ristiriitainen Paganon ym. vuonna 1998 toteutetun tutkimuksen kanssa, jonka mukaan italialaiset yritykset haluavat listautumisella vahvistaa tasetta etupäässä voimakkaan kasvuvaiheen ja investointien toteuttamisjakson jälkeen. First North yritysten osalta, enemmistö laajentaa toimintaansa ja pyrkii kasvuun vasta listautumisannin jälkeen. First North yrityksillä on pörssiyrityksiin nähden suhteellisen lyhyempi toimintahistoria takanaan hakeutuessa kauppapaikalle.

Velkojen vähentämisen tai pois maksamisen motiiviksi maininneet yritykset, ovat yhtä yritystä lukuun ottamatta perustettu vuoden 2004 jälkeen. Täten Mikkelsonin ym. (1997) esitetty tutkimustulos, jonka mukaan Yhdysvalloissa vanhemmat yritykset käyttävät listautumisannissa kerättyjä varoja nuorempiin yrityksiin verrattuna enemmän vanhojen velkojen lyhentämiseen ei saa vahvaa tukea puolelleen. Erot yhdysvaltalaisten ja eurooppalaisten pääomamarkkinoiden välillä ovat kuitenkin jo itsessään merkittävät.

(8) Tutkimustuloksien mukaan 15 otosyrityksistä (19 prosenttia) piti aktiivista ja suurta arvopaperipörssiä eli taloudellista puitetta tärkeänä syynä listautumiselle. Yritysten mielestä First Northin yhteispohjoismaalaisuus ja kuuluminen OMX -konserniin luovat yhtiön osakkeille näkyvän vaihtopaikan ja varmistavat yhtiölle korkean arvostuksen. Kauppapaikka koetaan arvostettuna ja tunnustettuna pääomamarkkinapaikkana, jolla on tietynlainen laatuleima, joka houkuttaa sekä pohjoismaalaisia että kansainvälisiä sijoittajia. Institutionaalisten sijoittajien osuus voi kasvaa ja ylipäänsä kauppapaikalla uskotaan voivan tavoittaa suurempaa sijoittajajoukkoa kuin muilla vastaavanlaisilla listoilla.

Pienemmillä markkinapaikoilla on suurempi likviditeettiongelma ja vähäisempi vaihto. Pienetkin kysynnän ja tarjonnan vaihtelut heittelevät kurssitasoa ja isoista osake-eristä on vaikea päästä eroon ilman että kurssi laskee (Jääskeläinen 1991, 41). Kolmannes motiivin maininneista yrityksistä on tehnyt listavaihdoksen NGM tai Aktietorgetista First Northiin. Osana Nasdaq OMX -konsernia, kauppapaikalla arvioidaan olevan suuremmat kaupankäyntivolyymit, vaihtuvuus ja likviditeetti muihin vaihtoehtoihin verrattuna. Korkeamäen ja Koskisen (2009) mukaan pörssin maineella ja aktiivisuudella on erityisen tärkeä merkitys kasvusuuntautuneille yrityksille. Näin ollen onkin yllättävää,

että jopa 77 prosenttia kaikista otosyrityksistä mainitsee kasvun saavuttamisen jossain asiayhteydessä, mutta vain neljännes raportoi edellä esitetyn motiivin syyksi hakeutua First Northiin.

(8) Yrityksen ulkopuolisiin listautumismotiiveihin kuuluvan kasvumahdollisuudet ja toimialan pääomaintensiteetti -motiivin mainitsi myös 15 otosyritystä. Osa yrityksistä arvioi, että he toimivat huimaa kasvupotentiaalia omaavilla toimialoilla, missä listauksella on mahdollista rakentaa pääomavahvuutta. Muut ilmoittivat, että heidän toimintansa vaatii vahvasti pääomaa. Listaus parantaisi erityisesti kasvumahdollisuuksia ja näköpiirissä avautuvat mahdollisuudet liiketoiminnan kehittämiseen olisivat paremmin toteutettavissa. Erilaisia kasvumahdollisuuksia tarjoavat niin vanhat kuin myös uudet markkinat, yritysostot sekä toimialan rakennemuutokset. Kasvustrategia halutaan toteuttaa viipymättä, jotta voidaan hyödyntää olemassa olevat liiketoimintamahdollisuudet.

Motiivin maininneista yrityksistä lähes puolet toimii IT- toimialalla ja koko otoksen IT-toimialan yrityksistä vastaava luku on yli 60 prosenttia. Kuten Brau ym. (2003) esittävät, huipputeknologia-alalla (ml. IT) vallitsee enemmän epävarmuutta ja riskejä, jotka kannustavat yrityksiä listautumaan aikaisemmassa vaiheessa. Motiivilla on lisäksi hyvin läheinen yhteys rahoitustarve motiiviin. Tämä ei kuitenkaan aiheuta ristiriitaa, sillä kaikki yritykset yhtä lukuun ottamatta raportoivat molemmat motiivit esitteissä syyksi hakeutua First Northiin.

(8) Viisitoista yritystä ilmoitti myös kansainvälistymistavoitteen yhdeksi syyksi hakeutua First Northiin. Suurin osa yrityksistä uskoo, että listaus edesauttaa kansainvälistymistä ja toiminnan laajentamista Euroopassa ja erityisesti Pohjoismaissa ja Baltian alueilla. Vain yksi yritys mainitsi Euroopan lisäksi Etelä-Amerikan markkinat. Brändia halutaan rakentaa ja tuotteita lanseerata myös kotimaan ulkopuolella. Listauksen mukana lisääntyvän näkyvyyden uskotaan helpottavan yritysten sijoittumista ulkomaalaisilla markkinoilla ja helpottavan tuotteiden myyntiä ja markkinointia uusilla valituilla kohdemarkkinoilla.

Kaikki nämä yritykset raportoivat myös rahoitustarve motiivin, joka läheisesti liittyy kansainvälistymistavoitteeseen. Yritykset ovat ymmärtäneet, että kansainvälistyminen on nykypäivänä tärkeää jo kilpailukyvyn ylläpitämisen kannalta. Siten olisi ollut odotet-

tavissa, että vielä suurempi joukko olisi ilmoittanut motiivin yhdeksi keskeiseksi motiiviksi. Koska First Northin on yhteispohjoismaisen markkinapaikka, se sopii hyvin yhteen yritysten tavoitteisiin kansainvälistyä erityisesti muihin Pohjoismaihin.

(11) Optiomahdollisuuden eli uusien antien järjestäminen tulevaisuudessa osoittautui kymmenen yrityksen osalta yhdeksi merkittäväksi motiivitekijäksi. Yritysten mielestä listaus kauppapaikalle helpottaa lisäpääoman hankintaan tulevaisuudessa sekä pääsyä pääomiin julkisten uusantien kautta. Yritykset mainitsevat mm. että listaus luo paremmat edellytykset toteuttaa pääomalisäyksiä, jolla rahoittaa laajentumista, kehittää toimintaa ja nostaa tuotantokapasiteettiä jatkossa. Koska motiivilla on läheinen yhteys monipuolisempien ja vaihtoehtoisten rahoituslähteiden motiivin kanssa, olisi ollut odotettavissa, että samat yritykset raportoivat molempia motiivitekijöitä. Optiomahdollisuuden motiivin raportoi puolet vähemmän kuin toisen motiivin ja vain kolme yritystä raportoi molemmat motiivit.

(12) Seitsemän yritystä ilmoitti yhtiöesitteessä laskevansa liikkeelle osakkeiden lisäksi osto-optioita ja/tai optiotodistuksia First North kauppapaikalle hakeutumisen yhteydessä. Yksi yritys kohdisti osto-option kymmenelle avainhenkilölle, yksi johdolle ja yksi koko henkilökunnalle. Muut yritykset jättivät tarkentamatta optioiden saajakohteen. Yhdessä yrityksessä esitetään tarkemmin, että optioiden käyttö vahvistaa konsernin ja työntekijöiden välistä sidettä ja toimii inspiraation lähteenä. Toisessa mainitaan, että se antaa yhtiön sidosryhmille mahdollisuuden omistuksen kautta sitoutua ja motivoitua yhtiön palveluiden käyttämisestä ja henkilökunnalle lisämotivaatiota tehokkaaseen ja tulokselliseen työhön.

Eri sidosryhmien sitouttamiseksi ja palkitsemiseksi järjestetyt kohdistetut annit voidaan ymmärtää osana imagokysymystä. Mielenkiintoiseksi esittäytyy miksi kuitenkin niin pieni osa yrityksistä raportoi motiivin vaikka imagohyötyjen ja tunnettavuuden lisääminen todettiin edellä yhdeksi tärkeimmäksi syyksi hakeutua kauppapaikalle. Niin kuin teoriassa esitetään, optiot voivat edistää yrityksen toimintaa monin tavoin, velvoittamatta kuitenkaan mihinkään. Motiivilla on läheinen yhteys rekrytointimahdollisuuksien parantamisen kanssa, sillä erilaiset tulospalkkiot ja henkilöstöannit ovat keinoja pitää osaavaa henkilöstöä yhtiön palveluksessa.

(13) Spin-off ja carve out-out tilanteet olivat kuuden yrityksen kohdalla motiivi hakeutua First North kauppapaikalle. Muutama yritys mainitsee, että liiketoiminta-alueen eriyttäminen omaksi listauksen kautta antaa emoyhtiölle mahdollisuuden keskittyä toiseen liiketoimintaan. Tämä parantaa edellytyksiä rakennemuutoksiin, helpottaa erillisten yhtiöiden arviointia ja virtaviivaistaa toimintaa, joka luoneen erityisesti lisäarvoa osakkeenomistajille. Erillisellä listauksella saavutetaan yritysten mielestä myös toiminnallisesti ja taloudellisesti itsenäisen yhtiö, jolla on parhaat mahdollisuudet saavuttaa vahva markkina-asema ja sitä kautta kasvaa. Itsenäisenä yhtiönä se pystyy kehittymään paremmin oman organisaation kautta, sillä yhtiö voi toimia oman johdon alla. Tämä kasvattaa erillisen yrityksen taloudellista joustavuutta. Kaikki kuusi yritystä ovat kooltaan hyvin erikokoisia, joten yrityskoko ei kelpaa selittäväksi tekijäksi listautumiselle.

Koko otoksesta harva yritys mainitsee motiivin syyksi hakeutua First Northiin, joka voi johtua esimerkiksi siitä, että osa yrityksistä on pieniä perheyrityksiä, jotka ei kuulu mihinkään suurempaa konserniin. Vaihtoehtoisesti ne jotka ovat osa suurempaa konsernia, voidaan haluta erittää konsernista vasta myöhemmin esimerkiksi siirtyessä viralliselle pörssilistalle, jotta ne saavat kasvaa rauhassa.

(14) Yhteensä viisi First North yritystä raportoi yrityksen ulkopuolisiin syihin kuuluvan first mover -edun tai kilpailijoiden toiminnan eli mm. markkinaosuuksien kasvattamisen listautumismotiiviksi. Kolmen yrityksen kohdalla listauksen taustalla on halu säilyttää ja vahvistaa markkina-asemaa. Kaksi yhtiötä on alansa markkinajohtajaa ja ovat päättäneet listautua, lujittaakseen ja vahvistaakseen asemaansa tavoitteena olla alansa markkinajohtaja. Yksi yritys ilmoittaa, että heille tärkeä listauksen tuoma hyöty on first mover -etu, joka asettaa yrityksen ideaaliseen tilanteeseen muodostaa parhaat yhteistyösuhteet. Listauksella yritykset kokevat saavuttavan kilpailuetua muihin toimijoihin nähden, sillä vahva asema vaikeuttaa kilpailijoiden toimintaa ja vähentää markkina-osuuksien menettämistä.

(14) Suotuisten markkinaolosuhteiden ja suhdanteiden hyödyntäminen eli oikeaaikainen ajoitus ilmoitettiin myös viidessä yrityksessä tärkeäksi perusteeksi hakeutua First Northiin. Kaikissa yrityksissä koettiin, että aika on oikea ja optimaalinen noteeraukselle, koska markkinaolosuhteet ovat suotuisat. Yksikään yritys ei avaa tarkemmin miksi markkinaolosuhteet ovat suotuisat listautumisajankohdan aikaan. Kaksi yritystä

kuitenkin mainitsi oikea-aikaisuuden johtuvan lisäksi siitä, että markkinoilla on lupaavia ja mielenkiintoisia yritysostokohteita ja liiketoiminta mahdollisuuksia, joiden avulla kasvaa.

