



Miro Ihalainen

LISTAUTUMISANTIEN PITKÄN AIKAVÄLIN TUOTTOON VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2020

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	4
2	LISTAUTUMISANTIEN TAUSTAA	6
2.1	Päätös listautua.....	6
2.2	Listautumisannin prosessi.....	7
2.3	Listautumisantien alihinnoittelu.....	9
2.4	Listautumisannin pitkän aikavälin tuotto	11
3	LISTAUTUMISANTIEN PITKÄN AIKAVÄLIN TUOTTOON VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ	15
3.1	Listautuvan yhtiön koon ja iän vaikutus	15
3.2	Listautumisajankohdan vaikutus	16
3.3	Lyhyen aikavälin tuoton vaikutus pitkän aikavälin tuottoon	17
3.4	Ennen listautumista voitollisen liiketoiminnan vaikutus.....	18
3.5	Listautumisannin järjestäjien vaikutus	19
3.5.1	Listautumisannin järjestäjien maineen vaikutus	19
3.5.2	Listautumisannin pääjärjestäjien lukumäärän vaikutus	20
3.6	Tilinpäätöserien vaikutus	21
3.6.1	Tuloksenjärjestelyn vaikutus	21
3.6.2	Tuotekehitysmenojen vaikutus	23
3.7	Listautuvan yrityksen omistusrakenteen vaikutus	24
3.7.1	Yritysosotoaustan vaikutus	25
3.7.2	Pääomasijoittajataustan vaikutus	26
3.8	Institutionaalisten sijoittajien osallistumisen vaikutus.....	28
3.9	Sisäpiiriläisten transaktioiden vaikutus.....	29
3.10	Johtopäätökset.....	30
4	YHTEENVETO	33
	LÄHTEET	35

TAULUKOT

Taulukko 1. Pitkän aikavälin tuottoon vaikuttavat tekijät ja vaikutusten suunta.....	30
---	-----------

1 JOHDANTO

Listautumisantien alihinnoittelua on laajasti tutkittu akateemisessa kirjallisuudessa ja sen myötä ilmiö on myös sijoittavalle yleisölle tuttu. Listautumisantien alihinnoittelulla tarkoitetaan sitä, että listautuneiden yhtiöiden kurssi on tyypillisesti ensimmäisen kaupankäyntipäivän jälkeen selvästi korkeammalla verrattuna hintaan, jolla osaketta tarjottiin ennen julkisen kaupankäynnin alkua eli merkintähintaan. Alihinnoittelu, mitattuna ensimmäisen päivän tuotolla, on keskimäärin 10–20 prosentin luokkaa (Carter & Manaster, 1990; Loughran & Ritter, 1995; Ritter, 2015), mutta suomalaiset listautumiset ovat keskimäärin nousseet jopa yli 20 prosenttia ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä (Westerholm, 2006).

Alihinnoittelun hyödyntämiseen liittyy kuitenkin käytännön haasteita, sillä varsinkin yksityissijoittajille listautumisasiin osallistuminen merkitsemällä osakkeita ennen julkisen kaupankäynnin alkua kohdistuu rajoitteita. Listautumisasi voidaan ylimerkitä, jolloin sijoittaja ei saa annissa niin paljon osakkeita kuin mitä hän oli merkinnyt. Erityisesti yksityissijoittajien on usein erittäin haastavaa osallistua ulkomaalaisiin listautumisasiin. Listautuneiden yhtiöiden osakkeiden hankkiminen voi monissa tilanteissa jäädä jälkimarkkinoilta ostamisen varaan, jolloin sijoittaja jää paitsi listautumisasiin alihinnoittelusta syntyvästä tuotosta. Sijoittajalle on silloin hyödyllisempää tietää listautumisasiin pitkän aikavälin kurssikehityksestä.

Listautumisasiin ajankohtaisuutta kuvastaa muun muassa listautumishiellä maailman arvokkaimman yhtiön, öljyn tuotantoon ja jalostukseen keskittyvän Saudi Aramcon, vuoden 2019 joulukuinen listautuminen. Suomalaisen yksityissijoittajan oli todella haastavaa osallistua kyseiseen listautumisasiin, mutta listautuneiden yhtiöiden osakkeiden ostamiseen jälkimarkkinoilta ei luonnollisesti ole rajoitteita. Tämä tutkielma tarkastelee listautuneiden yhtiöiden pitkän aikavälin kurssikehitystä, mitä sijoittajat voivat hyödyntää tukemaan omia sijoituspäätöksiä erityisesti ostaessaan jälkimarkkinoilta hiljattain listautuneiden yhtiöiden osakkeita.

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena. Tutkielmassa avataan lyhyen aikavälin tuottoja vähemmälle huomiolle jäänyttä listautumisasiin pitkän aikavälin kurssikehitystä. Lisäksi tutkielmassa selvitetään miten listautumisasiin piirteet kuten

yhtiön koko tai omistusrakenne, mutta myös järjestäjän maine sekä listautumisen ajankohta vaikuttavat listautumisantien pitkän aikavälin kurssikehitykseen. Tutkielma keskittyy tarkastelemaan tekijöitä, jotka vaikuttavat erityisesti listautumisantien pitkän aikavälin tuottoon, eikä tekijöihin, jotka vaikuttavat yleisesti koko markkinan kehitykseen. Tästä syystä esimerkiksi listautuvan yhtiön edustaman toimialan vaikutusta ei tarkastella.