Kaikki viisi listautumista ajoittuvat aikavälille 11/2006 – 06/2007, jolloin vallitsi vielä hyvä suhdannevaihe ja pörssiarvot olivat keskimäärin korkeat ennen finanssikriisin alkua. Myös Nasdaq OMX Nordic Exchangin listautuvien yritysten määrä oli tuolloin kasvussa. (World Federation of Exchanges 2012.) Vuodet 2006 ja erityisesti 2007 olivat First Northissa vilkkaimpia listautumisvuosia, joten on mahdollista, että kuumat markkinat ja muiden yritysten listautuminen on houkutellut kauppapaikalle myös muita yrityksiä. Kuten Brau ja Fawcett (2006) toteavat, myös listautumiskustannukset laskevat kun paljon yrityksiä päättää hakeutua yhtäaikaisesti pörssiin, koska yrityksien ja sijoittajien ei tarvitse panostaa yhtä intensiivisesti voimavaroja epäsymmetrisen tietoongelmien lieventämiseen. Yllättävin tulos on, että näistä viidestä yrityksestä vain yksi on spin-off yritys, joka on voinut turvautua ensisijaisesti rahoituksessa emoyhtiöön. Täten herää kysymys onko yhtiö haettu First Northiin vain, jotta se voisi hyötyä tilapäisesti suotuisasta listautumisajankohdasta.

(16) Vain yksi yritys koko 79 yrityksen otoksesta raportoi yrityskohtaisen luottoluokituksen parantamisen yhdeksi motiiviksi tai syyksi hakeutua First Northiin. Yrityksen mukaan listautuminen aikaansaa vahvemman taseen sekä kassan ja nämä puolestaan kasvattavat yrityksen luottoluokitusta. Paremman luottoluokituksen arvellaan parantavan erityisesti yrityksen neuvotteluvoimaa toimittajien kanssa. Sama yritys mainitsee myös taseen vahvistamisen ja tasapainottamisen yhtenä keskeisenä syynä hakeutua kauppapaikalle, joka oli myös 17 muun yrityksen mielestä tärkeä peruste. On mahdollista, että nämä yritykset eivät ole kokeneet tärkeäksi mainita erikseen luottoluokituksen parantamisen motiivia, koska se on luonnollinen seuraus vahvemmasta taseesta.

(16) Omistajakohtaisiin ja omistajuuteen liittyvä venture capital ja pääomasijoittajien irtautumisstrategia mainittiin myös vain yhden yrityksen kohdalla listautumismotiivina. Yrityksen pääomistaja ostaa, kehittää ja myy yhtiöitä ja se uskoo, että noteeraus ja osakkeiden jakaminen on paras myyntikanava, jonka avulla yritys voi jatkaa menestyksekästä tietä itsenäisenä kirjapainona. First North yritysten edustaessa kuitenkin suurimmaksi osaksi pieniä tai keskisuuria kasvavia yrityksiä olisi odotettavissa, että use-

ammassa yrityksessä toimisi pääomasijoittajia. Täten on yllättävää, ettei useampi yritys raportoi motiivia syyksi hakeutua kauppapaikalle. Kuten Gilson & Black (1998) kuitenkin esittävät tämä saattaa johtua osittain siitä, että venture capital organisaatioiden toiminta ei ole toistaiseksi vielä pankki-keskeisissä Euroopan maissa yhtä laaja-alaista kuin Yhdysvalloissa, missä toiminta on enemmän markkinapainotteista.

(16) Motiivi hakeutua First North kauppapaikalle sukupolvenvaihdoksen takia mainittiin vain yhdessä yrityksessä syyksi listautumiselle. Yritys on lähes 50 vuoden ikäinen perheyritys, joten uuden sukupolven jatkaminen on ajankohtaista. Sukupolvenvaihdoksen uskotaan aikaansaavan uutta osaamista ja uusia liiketoimintamahdollisuuksia yritykseen. Vaikka moni First North yritys onkin aloittanut toimintansa perheyrityksenä tai toimii edelleen perheyrityksen yhtiömuodossa, lähes 90 prosentilla on takana alle kahdenkymmenen vuoden toimintahistoria. Siten on mahdollista, että sukupolvenvaihdokset eivät ole todennäköisesti tulleet vielä ajankohtaiseksi muissa yrityksissä.

Seuraavaksi kuvataan ja analysoidaan, raportoitujen First North kauppapaikan listautumismotiivin tapaan, yksityiskohtaisemmin tärkeysjärjestyksessä yleisyyden mukaan alla kootusti esitettyjä seitsemää First North -kauppapaikan listautumisen erityispiirrettä. Erityispiirteet ovat havaittuja ominaisuuksia, jotka liittyvät listautumiseen ja ovat ominaisia kauppapaikalle, mutta eroavat pörssilistautumismotiiveista. Erityispiirteet on kuvattu graafisesti liitteessä 8.

(E1) *Siirtyminen First Northista pörssiin (ensiaskel ja ponnahduslauta)*
(E2) *Käyttöpääomatarve*
(E3) *Rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin*
(E4) *Luonnollinen askel kehityskaaressa*
(E5) *Pääoma listavaihtoon*
(E5) *Selviytyminen ja toiminnan jatkaminen*
(E5) *Siirtyminen pörssistä First Northiin (pörssilistakriteerit täyttämättä)*

4.1.2 First North kauppapaikan erityispiirteet

(E1) Kaikista vahvemmin esille nouseva erityispiirre 14 prosentin (11 yritystä) raportointiosuudella liittyy siihen, että kauppapaikalle hakeutuneet yritykset mieltävät First Northin ensiaskeleena ja eräänlaisena ponnahduslautana kohti päämarkkinoita eli virallisia arvopaperipörssejä. Näiden yrityksien tavoitteena on siirtyä Nasdaq OMX Nordic

Stockholm päälistalle tai muulle kansainvälisille arvopaperipörssille 1-5 vuoden aikavälillä.

Yritysten mielestä First North kauppapaikalle liittyminen auttaa hankkimaan tarvittavaa kokemusta ja helpottaa myöhempää listasiirtoa, sillä kauppapaikan infrastruktuuri, toimintamekanismit, ja jakeluverkostot ovat yhtenäisiä Pohjoismaisen pörssin kanssa. Osakkeilla ja muilla rahoitusvälineillä käydään myös samaan tapaan kauppaa reaaliajassa. (First North internetsivut a 2011.) Kuitenkin vähemmän säädellystä toimintaympäristöstä ja matalammista vaatimuksista johtuen, yrityksillä on paremmat edellytykset kasvaa ja kehittää toimintaansa rauhassa ja saavuttaa yrityskoko, millä on paremmat mahdollisuudet siirtyä viralliseen pörssiin tulevaisuudessa.

Erityispiirteen maininneista yrityksistä 55 prosenttia (6 yritystä) ovat olleet ensin listautuneista toisella markkinapaikalla ja ovat sieltä siirtyneet First Northiin. Eritoten näiden yrityksien kohdalla First North voidaan olettaa toimivan tietynlaisena välivaiheena aiemman markkinapaikan ja virallisen pörssin välillä. Yrityksen kulloisenkin kehitys- ja kasvuvaiheeseen tahdistetaan sopiva markkinapaikka ja kehityskulun jatkuessa nämä yhtiöt siirtyvät myöhemmin varsinaiselle pörssilistalle. Osana suurta Nasdaq OMX -konsernia, First North oletettavasti nähdään muihin MTF- vaihtoehtoihin verrattuna kansainvälisempänä ja kattavuudeltaan laajempana markkinapaikkana, mistä on paremmat edellytykset ponnistaa Nasdaq OMX Nordic Stockholmin pörssiin.

Tiukemmat vaatimukset ja velvoitteet omaava First North Premier -segmentti on tarkoitettu erityisesti yhtiöille, jotka tavoittelevat suurempaa näkyvyyttä ja suunnittelevat siirtymistä päälistalle tulevaisuudessa (First North internetsivut a 2011). First North Premier -segmenttiin kuuluvia yrityksiä on koko otoksessa yhteensä 19, mutta vain 6 yritystä (32 %) mainitsee siirtyvänsä viralliselle pörssilistalle vastaisuudessa. Vastaavaa luku kaikista erityispiirteen maininneista yrityksistä on 55 prosenttia.

Luvut ovat kohtalaisen alhaisia ja antavat viitteitä siitä, että Premier -segmenttiin kuuluvat yhtiöt eivät ole suhteellisesti yhtään halukkaampia hakeutumaan myöhemmin viralliseen pörssiin kuin Premier -segmenttiin kuulumattomat yhtiöt. Täten on kyseenalaista onko Premier -segmenttiin liittyvät lisäpanostukset ja -vaatimukset ollenkaan perusteltuja ja kannattavia segmenttiin kuuluvien yritysten osalta. On toki mahdollista,

että yritykset pitävät suurempaa näkyvyyttä tarpeeksi merkityksellisenä asiana ja haluavat olla segmentissä ensisijaisesti esimerkiksi imagohyötyjen vuoksi. Eskelisen ja Räsäsen (1995) mukaan näkyvyydestä hyötyvät erityisesti tuotteitaan suoraan loppukäyttäjille markkinoivat yritykset ja lähes 40 prosenttia erityispiirteen mainitsematta jättäneistä Premier -segmenttiin kuuluvista yrityksistä toimivat kulutustavarat ja -palvelut toimialalla.

Kaiken kaikkiaan 14 raportointiprosentti erityispiirteelle on hyvin alhainen ottaen huomioon, että merkittävä osa First North yrityksistä ilmoittaa tavoitelleensa kasvua ja toiminnan laajentamista myös tulevaisuudessa. Toimintastrategia on tapana määritellä pitkäksi aikaa eteenpäin, joten mahdollinen tulevaisuudessa tapahtuva pörssilistautuminen on hyvin todennäköisesti jo hyvissä ajoin yrityksen tiedossa. On kuitenkin mahdollista, että yritykset eivät halua mainostaa asiaa, koska sen voidaan ajatella herättävän negatiivisia tuntemuksia yrityksen epäsovinnaisista toimintatavoista tai First Northin imagosta vain välietappina. Toinen mahdollinen vaihtoehto on, että First Northin tarjoamat mahdollisuudet riittävät yrityksille ainakin sen hetkisiin ja lähitulevaisuuden tarpeisiin ja siten yritykset eivät pidä tärkeänä kiirehtiä pörssiin.

(E2) Toinen keskeinen havaittavissa oleva erityispiirre varsinaisiin pörsseihin hakeutuviin yrityksiin nähden on se, että 13 prosenttia (10 yritystä) yrityksistä ilmoittaa hakeutuvansa First Northiin, koska listaus vahvistaa ja tuo yhtiöön lisää käyttöpääomaa. Tavoitteena on varmistaa, että yhtiöllä on tarpeeksi välttämätöntä pääomaa suunnitellun toiminnan rahoittamiseksi, liiketoiminnasta syntyvien päivittäisten juoksevien menojen kattamiseksi ja positiivisen kassavirran aikaansaamiseksi. Tämä johtuneen talouden kiertokulkumallista, menojen ennenaikaisuudesta tuloihin nähden Päivittäisiä juoksevia menoja ovat mm. hallinnolliset kulut ja kustannukset sekä lainojen korkomaksut. Kasvanut myynti sitoo esimerkiksi käyttöpääomaa suurempien varastojen muodossa.

Aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa pörssiyritysten listautumismotiiviksi esitetään pitkäaikaiset tuotannontekijämenot eli investointitarpeet, mutta ei varsinaisesti käyttöpääomatarpeita. Pörssiyrityksiin verrattuna kaikki erityispiirteen maininneet First North yritykset ovat suhteellisen pieniä ja toimintansa alkuvaiheessa olevia yhtiöitä, joilla on erilaisia rahoitustarpeita, mutta tarvitsevat pääomaa myös päivittäisen liiketoiminnan pyörittämiseen eli lyhytaikaisiin juokseviin menoihin. Perheyhtiöinä tai muuna

vastaavanlaisena yhtiömuotona, pääoma koostuu aluksi pitkälti yrittäjän yritykseen sijoitetusta alkupääomasta ja korollisesta vieraasta pääomasta, mutta toiminnan kasvaessa kyseiset rahoituslähteet voivat ehtyä. Tällöin on luonnollista, että yritykset turvautuvat muiden rahoituslähteiden lisäksi tai sijaan listautumisella kerättyyn ulkoiseen omaan pääomanehtoiseen osakepääomaan, millä kattaa osittain myös juoksevan toiminnan menot.

(E3) Kuusi First North yritystä tarkentaa rahoitustarvetta raportoimalla, että suunnitelmissa on parantaa ja lisätä tarvittavaa ammattitaitoa niin yritysjohdon kuin hallituksen tasolla, mutta myös muun henkilöstön osalta. Näillä yrityksillä rahoitustarve kohdistuu henkilöstöön palkkaamalla esimerkiksi uusia päteviä työntekijöitä tai johtajia yhtiön palvelukseen. Yritykset aikovat siis osalla emissiotuotoista vahvistaa organisaation hallintorakennetta, jotta liiketoimintaa voisi johtaa ja koordinoida entistä laadukkaammin ja korkeatasoisemmin.

Erityispiirteellä on läheinen yhteys rahoitustarve motiivin kanssa ja kaikki yritykset myös mainitsevat rahoitustarpeen motiiviksi. Yksityiskohtaisemmin yritykset tarkentavat pääoman käyttökohteen olevan hallinto- ja henkilöstöasiat. Lähes 85 prosenttia erityispiirteen maininneista yrityksistä toimii joko palvelualalla tai terveydenhuollossa, missä taloudelliset panostukset henkilöstöön ja sen osaamisen kehittämiseen ovat perusedellytyksiä liiketoiminnan elinvoimaisuuden ja menestyksen kannalta.

(E4) Viisi yritystä koko otoksessa (6 %) näkevät listauksen First Northiin luonnollisena askeleena yhtiön kehityskaaressa ja kasvun kannalta. Pieninä ja kasvavina yrityksinä lähtökohta on osittain perusteltu. Koska yksikään erityispiirteen maininneista yrityksistä ei ole kuitenkaan siirtynyt toiselta markkinapaikalta First Northiin, markkinapaikalle siirtymistä ei ole luonnikasta tarkastella täysin luonnollisena osana yrityksen kehityskaarta. Toisekseen myöhempää pörssiin siirtymistä voidaan tarkastella myös eräänlaisena luonnollisena askeleena yhtiön kehityskaaressa, ja siten on poikkeuksellista, että vain yksi erityispiirteen mainitseva yritys raportoi myös hakevansa myöhemmin listausta viralliseen pörssiin.

Erityispiirteen maininneilla yrityksillä on 1980-luvun alkupuolella vallitsevan perinteisen ajattelutavan kanssa yhtäläisyys, sillä tuolloin pörssilistautuminen nähtiin luonnolli-

sena vaiheena yrityksen kehityskaaressa. Yritykset ovat kuitenkin yhtä lukuun ottamatta perustettu vuoden 2004 jälkeen, joten näkemykset ovat ehtineet muuttua vuosien saatossa täsmällisemmäksi. First Northiin hakeutumista ei ole luonnikasta tarkastella täysin luonnollisena askeleena yrityksen kehityskaaressa myöskään siksi, että kaikki yritykset eivät hakeudu missään elinkaarenvaiheessa millekään kauppapaikalle. Listautuminen on enemminkin tietoinen valinta ja päätös kuin tietynlainen luonnollinen vaihe yrityksen elinkaaressa. (mukaillen Pagano, Panetta & Zingales 1998.)

(E5) Yksi yritys mainitsee hakeutuvansa kauppapaikalle osittain siksi, että yritys tarvitsee pääomaa Aktietorgetista First Northiin tapahtuvalle listavaihdokselle. First Northin toimiessa kansainvälisen Nasdaq OMX -konsernin alaisuudessa, yrityksen osakkeilla on edellytyksiä saavuttaa suurempi vaihto- ja kaupankäyntivolyymi kuin ruotsalaisiin markkinoihin keskittyneessä Aktietorgetissa. Perustelu on hieman erikoinen, mutta yritys on raportoinut myös lisäksi muita keskeisiä syitä kuten esimerkiksi rahoitustarpeen, lisääntyneen likviditeetin ja taseen vahvistamisen listautumismotiiviksi. Siten on oletettavissa, että peruste ei ole ensisijaisen tärkeä muihin motiiveihin nähden.

(E5) Yksi toinen yritys raportoi yhtiöesitteessä suorasanaisesti, että on tilanteessa, jossa ulkopuolisen pääoman saanti on välttämätöntä, jotta yritys selviytyisi ja pystyisi jatkamaan toimintaansa. Lisäperusteluina esitetään, että johto on pyrkinyt löytämään yhtiölle uuttaa ja kannattavaa liiketoimintaa, millä toteuttaa yhtiön arvoa. Samainen yhtiö raportoi myös rahoitustarpeen ja imagohyödyt sekä tunnettuuden lisäämisen motiiviksi. Lausunto on hyvin epätavanomainen muihin yhtiöesitteiden sisältöön verrattuna ja potentiaalisten sijoittajien houkuttelemiseksi ei todennäköisesti paras mahdollinen. On kuitenkin mahdollista, että yrityksen muut rahoituslähteet ovat ehtyneet ja yrityksen ulottumattomissa, joten kauppapaikalle hakeutuminen on ainoa jäljellä oleva vaihtoehto saada yhtiön käyttöön uutta pääomaa, joka turvaa yhtiön jatkomahdollisuudet. Kauppapaikalle hakeutuminen pitää sisällään sekä välillisiä että välittömiä kustannuksia, mutta se on huomattavasti halvempi ja yksinkertaisempi tapa kerätä välttämätöntä pääomaa kuin esimerkiksi pörssilistatutuminen.

(E5) Vastaavanlaisesti yksi yritys mainitsee suorasti, että hakeutuu First Northiin, koska yhtiö ei enää täytä listauskriteerejä Nasdaq OMX Nordic small capissa eli virallisessa pörssissä ja yhtiön liiketoimintastrategiassa on tehty erinäisiä muutoksia. First Northin

vaatimukset kaupankäynnin kohteeksi ottamisessa ja listalla ololla ovat huomattavasti kevyemmät pörssiin verrattuna. Kyseinen yritys ei mainitse muita syitä motiiviksi hakeutua First Northiin.

Rahoitukselliset tai muut strategiset perusteet eivät ole yrityksen osalta oleellisia, koska pörssiyrityksenä se on pystynyt saavuttamaan tavoitteet jo pörssissä. First North on osa samaa OMX -konsernia pörssin kanssa, joten yritys on hyvin epätodennäköisesti tehnyt listavaihdoksen epätyytyväisyys syistä. On kuitenkin kyseenalaista, onko siirto vähemmän säädeltyyn toimintaympäristöön voitu tehdä listauskriteerien lisäksi mainitsemattomien edullisempien verotuksellisten seikkojen tähden tai mahdollisesti epäsuotuisista markkinaolosuhteista johtuen. Yhtiö on hakeutunut First Northiin vuonna 2009 kun yleiset suhdanteet ovat olleet huonot ja listautuneiden yritysten lukumäärä on ollut keskimäärin laskussa (World Federation of Exchanges 2012).

4.1.3 Yhteenveto

Kaikista tärkeimmiksi motiiviksi hakeutua First North kauppapaikalle osoittautuvat yrityskohtaiset ja omistajakohtaiset listautumismotiivit, sillä ne ovat toistuvimmin raportoituja yhtiöesitteissä. Viisi merkittävintä motiivia ovat tärkeysjärjestyksessä: (1) rahoitustarve sekä (1) imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen, (3) vaihdantapaikan ja markkina-arvon luominen, (4) yrityskauppojen ja muiden -järjestelyiden helpottaminen sekä (5) monipuolisemmat ja vaihtoehtoiset rahoituslähteet. First North yritysten kohdalla vähiten raportoituja motiiveja ovat luottoluokituksen parantaminen, venture capital ja pääomasijoittajien irtautumisstrategia sekä sukupolvenvaihdokset.

First North eroaa toimintaperiaatteiltaan virallisista pörsseistä ja siten on luonnollista, että kauppapaikalla on omia erityispiirteitä pörsseihin verrattuna. First North kauppapaikan kolme merkittävintä ja siten tärkeintä erityispiirrettä ovat tärkeysjärjestyksessä: (E1) siirtyminen pörssiin, (E2) käyttöpääomatarve sekä (E3) rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin.

4.2 Varianssianalyysin tulokset

Yksisuuntaisen varianssianalyysin tavoitteena on täydentää ja tarkentaa edellä sisällönanalyysin ja sisällön erittelyn keinoin saavutettuja tutkimustuloksia yritysten motiiveista

ja erityispiirteistä hakeutua First North kauppapaikalle. Nollahypoteesina (H_0) on, että kiinnostuksen kohteena olevien selitettävien muuttujien keskiarvot ovat yhtä suuret kaikissa selittävien muuttujien luokissa eli toisin sanoen:

> **Nollahypoteesi H_0:** *liittymisvuosi-, toimiala- ja liikevaihtoluokittelijalla ei ole merkitystä 1) yrityskohtaisien motiivien, 2) omistajakohtaisien motiivien, 3) yrityksen ulkopuolisten motiivien, 4) yritysten raportoimien viiden tärkeimmän motiivin ja 5) yritysten raportoimien kolmen tärkeimmän erityispiirteen esiintymiseen.*

Selitettäviä muuttujia ovat First North yrityksien mainitsemat yrityskohtaiset-, omistajakohtaiset- ja yrityksen ulkopuoliset motiivit kokonaisryhmänä sekä yritysten raportoimat viisi tärkeintä motiivia ja kolme tärkeintä erityispiirrettä. Viisi tärkeintä motiivia ovat: rahoitustarve, imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen, vaihdantapaikka ja markkina-arvo, yrityskauppojen helpottaminen sekä monipuolisemmat rahoituslähteet. Kolme tärkeintä erityispiirrettä ovat: siirtyminen pörssiin, käyttöpääomatarve, ja rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin. Muiden motiivien ja erityispiirteiden osalta tarkastelu ei ole tarkoituksenmukaista, koska havaintomäärät menevät liian pieniksi.

Selittäviä muuttujia ovat kaksi liittymisvuosiluokkaa, neljä toimialaluokkaa ja neljä yrityskokoluokkaa liikevaihdolla mitattuna. Liittymisvuosiluokat ovat jaoteltu karkeasti finanssikriisin aikaisiin ja sitä edeltäneisiin vuosiin sekä sen jälkeisiin vuosiin seuraavasti: 2006 – 2008=1; 2009 – 2011=2. Kymmenen First North toimialaa on ryhmitelty neljään seuraavaan: teollisuus ja energia = energia, perusteollisuus sekä teollisuustuotteet ja -palvelut; tietotekniikka = IT ja tietoliikennepalvelut; kauppa ja päivittäistavarat = kulutustavarat ja -palvelu sekä päivittäistavarakauppa; muut palvelut = yhdyskuntapalvelut, terveydenhuolto ja rahoitus. Toimialaluokittelu tehtiin, jotta saatiin luokkakohtaista havaintomäärää kasvatettua. Yrityskokoa mittaavat liikevaihtoluokat ovat seuraavat: 0: Liikevaihto=0; 1: Liikevaihto<10; 2: Liikevaihto<100; 3: Liikevaihto = muu liikevaihto. Liikevaihtotiedot ovat koko konsernin nettoliikevaihto vuotta ennen First Northiin liittymistä miljoonissa Ruotsin kruunuissa (MSEK).

Seuraavissa luvuissa 4.2.1 – 4.2.3 testataan ja koetellaan edellä esitettyä nollahypoteesia kolmen eri selittävän muuttujan eli liittymisvuosiluokan, toimialaluokan ja liikevaihtoluokan osalta. Raja-arvona hypoteesien testauksessa käytetään p-arvoa 0,05.

4.2.1 Selittävänä muuttujana liittymisvuosiluokka

Liittymisvuodella tarkoitetaan vuotta, jona yritys on hakeutunut First North kauppapaikalle. Ensimmäisenä tarkastellaan luokitellun liittymisvuoden vaikutuksia yrityskohtaisten-, omistajakohtaisten- sekä yrityksen ulkopuolisten motiivien kokonaismäärään, yritysten raportoimien viiden tärkeimmän motiivin esiintymiseen sekä kolmen tärkeimmän erityispiirteen yleisyyteen. Varianssianalyysin tulokset ovat raportoitu kootusti liitteessä 9.

Liitteessä 9 b. olevat analyysitulokset osoittavat, että monipuolisemmat rahoituslähteet -motiivi (Motiivi 1) on selkeästi yleisempi liittymisvuosiluokassa 2 kuin 1. Liittymisvuosiluokassa 2, 37 prosenttia yrityksistä on maininnut motiivin, kun luokassa 1 vastaava luku on 18 prosenttia. Motiivi on siis ollut yleisempi finanssikriisin jälkeisinä vuosina mahdolliseksi siksi, että finanssikriisin jälkiseurauksena vieraan pääoman saatavuus osaltaan heikentyi kun esimerkiksi lainaehtoja kiristettiin. P-arvo on 0,07, joten nollahypoteesia ei voida kuitenkaan hylätä raja-arvolla 0,05.

Rahoitustarve -motiivin (Motiivi 2) osalta näyttäisi siltä, että se on yleisempi liittymisvuosiluokassa 1 kuin 2. 84 prosenttia yrityksistä on maininnut motiivin liittymisvuosiluokassa 1 ja 67 prosenttia liittymisvuosiluokassa 2. Finanssikriisin jälkeisinä vuosina yrityksien toiminta on voinut muuttua entistä varovaisemmaksi siten, että ne harkitsevat entistä huolellisemmin rahoituksen käyttökohdetta. P-arvo on 0,08, joten nollahypoteesia ei hylätä.

Liitteestä 9 c. havaitaan, että siirtyminen pörssiin (EP1) – erityispiirre on yleisempi liittymisvuosiluokassa 2 kuin 1, sillä 23 prosenttia yrityksistä on maininnut erityispiirteen liittymisvuosiluokassa 2, kun liittymisvuosiluokassa 1 vastaava luku on 8 prosenttia. Finanssikriisin aikana tai sitä edeltävinä vuosina listautuneet yritykset eivät mahdollisesti suunnittele lähitulevaisuudessa tapahtuvaa siirtymistä viralliseen pörssiin yhtä aktiivisesti kuin finanssikriisin jälkeisten vuosien aikana listautuneet yritykset, koska

markkinaolosuhteiden ja suhdanteiden kehityssuunta on epävakaata ja epävarmaa. P-arvoksi saadaan 0,06 ja nollahypoteesi voidaan hyväksyä.

Luokitellulla liittymisvuodella ei ole vastaavanlaisesti tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityskohtaisiin-, omistajakohtaisiin-, yrityksen ulkopuolisiin motiiveihin kuin ei myöskään yksityiskohtaisemmin motiiveihin 8, 12 ja 15 eikä erityispiirteisiin 3 ja 6. P-arvot ovat kaikissa ryhmissä selkeästi suurempia kuin raja-arvo 0,05, joten nollahypoteesia ei voida hylätä näidenkään osalta. Siten voidaan todeta, että liittymisvuosiluokittelijalla ei ole merkitystä yhteenkään edellä mainitun ryhmän esiintymiseen.

4.2.2 Selittävänä muuttujana toimialaluokka

Seuraavaksi tarkastellaan eri toimialaluokkien vaikutuksia nollahypoteesissa määriteltyihin selitettäviin muuttujiin luvun 4.2.1 tapaan. Tutkimustulokset ovat raportoitu tilastollisesti merkitsevän tuloksen osalta alla olevassa taulukossa 2 ja muiden tilastollisesti merkitsemättömien tuloksien osalta liitteessä 10.

Taulukosta 2 huomataan, että luokitellulla toimialaluokalla näyttäisi olevan erityispiirteen 3 eli käyttöpääoma motiivin osalta selkeä vaikutus, sillä kauppa ja päivittäistavarakauppa- (25 %) sekä muut palvelut (26 %) toimialaluokissa motiivi on melko yleinen muihin luokkiin verrattuna. Kauppa ja päivittäistavarakaupassa mm. varastot ja muut puolivalmisteiden sekä tuotteiden välivarastot sitovat merkittävän osan pääomaa, joten on perusteltua, että näille yrityksille käyttöpääomatarve on oleellinen peruste hakeutua kauppapaikalle. Muut palvelut toimialaluokalle yhteys erityispiirteeseen ei ole yhtä suoraviivainen, sillä palvelualat eivät lähtökohtaisesti vaadi merkittävän kokoisia varastoja. Tietotekniikka toimialaluokassa motiivia ei mainita lainkaan. Tämä tulos ei ole yllättävä, koska tietotekniikka-alalla varastot ovat mitättömiä ja suurin osa pääomasta on aineettomassa muodossa. Koska p-arvo on 0,05, nollahypoteesi voidaan hylätä ja todeta, että erityispiirteen 3 keskiarvojen välillä on eroja toimialaluokkamuuttujan eri luokissa.

Liitteestä 10 b. nähdään, että motiivi 1 eli monipuolisemmat rahoituslähteet korostuu teollisuus ja energia toimialaluokassa (38 %). Kyseisillä toimialoilla, liiketoiminta on pääsääntöisesti hyvin pääomasidonnaista ja vaatii merkittäviä investointeja, joita voi-

ONEWAY

ONEWAY /VARIABLES= EP_1 EP3 EP6 BY Toimiala_tiivistetty
/STATISTICS=DESCRIPTIVES .

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
EP_1	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.19	.40	.10	-.03	.40	0	1
	Muut palvelut	19	.11	.32	.07	-.05	.26	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.16	.37	.07	.02	.29	0	1
	Tietotekniikka	12	.08	.29	.08	-.10	.27	0	1
	Total	79	.14	.35	.04	.06	.22	0	1
EP3	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.25	.45	.11	.01	.49	0	1
	Muut palvelut	19	.26	.45	.10	.05	.48	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.06	.25	.04	-.03	.15	0	1
	Tietotekniikka	12	.00	.00	.00	.00	.00	0	0
	Total	79	.14	.35	.04	.06	.22	0	1
EP6	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.06	.25	.06	-.07	.20	0	1
	Muut palvelut	19	.16	.37	.09	-.02	.34	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.03	.18	.03	-.03	.09	0	1
	Tietotekniikka	12	.08	.29	.08	-.10	.27	0	1
	Total	79	.08	.27	.03	.02	.14	0	1

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
EP_1	Between Groups	.11	3	.04	.28	.84
	Within Groups	9.36	75	.12		
	Total	9.47	78			
EP3	Between Groups	.91	3	.30	2.66	.05
	Within Groups	8.56	75	.11		
	Total	9.47	78			
EP6	Between Groups	.20	3	.07	.91	.44
	Within Groups	5.35	75	.07		
	Total	5.54	78			

Taulukko 2 Luokitellun toimialan vaikutukset First North yritysten raportoimien kolmen tärkeimmän erityispiirteen esiintymiseen. EP1(=siirtyminen pörssiin), EP3 (=käyttöpäomatarve) ja EP6 (=rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin)

daan rahoittaa vaihtoehtoisten rahoituskanavien kautta. Täten ei ole yllättävää, että motiivi on yleinen toimialaluokassa. Motiivi ei sen sijaan ole merkittävä tietotekniikka luokassa (8 %). Tulos on ristiriitainen huomioiden, että tietotekniikka-alalla vallitsee paljon erilaisia riskejä ja epävarmuutta toimialan aineettoman perusluonteen vuoksi. Siten olisi oletettavissa, että toimialaluokan sisällä suurempi yritysjoukko arvostaisi monipuolisia rahoituslähteitä. P-arvo on 0,13, joten nollahypoteesia ei hylätä.

Imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen eli motiivi 12 korostuu tietotekniikka (100 %) sekä kauppa ja päivittäistavarakauppa (81 %) toimialaluokissa. Tulos on yhtenäinen teoriassa ja luvussa 4.1.1 esitettyjen näkemyksien kanssa, jonka mukaan nuorille teknologia- sekä kulutustavara- ja -palveluyrityksille maineen kohentaminen ja näkyvyyden lisäys ovat tärkeitä perusteita hakeutua pörssiin tai First Northiin. Motiivia on korostettu vähiten (63 %) muut palvelut -toimialaluokassa. Tämä voineen olla selitettävissä sillä, että toimialaluokkaan kuuluvat terveydenhuolto ja yhdyskuntapalvelut. Näillä toimialoilla liiketoimintaa harjoittavat yritykset tuottavat suureksi osaksi välttämättömiä palveluita ja siten motiivin ei tarvitse olla näiden yrityksien kohdalla yhtä tärkeässä roolissa. P-arvo toimialaluokan vaikutukselle on 0,12, joten nollahypoteesi voidaan hyväksyä.

Luokitellulla toimialaluokalla ei ole lisäksi myöskään tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityskohtaisiin-, omistajakohtaisiin- tai yrityksen ulkopuolisiin motiiveihin, motiiveihin 2, 8 ja 15 eikä erityispiirteisiin 1 ja 6. P-arvot on suurempia kuin raja-arvon p-arvo, joten nollahypoteesi voidaan hyväksyä kaikkien kohdalla.

4.2.3 Selittävänä muuttujana liikevaihtoluokka

Liikevaihto on taseen loppusumman ja henkilöstömäärän lisäksi yksi keskeinen yrityskokoa kuvaava mittari. Tässä luvussa tutkitaan ja analysoidaan luokitellun liikevaihtoluokan vaikutuksia nollahypoteesissa määriteltyihin selitettäviin muuttujiin kuten luvuissa 4.2.1 ja 4.2.2. Tilastollisesti merkitsevä tulos on esitetty alla olevassa taulukossa 3 ja muut analyysitulokset liitteessä 11.

Taulukon 3 tulokset osoittavat, että liikevaihtoluokan vaikutukset yrityskauppojen helpottaminen -motiivin (Motiivi 8) esiintymiseen ovat merkittävät. Mitä suurempi yritys on, sitä merkittävämpi myös motiivi. Tämä voineen olla selitettävissä sillä, että suuremmat yritykset tavoittelevat kasvua useimmin yritysostojen kautta, koska orgaaninen kasvu ei enää ole yrityksille mahdollista. P-arvo on 0,01, joten nollahypoteesi voidaan selkeästi hylätä ja todeta, että motiivin keskiarvojen välillä on eroja liikevaihtoluokkamuuttujan eri luokissa.

Liitteestä 11 a. havaitaan, että First North yrityksien mainitsemien yrityskohtaisten motiivien osalta näyttäisi siltä, että liikevaihdon kasvaessa myös yrityskohtaisten motiivien määrä kasvaa. Tulosta tukee näkemys, että liikevaihdoltaan suuremmissa yrityksissä omistajuus on jo lähtökohtaisesti vähemmän keskittynyttä, joten kollektiiviset, yritystä ensisijaisesti hyödyttävät edut saavat enemmän painoarvoa. P-arvo on 0,12, joten nollahypoteesia ei kuitenkaan hylätä.

Luokitellulla liikevaihtoluokalla ei näyttäisi olevan mitään vaikutusta myöskään omistajakohtaisiin, yrityksen ulkopuolisiin motiiveihin, motiiveihin 1, 2,12 ja 15 eikä yhteenkään erityispiirteeseen (E1, E3 tai E6), sillä tilastollisesti merkitsevää vaihtelua ei ole havaittavissa. Kaikkien p- arvojen ollessa suurempia kuin raja-arvo, nollahypoteesi voidaan kaikissa tapauksissa kiistatta hyväksyä.

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet Motiivi_2_rahoitustarve Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo BY Liikevaihtoluokka
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet	0	16	.31	.48	.12	.06	.57	0	1
	1	17	.29	.47	.11	.05	.54	0	1
	2	25	.16	.37	.07	.01	.31	0	1
	3	21	.29	.46	.10	.08	.50	0	1
	Total	79	.25	.44	.05	.16	.35	0	1
Motiivi_2_rahoitustarve	0	16	.81	.40	.10	.60	1.03	0	1
	1	17	.71	.47	.11	.46	.95	0	1
	2	25	.72	.46	.09	.53	.91	0	1
	3	21	.86	.36	.08	.69	1.02	0	1
	Total	79	.77	.42	.05	.68	.87	0	1
Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen	0	16	.06	.25	.06	-.07	.20	0	1
	1	17	.24	.44	.11	.01	.46	0	1
	2	25	.48	.51	.10	.27	.69	0	1
	3	21	.52	.51	.11	.29	.76	0	1
	Total	79	.35	.48	.05	.25	.46	0	1
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen	0	16	.63	.50	.13	.36	.89	0	1
	1	17	.76	.44	.11	.54	.99	0	1
	2	25	.88	.33	.07	.74	1.02	0	1
	3	21	.76	.44	.10	.56	.96	0	1
	Total	79	.77	.42	.05	.68	.87	0	1
Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo	0	16	.81	.40	.10	.60	1.03	0	1
	1	17	.41	.51	.12	.15	.67	0	1
	2	25	.44	.51	.10	.23	.65	0	1
	3	21	.43	.51	.11	.20	.66	0	1
	Total	79	.51	.50	.06	.39	.62	0	1

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet	Between Groups	.32	3	.11	.55	.65
	Within Groups	14.61	75	.19		
	Total	14.94	78			
Motiivi_2_rahoitustarve	Between Groups	.32	3	.11	.59	.62
	Within Groups	13.58	75	.18		
	Total	13.90	78			
Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen	Between Groups	2.60	3	.87	4.20	.01
	Within Groups	15.47	75	.21		
	Total	18.08	78			
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen	Between Groups	.64	3	.21	1.21	.31
	Within Groups	13.26	75	.18		
	Total	13.90	78			
Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo	Between Groups	1.89	3	.63	2.64	.06
	Within Groups	17.86	75	.24		
	Total	19.75	78			

Taulukko 3 Luokitellun liikevaihdon vaikutukset First North yritysten raportoimien viiden tärkeimmän motiivin esiintymiseen.

4.2.4 Yhteenveto

Edellä esitetyt tutkimustulokset esittävät, että on kaksi keskeistä ryhmää missä esiintyy ryhmien välillä suurempia eroja kuin voisi odottaa syntyvän puhtaasti sattumalta otannan yhteydessä eli on olemassa kiistaton tilastollinen merkitsevyys ja siten nollahypoteesi voidaan hylätä. Toimialaluokittelijalla on merkitys erityispiirteen 3 esiintymiseen p-arvolla 0,05, ja liikevaihtoluokittelijalla on merkitys motiivin 8 esiintymiseen p-arvolla 0,01. Liittymisvuosiluokkien ja selitettävien muuttujien välillä ei esiinny yhtään tilastollisesti merkitsevää vaikutusta, jonka perusteella nollahypoteesi voitaisiin hylätä.

Suurin osa ryhmistä on kuitenkin sellaisia, missä ei ole havaittavissa ollenkaan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta selitettävien ja selittävien muuttujien välillä, koska p-arvot ovat suurempia kuin raja-arvo 0,05. Näiden osalta nollahypoteesi voidaan selkeästi ja kiistatta hyväksyä.

5 LOPUKSI

5.1 Yhteenveto ja johtopäätökset

Käsillä olevan tutkimuksen tavoitteena oli vastata luvussa 1 määriteltyihin kolmeen keskeiseen tutkimuskysymykseen. Näistä ensimmäinen oli: 1. *Mitkä ovat kirjallisuudessa ja aikaisemmissa tutkimuksissa esitetyt keskeiset motiivit ja syyt listautua pörssiin?* Aikaisempien tutkimuksien ja kirjallisuuden pohjalta rakennettu tutkimuksen teoreettinen viitekehys ilmaisee monenlaisia vaihtelevia listautumismotiiveja ja -syitä pörssiyrityksien osalta. Viitekehyksen puitteissa erilaisia keskeisiä yksittäisiä listautumismotiiveja ja -syitä on havaittavissa kaiken kaikkiaan 36. Suurin osa motiiveista on tiiviisti sidoksissa ja läheisesti riippuvaisia toinen toisistaan.

Merkittävin osa motiivitekijöistä on luokituksen mukaan yrityskohtaisia listautumismotiiveja ja -syitä, sillä yksittäisiä motiiveja löytyy luokasta peräti 14. Yrityskohtaiset motiivit ja syyt ovat perusteita, joista yritys ensisijaisesti hyötyy muiden mahdollisten hyötyjien eli esimerkiksi omistajien etujen ollessa toissijaisia. Yksittäiset motiivit kuuluvat kuuteen seuraavaan alaluokkaan: rahoitukselliset perusteet ja tavoitteet, pääomarakennetavoitteet ja velkarahoituksen supistaminen, validin markkina-arvon luominen, henkilöstön ja muiden sidosryhmien sitouttaminen ja palkitseminen, imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen sekä muut strategiset perusteet ja tavoitteet.

Toisen keskeisen pääluokan muodostavat omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät listautumismotiivit ja -syyt. Omistajakohtaiset ja omistajuuteen liittyvät motiivit ja syyt ovat tekijöitä, jotka lähtökohtaisesti ovat peräisin yrittäjä-omistajien henkilökohtaisista intresseistä ja preferensseistä ja siten ensisijaisesti hyödyttävät omistajia yrityksen sijaan. Kategoriaan luokiteltuja yksittäisiä motiiveja viitekehys esittää yhtensä kymmenen ja ne ovat luokiteltu kolmeen seuraavaan alaluokkaan: omistuksen hajauttaminen ja omistajien irtautuminen, muut omistusjärjestely ja omistuspohjan muutokset sekä omistajatahojen muut intressit.

Yrityskohtaisten sekä omistajakohtaisten ja omistajuuteen liittyvien listautumismotiivien ja -syiden lisäksi myös yrityksen ulkopuolisia listautumismotiiveja ja –syitä on ra-

portoitu aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa. Yrityksen ulkopuoliset listautumismotiivit ja -syyt ovat tekijöitä, jotka tulevat yrityksen vaikutuspiirin ulkopuolelta ja joihin yritys ei suoranaisesti pysty itse vaikuttamaan. Ulkopuolelta tulevat vaikutteet listautumiselle lähes kaikki liittyvät listautumisen oikea-aikaiseen ajoittamiseen. Yksittäisiä mahdollisia motiiveja voidaan määritellä yhteensä 12 ja ne jakautuvat seuraaviin kolmeen alaluokkaan: markkinaolosuhteet ja taloussuhdanteet, toimialan luonne ja ominaisuudet sekä lainsäädännölliset, poliittiset ja taloudelliset puitteet.

Toinen keskeinen tutkimuskysymys esitti: 2. *Mitkä ovat First North yritysten raportoimat keskeiset motiivit ja syyt hakeutua kauppapaikalle*? Tavoitteen mukaisesti analysoitiin First North yritysten raportoimia keskeisiä motiiveja ja syitä hakeutua vaihtoehtoiselle kauppapaikalle siten, että verrattiin onko ne samanlaisia teoreettisessa viitekehyksessä esitettyjen pörssilistautumismotiivien kanssa. Yksityiskohtaisen tarkastelun kohteena olivat yhtäläisyydet, mutta myös kauppapaikalle listautumiseen liittyvät erityispiirteet. Kauppapaikan erilaisista toimintatavoista ja taustoista huolimatta, First North yritykset raportoivat puolet (18/36) samoista teoreettisen viitekehyksen pörssilistautumismotiiveista.

Pörssilistautumismotiivien kanssa viisi merkittävämpää yhtäläistä motiivia olivat: rahoitustarve kasvun, investointien ja toiminnan kehittämiseen, imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen, vaihdantapaikan ja markkina-arvo luominen, yrityskauppojen ja -järjestelyiden helpottaminen sekä monipuolisemmat ja vaihtoehtoiset rahoituslähteet. Kauppapaikalle ominaisia listautumiseen liittyviä erityispiirteitä löytyi seuraavat seitsemän: siirtyminen First Northista pörssiin (ensiaskel ja ponnahduslauta), käyttöpääomatarve, rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin, luonnollinen askel kehityskaaressa, pääoma listavaihtoon, selviytyminen ja toiminnan jatkaminen sekä siirtyminen pörssistä First Northiin (pörssilistakriteerit täyttämättä jättäminen).

Viimeistä tutkimuskysymystä tarkasteltiin varianssianalyysin keinoin: 3. *Onko liittymisvuodella, toimialalla ja yrityskoolla (mitattu liikevaihdolla) merkitystä First North yritysten raportoimien merkittävämpien motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen?* Täydentävän varianssianalyysin tulokset osoittavat, että tilastollista merkitsevyyttä, jonka perusteella nollahypoteesi voitiin hylätä, löytyi vain kahdesta ryhmästä. Toimialaluokittelijalla on merkitys käyttöpääoma -erityispiirteen esiintymiseen p-arvolla 0,05, ja liike-

vaihtoluokittelijalla on merkitys motiivin 8 eli yrityskauppojen helpottamisen -motiivin esiintymiseen p-arvolla 0,01. Muiden ryhmien osalta ei ollut havaittavissa tilastollisesti merkitsevää vaikutusta. Nollahypoteesi voitiin hyväksyä ja todeta, että muiden selitettävien muuttujien osalta keskiarvot ovat yhtä suuret kaikissa selittävien muuttujien luokissa.

Listautuminen niin pörssiin kuin vaihtoehtoiselle kauppapaikalle on erittäin merkittävä strateginen päätös ja virstapylväs yrityksen toimintahistoriassa, sillä se tuo mukanaan suuria muutoksia sekä yritykseen ja sen toimintatapoihin että myös yrityksen omistuspohjaan ja alkuperäisten perustajajäsenten eli omistajien asemaan. Pohdinnan aiheeksi muodostuvat niin yrityksen tulevaisuuden suunta, tavoitteet kuin myös tahtotila ja nämä yhdessä yrityksen toimintavaiheen, bisneslogiikan sekä toimialan kehityksen ja jatkuvuuden kanssa toimivat taustatekijöinä listautumispäätökselle (Inha ym. 2003).

Koska yritykset pyrkivät lähtökohtaisesti rationaaliseen toimintaan ja tekemään optimaalisia päätöksiä, perustuu listautumispäätös oletettavasti siihen, että listautumisella on saavutettavissa taloudellista sekä ei-taloudellisia hyötyjä suhteellisesti enemmän listautumisen aiheuttamiin kustannuksiin ja haittoihin sekä siihen, että yritys rahoittaisi toimintansa kokonaan muiden pääomalajien muodossa. Hyödyt ja haitat ja niiden välinen vaihtosuhde eli trade-off vaikuttaa siten ratkaisevasti yrityksen listautumispäätökseen, sillä yritykset pyrkivät harjoittamaan kannattavaa liiketoimintaa ja menestymään markkinoilla.

5.2 Jatkotutkimukset

Tämän tutkimuksen puitteissa ei ollut resurssisyistä mahdollista tarkastella muita ilmiötä tarkentavia ja täydentäviä tutkimuskysymyksiä. Mahdolliset jatkotutkimusaiheet tai -tutkimuskysymykset voivat ennen kaikkea kohentaa ja syventää ilmiötä koskevaa tutkimustietoa, mutta myös lisätä ja vahvistaa tämän tutkimuksen luotettavuutta sekä laatua.

Erityisesti tutkimustuloksien luotettavuutta mahdollisesti parantava jatkotutkimusaihe voisi yksityiskohtaisemmin tutkia mihin todellisuudessa yritykset käyttävät listautumisannin yhteydessä kerättyä pääomaa, sillä First North yritysten raportoimat motiivit voivat enemminkin ilmaista yrityksen tahtotilaa tai tavoitteita kuin todellisia motiiveja.

Kerättyjen pääomien käyttötarkoituksien yksityiskohtainen selvitys antaisi tarkemman kuvauksen siitä mihin yritykset todellisuudessa käyttävät varoja eli määrittäisi onko raportoidut motiivit totuudenmukaisia. Kyseisen jatkotutkimuksen toteutus vaatisi ainakin ajalliset enemmän panostuksia, sillä kohdeyritysten vuosikertomukset pitäisi analysoida ja käydä läpi hyvin yksityiskohtaisesti.

Lisäksi olisi mahdollista toteuttaa erillinen tutkimus, missä tarkastellaan esimerkiksi Pohjoismaiseen pörssiin hakeutuneiden yritysten raportoimia keskeisiä listautumismotiiveja First North yritysten listautumismotiivien tapaan. Näitä listautumismotiiveja voidaan hyödyntää analyysissä, missä niitä verrataan First North yritysten raportoimiin listautumismotiiveihin. Vertailevan analyysin voisi toteuttaa ristiintaulukoinnilla, joka mahdollistaisi muuttujien jakaumien ja niiden välisten riippuvuuksien tutkimisen. Ilmiöstä saataisiin laajempi näkemys sekä syvempi ymmärrys. Rajoituksena on, että pörssin tulisi olla taustaltaan samankaltainen First North markkinapaikan kanssa ja siten mikä tahansa pörssi ei sovellu tutkimuksessa vertailukohteeksi.

Edellä mainitut jatkotutkimukset voivat sekä vahvistaa että täydentää käsillä olevan tutkimuksen tutkimustuloksia. Merkittävä lisätieto ilmiöstä on tervetullutta, jotta sekä yritykset että päättäjät voisivat myös vastaisuudessa tehdä tarkoituksenmukaisia päätöksiä rahoitus- ja pääomamarkkinoiden kannalta.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

Alkula, T., Pöntinen, S. & Ylöstalo, P. 2002. *Sosiaalitutkimuksen kvantitatiiviset menetelmät*. Porvoo, Helsinki, Juva: WSOY.

Bancel, F. & Mittoo, U.R. 2009 Why do European firms go public. *European Financial Management,* 15 (4), 844 – 884.

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

Brau, J.C., Francis, B. & Kohers, N. 2003. The choice of IPO versus takeover: empirical evidence. *Journal of Business*, 76 (4), 583 – 612.

Brau, J.C. & Fawcett, S.E. 2006. Initial public offerings: an analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, 61 (1), 399 – 436.

Brealey, R.A. & Myers, S.C. 2003. *Principles of corporate finance*. 7. Painos. New York: McGraw-Hill.

Chemmanur, T.J. & Fulghieri, P. 1999. A theory of the going-public decision. *The Review of Financial Studies*, 12 (2), 249 – 279.

Chemmanur, T.J. & He, J. 2011. IPO waves, product market competition, and the going public decision: theory and evidence. *Journal of Financial Economics,* 101, 382 – 412.

Eskelinen, A. & Räsänen, T. 1995. *Listautuminen*. Helsinki: KPMG Wideri Oy Ab.

Eskola, J. 2001. Laadullisen tutkimuksen juhannustaiat. Laadullisen tutkimuksen analyysi vaihe vaiheelta. Kirjassa J. Aaltola & R. Valli (toim.) *Ikkunoita tutkimusmetodeihin II. Näkökulmia aloittavalle tutkijalle tutkimuksen teoreettisiin lähtökohtiin ja analyysimenetelmiin.* Jyväskylä: PS-kustannus. 133 – 157.

Fischer, C. 2000. Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt. *Ludwig-Maximilians-Universität Munich – Faculty of Business Administration (Munich School of Management).*

Graham, J. R. & Harvey, C. R. 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187 – 243.

Grinblatt, M., & Titman, S. 2002. *Financial markets and corporate strategy*. 2 ed. New York: McGraw-Hill.

Häyrynen, J. 2009. *Pörssiväärinkäytökset*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki. (Hämeenlinna:Kariston Kirjapaino)

Ibbotson, R.G. & Jaffe, J.F. 1975. ”Hot Issue” markets. Working Paper. University of Arizona.

Jenkinson, T. & Ljundgqvist, A. 1996. *Going public. The theory and evidence on how companies raise equity finance.* Oxford: Claredon Press.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and the capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305 – 306.

Jääskeläinen, J. 1991. *Yrityksen listautuminen*. Pörssisäätiö. Suomen Pörssisäätiö. OD-Institute Oy.

Korkeamäki, T. & Koskinen, Y. 2009. Hyvät pahat pörssiyhtiöt? *Hanken School of Economics Research Reports, Helsinki*, 67, 1 – 37.

Koskinen, I., Alasuutari, P. & Peltonen, T. 2005. *Laadulliset menetelmät kauppatieteissä.* Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Majluf, N.S. & Myers, S.C. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187 – 221.

Maksimovic, V. & Pichler, P. 2001. Technological innovation and initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 14 (2), 459 – 494.

Mello, A.S. & Parsons, J.E. 1998. Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, 49, 79 – 109.

Merton, R.C. 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42 (3), 483 – 510.

Mikkelson, W.H, Partch, M.M., Shah, K. 1997. Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics*, 44, 281 – 307.

Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261 – 297.

Modigliani, F. & Miller, M.H. 1963. Corporate incomes taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433 - 443.

Myers, S.C. 1984. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance,* 39 (3), 575 – 592.

Neilimo, K. & Näsi, J. 1980. Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismin soveltamisesta. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja. Sarja A2: Tutkielmia ja raportteja 12. Tampere.

Pagano, M., Panetta, F. & Zingales L. 1998. Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53 (1), 27 – 64.

Pastor, L., & Veronesi, P. 2005. Rational IPO waves. *The Journal of Finance*, 60 (4), 1713 – 1757.

Rajan, R.G. 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of Finance*, 47 (4), 1367 – 1400..

Reuer, J. & Shen, J-C. 2003. The extended merger and acquisition process: understanding the role of IPOs in corporate strategy. *European Management Journal*, 21 (2), 192 – 198.

Ritter, J.R. 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46, 3 – 27.

Ritter, J. R. & Welch, I. 2002. A review of IPO activity, pricing and allocations. The *Journal of Finance*, 4, 1795 – 1828.

Rydqvist, K., & Högholm, K. 1995. Going public in the 1980's: Evidence fom Sweden. *European financial management*, 1 (3), 287 – 315.

Röell, A. 1996. The decision to go public: An overview. *European Economic Review*, 40 (3-5), 1071 – 1081.

Scott, J.H. 1976. A theory of optimal capital structure. Bell *Journal of Economics,* 7, 33 – 54.

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2004. *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi.* Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Weisbach, M.S. & Kim, W. 2008. Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 (2), 281 – 307.

Zingales, L. 1995. Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*, 62 (3), 425 – 448.

Virallislähteet

Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495. <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1989/19890495> 15.10.2011.

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on the markets in financial instruments. Official Journal of the European Union. <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0001:EN:PDF> 15.10.2011.

HE 59/2007. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopapereiden verottamiseen liittyvien eräiden säännösten muuttamisesta. <www.eduskunta.fi> 15.10.2011.

Muut lähteet

First North internetsivut 2011 a. <http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/tietoa_first_northista/> 18.10.2011.

First North internetsivut 2011 b. <http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/osakkeet/> 18.10.2011.

First North yhtiöiden yhtiöesitteet, listalleottoesitteet ja vuosikertomukset.

First North Nordic -Säännöt, Syyskuu 2011. OMX. <http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/73/73439_first_north_rulebook_040411_fin.pdf> 27.9.2011.

Inha, A-M., Kuittinen, E., Makkonen, S., Päällysaho, P., Raunio, M., Reinikainen, M. 2003.Yhtiön listautuminen Suomessa. PriceWaterHouseCoopers.

KvantiMOTV - Menetelmäopetuksen tietovaranto. Varianssianalyysi. [verkkojulkaisu]. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto [ylläpitäjä ja tuottaja]. <http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/> 25.4.2012.

Markkinat 2/2011-tiedote, kesäkuu 2011. Finanssivalvonta. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_2_2011.pdf> 21.9.2011.

Multilateral Trading Facilities – CESR MiFID.Euroopan arvopaperimarkkinaviraomainen (ESMA). <http://mifiddatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=22&language=0&pageName=MTF_Display> 2.10.2011.

Noponen, Sami. 2011. Ale-kampanja ei tehonnut – pörssiin menijät katosivat. *Talous-sanomat.*<http://www.taloussanomat.fi/porssi/2011/04/01/ale-kampanjakaan-ei-tehonnut--porssiin-menijat-katosivat/20114566/170>16.9.2011.

Numminen, Petteri. Pörssin ”eskari” First North: suomalaisia yhtiöitä odotetaan listoille marraskuussa. Pörssisäätiö 19.9.2007. <http://www.porssisaatio.fi/artikkeli/porssin-eskari-first-north-suomalaisia-yhtioita-odotetaan-listoille-marraskuussa> 16.9.2011.

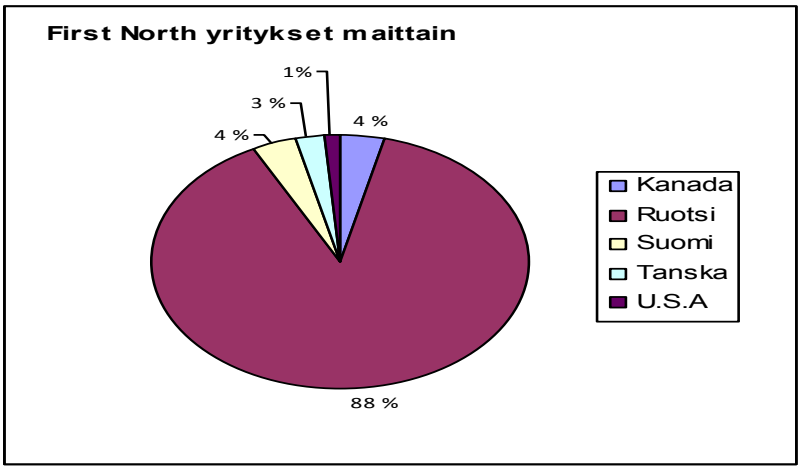
Selosmaa, Jenni. 2007. Pörssilistautumisten vähäisyyteen vaikuttavat tekijät Suomessa. <http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/tutkimus-listautumiskadosta-uusia-kasvuyhtioita-kaivataan-porssiin> 24.10.2011.

Toivola, Tommi. Listautumiskysely 2010. Tulosraportti. Elinkeinoelämän keskusliitto.

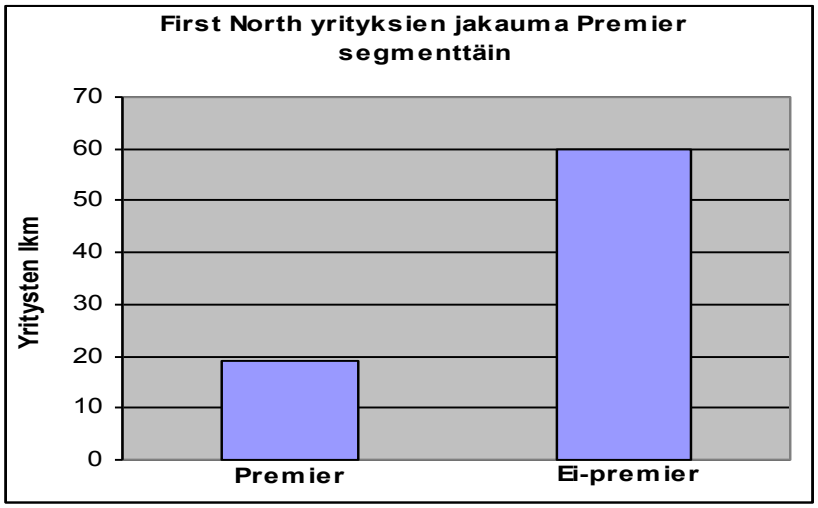
World Federation of Exchanges. <www.world-exchanges.org/statistics>. 10.4.2012.

LIITTEET

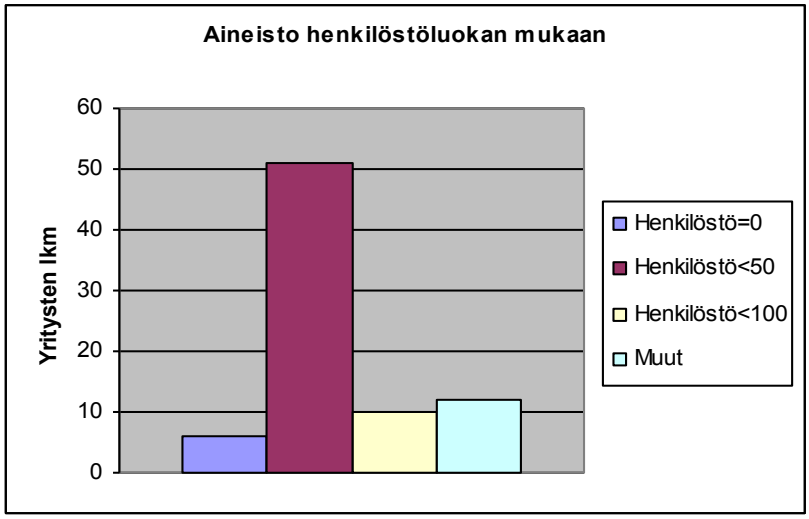
LIITE 1 - Otosaineisto maittain



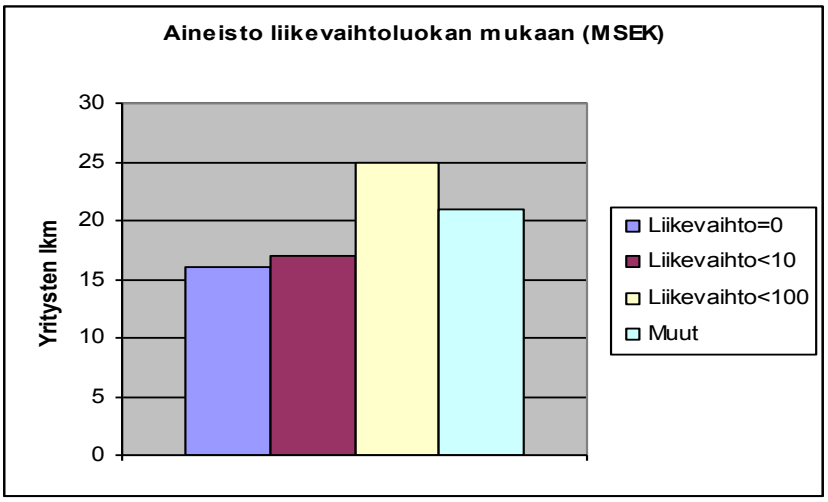
LIITE 2 - Otosaineisto segmenttäin



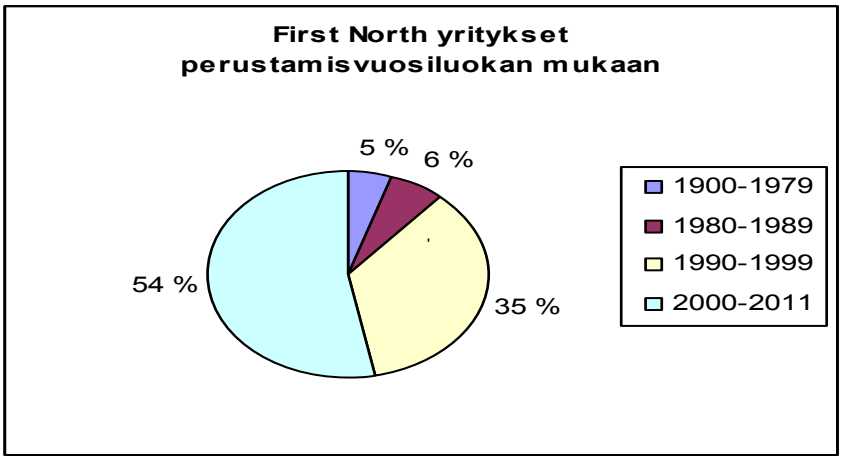
LIITE 3 - Otosaineisto henkilöstöluokan mukaan



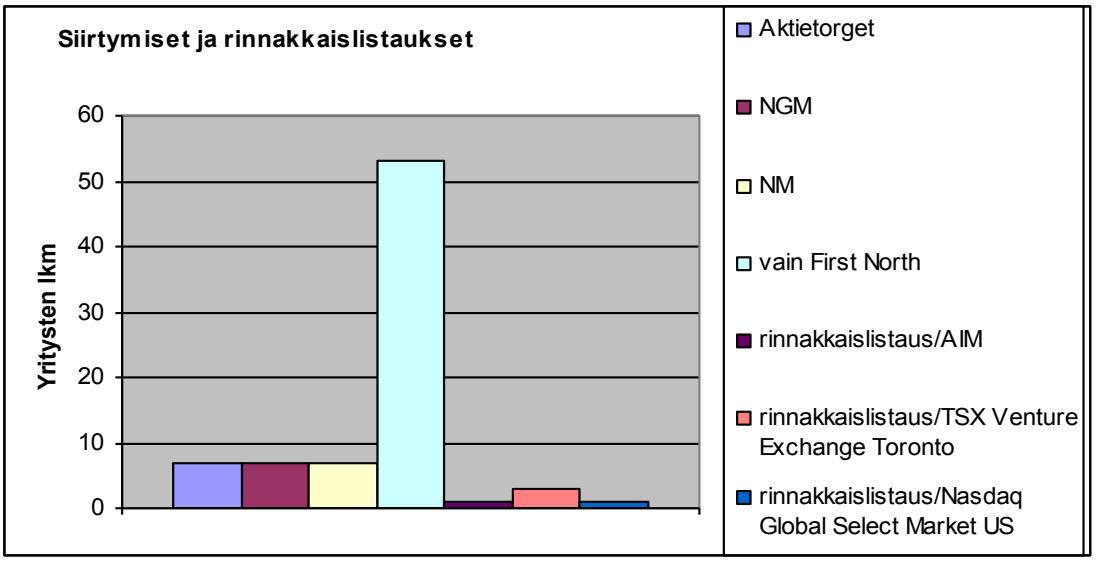
LIITE 4 - Otosaineisto liikevaihtoluokan mukaan



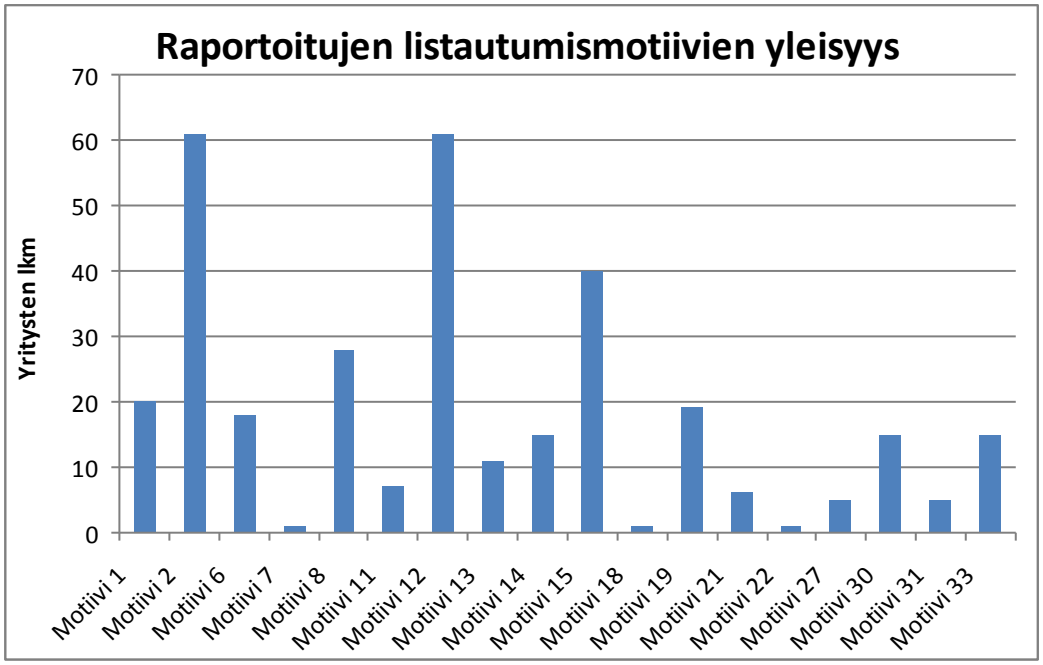
LIITE 5 - Otosaineisto perustamisvuosiluokan mukaan



LIITE 6 - Otosaineiston siirtymiset First Northiin ja rinnakkaislistaukset



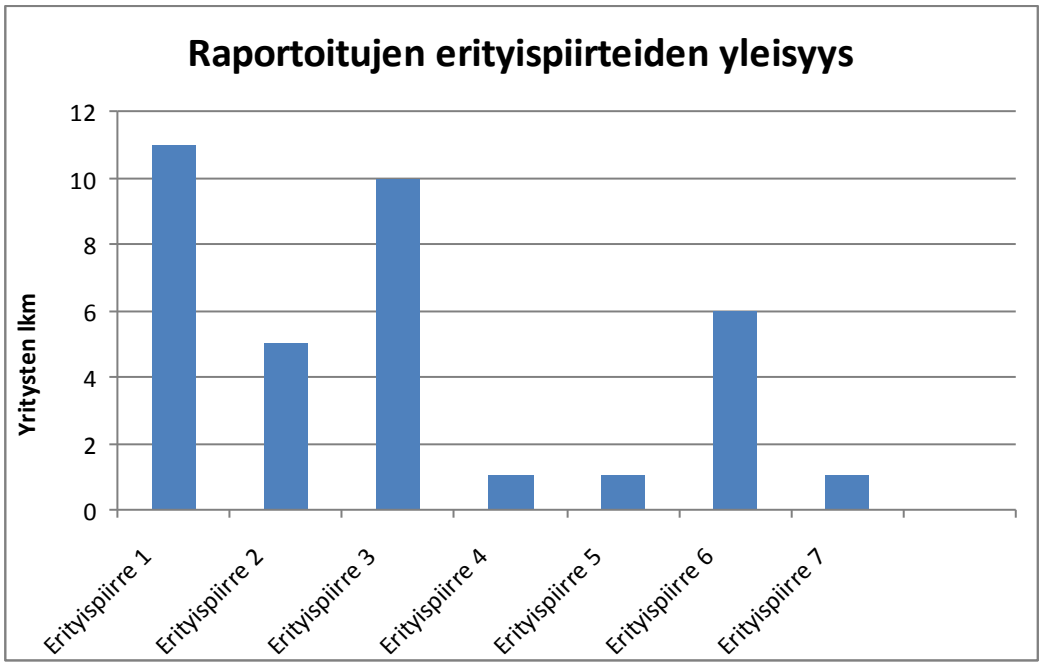
LIITE 7 - Pörssilistautumismotiivien kanssa yhtäläiset First North yritysten raportoimat motiivit* yleisyyden mukaan



***Motiivien kuvaus:**

Motiivi 1 Monipuolisemmat/vaihtoehtoiset rahoituslähteet
Motiivi 2 Rahoitustarve: kasvu, investoinnit, toiminnan kehittäminen
Motiivi 6 Taseen vahvistaminen ja tasapainottaminen/velkarahoituksen supistaminen
Motiivi 7 Luottoluokituksen parantaminen
Motiivi 8 Yrityskauppojen/järjestelyiden/fuusioiden helpottaminen
Motiivi 11 Henkilöstön ja muiden sidosryhmien sitouttaminen ja palkitseminen
Motiivi 12 Imagohyödyt ja tunnettuuden lisääminen
Motiivi 13 Optiomahdollisuus: uudet annit tulevaisuudessa
Motiivi 14 Kansainvälistymistavoite
Motiivi 15 Vaihdantapaikka ja markkina-arvo
Motiivi 18 Venture capital ja pääomasijottajien irtautumisstrategia
Motiivi 19 Laajempi omistuspohja ja siihen liittyvät edut
Motiivi 21 Spin-off ja carve-out tilanteet
Motiivi 22 Sukupolvenvaihdokset
Motiivi 27 Suotuisten markkinaolosuhteiden /suhdanteiden hyödyntäminen (oikea ajoitus)
Motiivi 30 Kasvumahdollisuudet ja pääomaintensiteetti
Motiivi 31 First mover -edut ja kilpailijoiden toiminta
Motiivi 33 Aktiiviset ja suuret arvopaperipörssit

LIITE 8 - First North -kauppapaikan erityispiirteet* yleisyyden mukaan



***Erityispiirteiden kuvaus:**

Erityispiirre 1 Siirtyminen First Northista pörssiin (ensiaskel ja ponnahduslauta)
Erityispiirre 2 Luonnollinen askel kehityskaaressa
Erityispiirre 3 Käyttöpääomatarve
Erityispiirre 4 Pääomaa listavaihtoon
Erityispiirre 5 Selviytyminen ja toiminnan jatkaminen
Erityispiirre 6 Rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin
Erityispiirre 7 Siirtyminen pörssistä First Northiin (pörssilistakriteerit täyttämättä)

LIITE 9 – Liittymisvuosiluokan vaikutukset eri motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen

a. Luokitellun liittymisvuoden vaikutukset yrityskohtaisten-, omistajakohtaisten- ja yrityksen ulkopuolisten motiivien kokonaismäärään

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= SUM_yrityskohtaiset SUM_omistajakohtaiset SUM_yrityksen_ulkopuoliset BY Liittymisvuosiluokka
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
SUM_yrityskohtaiset	1	49	2.82	1.54	.22	2.37	3.26	0	6
	2	30	2.80	1.37	.25	2.29	3.31	0	5
	Total	79	2.81	1.47	.17	2.48	3.14	0	6
SUM_omistajakohtaiset	1	49	.82	.73	.10	.61	1.03	0	3
	2	30	.90	.76	.14	.62	1.18	0	2
	Total	79	.85	.74	.08	.68	1.01	0	3
SUM_yrityksen_ulkopuoliset	1	49	.55	.77	.11	.33	.77	0	3
	2	30	.43	.50	.09	.25	.62	0	1
	Total	79	.51	.68	.08	.35	.66	0	3

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
SUM_yrityskohtaiset	Between Groups	.00	1	.00	.00	.96
	Within Groups	168.15	77	2.18		
	Total	168.15	78			
SUM_omistajakohtaiset	Between Groups	.13	1	.13	.24	.63
	Within Groups	42.05	77	.55		
	Total	42.18	78			
SUM_yrityksen_ulkopuoliset	Between Groups	.26	1	.26	.56	.46
	Within Groups	35.49	77	.46		
	Total	35.75	78			

b. Luokitellun liittymisvuoden vaikutukset First North yritysten raportoimien viiden tärkeimmän motiivin esiintymiseen

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet Motiivi_2_rahoitustarve Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo BY Liittymisvuosiluokka
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet	1	49	.18	.39	.06	.07	.30	0	1
	2	30	.37	.49	.09	.18	.55	0	1
	Total	79	.25	.44	.05	.16	.35	0	1
Motiivi_2_rahoitustarve	1	49	.84	.37	.05	.73	.94	0	1
	2	30	.67	.48	.09	.49	.85	0	1
	Total	79	.77	.42	.05	.68	.87	0	1
Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen	1	49	.39	.49	.07	.25	.53	0	1
	2	30	.30	.47	.09	.13	.47	0	1
	Total	79	.35	.48	.05	.25	.46	0	1
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen	1	49	.73	.45	.06	.61	.86	0	1
	2	30	.83	.38	.07	.69	.97	0	1
	Total	79	.77	.42	.05	.68	.87	0	1
Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo	1	49	.51	.51	.07	.37	.66	0	1
	2	30	.50	.51	.09	.31	.69	0	1
	Total	79	.51	.50	.06	.39	.62	0	1

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet	Between Groups	.62	1	.62	3.35	.07
	Within Groups	14.31	77	.19		
	Total	14.94	78			
Motiivi_2_rahoitustarve	Between Groups	.54	1	.54	3.10	.08
	Within Groups	13.36	77	.17		
	Total	13.90	78			
Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen	Between Groups	.14	1	.14	.62	.44
	Within Groups	17.93	77	.23		
	Total	18.08	78			
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen	Between Groups	.18	1	.18	1.02	.32
	Within Groups	13.72	77	.18		
	Total	13.90	78			
Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo	Between Groups	.00	1	.00	.01	.93
	Within Groups	19.74	77	.26		
	Total	19.75	78			

c. Luokitellun liittymisvuoden vaikutukset First North yritysten raportoimien kolmen tärkeimmän erityispiirteen esiintymiseen. EP1(=siirtyminen pörssiin), EP3 (=käyttöpäomatarve) ja EP6 (=rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin)

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= EP_1 EP3 EP6 BY Liittymisvuosiluokka
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
EP_1	1	49	.08	.28	.04	.00	.16	0	1
	2	30	.23	.43	.08	.07	.39	0	1
	Total	79	.14	.35	.04	.06	.22	0	1
EP3	1	49	.12	.33	.05	.03	.22	0	1
	2	30	.17	.38	.07	.03	.31	0	1
	Total	79	.14	.35	.04	.06	.22	0	1
EP6	1	49	.06	.24	.03	-.01	.13	0	1
	2	30	.10	.31	.06	-.01	.21	0	1
	Total	79	.08	.27	.03	.02	.14	0	1

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
EP_1	Between Groups	.43	1	.43	3.65	.06
	Within Groups	9.04	77	.12		
	Total	9.47	78			
EP3	Between Groups	.04	1	.04	.30	.59
	Within Groups	9.43	77	.12		
	Total	9.47	78			
EP6	Between Groups	.03	1	.03	.39	.53
	Within Groups	5.52	77	.07		
	Total	5.54	78			

LIITE 10 – Toimialaluokan vaikutukset eri motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen

a. Luokitellun toimialan vaikutukset yrityskohtaisten-, omistajakohtaisten- ja yrityksen ulkopuolisten motiivien kokonaismäärään

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= SUM_yrityskohtaiset SUM_omistajakohtaiset SUM_yrityksen_ulkopuoliset BY Toimiala_tiivistetty
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
SUM_yrityskohtaiset	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	3.13	1.45	.36	2.35	3.90	1	6
	Muut palvelut	19	2.63	1.34	.31	1.98	3.28	0	6
	Teollisuus ja energia	32	2.66	1.54	.27	2.10	3.21	0	5
	Tietotekniikka	12	3.08	1.56	.45	2.09	4.08	1	6
	Total	79	2.81	1.47	.17	2.48	3.14	0	6
SUM_omistajakohtaiset	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.75	.77	.19	.34	1.16	0	2
	Muut palvelut	19	.84	.60	.14	.55	1.13	0	2
	Teollisuus ja energia	32	.94	.80	.14	.65	1.23	0	3
	Tietotekniikka	12	.75	.75	.22	.27	1.23	0	2
	Total	79	.85	.74	.08	.68	1.01	0	3
SUM_yrityksen_ulkopuoliset	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.81	.91	.23	.33	1.30	0	3
	Muut palvelut	19	.26	.45	.10	.05	.48	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.47	.62	.11	.24	.69	0	2
	Tietotekniikka	12	.58	.67	.19	.16	1.01	0	2
	Total	79	.51	.68	.08	.35	.66	0	3

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
SUM_yrityskohtaiset	Between Groups	3.85	3	1.28	.59	.63
	Within Groups	164.31	75	2.19		
	Total	168.15	78			
SUM_omistajakohtaiset	Between Groups	.53	3	.18	.32	.81
	Within Groups	41.65	75	.56		
	Total	42.18	78			
SUM_yrityksen_ulkopuoliset	Between Groups	2.74	3	.91	2.08	.11
	Within Groups	33.01	75	.44		
	Total	35.75	78			

b. Luokitellun toimialan vaikutukset First North yritysten raportoimien viiden tärkeimmän motiivin esiintymiseen

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet Motiivi_2_rahoitustarve Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo BY Toimiala_tiivistetty
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.13	.34	.09	-.06	.31	0	1
	Muut palvelut	19	.26	.45	.10	.05	.48	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.38	.49	.09	.20	.55	0	1
	Tietotekniikka	12	.08	.29	.08	-.10	.27	0	1
	Total	79	.25	.44	.05	.16	.35	0	1
Motiivi_2_rahoitustarve	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.81	.40	.10	.60	1.03	0	1
	Muut palvelut	19	.84	.37	.09	.66	1.02	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.66	.48	.09	.48	.83	0	1
	Tietotekniikka	12	.92	.29	.08	.73	1.10	0	1
	Total	79	.77	.42	.05	.68	.87	0	1
Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.56	.51	.13	.29	.84	0	1
	Muut palvelut	19	.37	.50	.11	.13	.61	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.22	.42	.07	.07	.37	0	1
	Tietotekniikka	12	.42	.51	.15	.09	.74	0	1
	Total	79	.35	.48	.05	.25	.46	0	1
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.81	.40	.10	.60	1.03	0	1
	Muut palvelut	19	.63	.50	.11	.39	.87	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.75	.44	.08	.59	.91	0	1
	Tietotekniikka	12	1.00	.00	.00	1.00	1.00	1	1
	Total	79	.77	.42	.05	.68	.87	0	1
Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo	Kauppa ja p?ivitt?istavarat	16	.50	.52	.13	.22	.78	0	1
	Muut palvelut	19	.47	.51	.12	.23	.72	0	1
	Teollisuus ja energia	32	.53	.51	.09	.35	.71	0	1
	Tietotekniikka	12	.50	.52	.15	.17	.83	0	1
	Total	79	.51	.50	.06	.39	.62	0	1

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
Motiivi_1_monipuolisemmat_rahoituslahteet	Between Groups	1.09	3	.36	1.96	.13
	Within Groups	13.85	75	.18		
	Total	14.94	78			
Motiivi_2_rahoitustarve	Between Groups	.80	3	.27	1.53	.21
	Within Groups	13.10	75	.17		
	Total	13.90	78			
Motiivi_8_yrityskauppojen_helpottaminen	Between Groups	1.33	3	.44	1.99	.12
	Within Groups	16.74	75	.22		
	Total	18.08	78			
Motiivi_12_imagohyodyt_ja_tunnettavuuden_lisaaminen	Between Groups	1.04	3	.35	2.02	.12
	Within Groups	12.86	75	.17		
	Total	13.90	78			
Motiivi_15_vaihdantapaikka_ja_markkina_arvo	Between Groups	.04	3	.01	.05	.98
	Within Groups	19.71	75	.26		
	Total	19.75	78			

LIITE 11 – Liikevaihtoluokan (yrityskoko) vaikutukset eri motiivien ja erityispiirteiden esiintymiseen

a. Luokitellun liikevaihdon vaikutukset yrityskohtaisten-, omistajakohtaisten- ja yrityksen ulkopuolisten motiivien kokonaismäärään

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= SUM_yrityskohtaiset SUM_omistajakohtaiset SUM_yrityksen_ulkopuoliset BY Liikevaihtoluokka
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
SUM_yrityskohtaiset	0	16	2.25	.93	.23	1.75	2.75	1	4
	1	17	2.53	1.23	.30	1.90	3.16	0	5
	2	25	2.92	1.50	.30	2.30	3.54	0	6
	3	21	3.33	1.80	.39	2.51	4.15	0	6
	Total	79	2.81	1.47	.17	2.48	3.14	0	6
SUM_omistajakohtaiset	0	16	1.19	.54	.14	.90	1.48	0	2
	1	17	.65	.61	.15	.34	.96	0	2
	2	25	.68	.69	.14	.40	.96	0	2
	3	21	.95	.92	.20	.53	1.37	0	3
	Total	79	.85	.74	.08	.68	1.01	0	3
SUM_yrityksen_ulkopuoliset	0	16	.31	.48	.12	.06	.57	0	1
	1	17	.35	.49	.12	.10	.61	0	1
	2	25	.64	.70	.14	.35	.93	0	2
	3	21	.62	.86	.19	.23	1.01	0	3
	Total	79	.51	.68	.08	.35	.66	0	3

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
SUM_yrityskohtaiset	Between Groups	12.41	3	4.14	1.99	.12
	Within Groups	155.74	75	2.08		
	Total	168.15	78			
SUM_omistajakohtaiset	Between Groups	3.46	3	1.15	2.24	.09
	Within Groups	38.71	75	.52		
	Total	42.18	78			
SUM_yrityksen_ulkopuoliset	Between Groups	1.71	3	.57	1.26	.29
	Within Groups	34.03	75	.45		
	Total	35.75	78			

b. Luokitellun liikevaihdon vaikutukset First North yritysten raportoimien kolmen tärkeimmän erityispiirteen esiintymiseen. EP1(=siirtyminen pörssiin), EP3 (=käyttöpäomatarve) ja EP6 (=rahoitustarve hallinto- ja henkilöstöasioihin)

ONEWAY

```
ONEWAY /VARIABLES= EP_1 EP3 EP6 BY Liikevaihtoluokka
    /STATISTICS=DESCRIPTIVES .
```

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean Lower Bound	Upper Bound	Minimum	Maximum
EP_1	0	16	.25	.45	.11	.01	.49	0	1
	1	17	.12	.33	.08	-.05	.29	0	1
	2	25	.12	.33	.07	-.02	.26	0	1
	3	21	.10	.30	.07	-.04	.23	0	1
	Total	79	.14	.35	.04	.06	.22	0	1
EP3	0	16	.25	.45	.11	.01	.49	0	1
	1	17	.12	.33	.08	-.05	.29	0	1
	2	25	.08	.28	.06	-.03	.19	0	1
	3	21	.14	.36	.08	-.02	.31	0	1
	Total	79	.14	.35	.04	.06	.22	0	1
EP6	0	16	.13	.34	.09	-.06	.31	0	1
	1	17	.00	.00	.00	.00	.00	0	0
	2	25	.12	.33	.07	-.02	.26	0	1
	3	21	.05	.22	.05	-.05	.15	0	1
	Total	79	.08	.27	.03	.02	.14	0	1

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Significance
EP_1	Between Groups	.25	3	.08	.69	.56
	Within Groups	9.21	75	.12		
	Total	9.47	78			
EP3	Between Groups	.29	3	.10	.80	.50
	Within Groups	9.18	75	.12		
	Total	9.47	78			
EP6	Between Groups	.20	3	.07	.94	.42
	Within Groups	5.34	75	.07		
	Total	5.54	78			