Akateemisessa kirjallisuudessa yksittäiset tutkimukset keskittyvät tutkimaan korkeintaan muutamaa pitkän aikavälin tuottoon vaikuttavaa tekijää. Tämä tutkielma kokoaa kirjallisuudessa havaitut vaikuttavat tekijät yhteen. Näin pyritään saamaan vastaus tutkimuskysymykseen: mitkä tekijät vaikuttavat listautuvien yhtiöiden pitkän aikavälin osakekurssikehitykseen? Tämä puolestaan nostaa alatutkimuskysymyksen, joka on, mihin suuntaan tekijät vaikuttavat?

Tutkielma jatkuu seuraavasti. Toisessa luvussa esitellään listautumisen taustaa ja listautumisprosessi sekä kahta keskeisintä listautumisantien tuottojen tutkimusaluetta eli lyhyen- ja pitkän aikavälin kurssikehitystä. Kolmannessa luvussa tarkastellaan miten tietyt tekijät vaikuttavat listautumisantien pitkän aikavälin tuottoihin sekä selvitetään vaikutusten suunnat, jonka jälkeen vaikuttavat tekijät tiivistetään johtopäätöksissä. Viimeinen luku on yhteenveto.

2 LISTAUTUMISANTIEN TAUSTAA

Listautumisella tarkoitetaan osakeyhtiön siirtymistä julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Yhtiön on mahdollista listautua pelkästään olemassa olevien osakkeiden myymisellä, jolloin yritykselle ei kerry varoja. Listalleoton kriteerit tosin vaativat NASDAQ Helsinki Oy:n pörssilistalle esimerkiksi vähintään 25 % osakkeista olevan yleisön hallussa (free float) sekä riittävän määrän osakkeenomistajia (NASDAQ OMX Helsinki, 2019, s.16). Näin ollen listautumisen yhteydessä järjestetään useimmiten osakeanti eli listautumisanti. Osakeannissa lasketaan liikkeelle uusia osakkeita, joita yhtiö myy yleisölle. Tyypillisesti listautuminen toteutetaan sekä osakeannin, että -myynnin yhdistelmällä.

2.1 Päätös listautua

Listautuminen on yksi yhtiön tärkeimmistä päätöksistä, jonka takia listautumisen hyötyjä ja haittoja tulee pohtia huolellisesti. Listautuminen on monimutkainen prosessi, joka vaatii ulkopuolista tukea, muun muassa lakimiehiä, konsultteja, tilintarkastajia, kirjanpitäjiä ja ennen kaikkea rahoituksen asiantuntijoita, jotka järjestävät listautumisen. Lisäksi pörssillä sekä sitä valvovilla toimielimillä, joka Suomessa on Finanssivalvonta, on roolinsa listautumisessa. (Finanssivalvonta, 2020; Pörssisäätiö, 2016.)

Listautumisesta koituvat hyödyt ovat yhtiökohtaisia. Tyypillisin syy yhtiöiden listautumiseen on varojen kerääminen, mutta monilla yhtiöillä olisi varojen keräämiseen myös muita vaihtoehtoja. Myös osakkeen likviditeetin lisääminen on keskeinen syy listautua. Sen lisäksi, että se mahdollistaa muun muassa alkuvaiheen sijoittajien osuutensa myymisen (exit) tai position keventämisen, niin se myös laskee oman pääoman kustannusta, sillä sijoittajat eivät noteerauksen takia vaadi likviditeettipremiota. (Pörssisäätiö, 2016.)

Toisaalta yhtiö voi listautua pörssiin hakien mahdollista yrityskauppaa. Tämän etuna on se, että yhtiön käypähinta on osakemarkkinoiden määrittelemänä paremmin tiedossa ja muutenkin yhtiöllä on vähemmän myyntipainetta muun muassa listautumisannissa kerättyjen varojen ansiosta. Näin ostajaehdokkaan

neuvotteluvoima laskee. Kun listautunut yhtiö ostetaan, siitä tehdään julkinen ostotarjous, mihin sisältyy preemio, jolla motivoidaan osakkeenomistajat myymään omistuksensa. Lisäksi listautumisella, yhtiö voi pyrkiä vähentämään omaa velkaisuuttaan. Listautuminen parantaa myös yhtiön tunnettavuutta, joka voi auttaa esimerkiksi asiakkaiden saamisessa ja rekrytoinnissa. (Pörssisäätiö, 2016.)

Listautumisen haitat ovat puolestaan yleistettävämpiä. Listautumisesta aiheutuu kertaluontoisia sekä jatkuvia kuluja yhtiölle. Pörssi perii rekisteröintikustannukset ja järjestäjä palkkiot, jotka tyypillisesti sisältävät myös juridiset kulut ja tilintarkastuskulut. Pörssiyhtiöitä koskevat tiedonantovelvoitteet, joihin sisältyy muun muassa sijoittajasuhdetoiminta sekä taloudellinen raportointi tulosvaroituksineen ja IFRS-tilinpäätöksineen. Yhtiön omistajapohjan laajentuessa, päämies-agenttiongelmia kärjistyy edellyttäen vastapainoksi kattavampaa hallintoa valvomaan osakkeenomistajien etua. Tämä kustannus ilmenee konkreettisesti korkeampina hallitusten jäsenten palkkioina. Kaikista näistä koituu yhtiölle juoksevia kuluja listautumisen jälkeenkin. Mikäli hyödyt ovat suuremmat kuin haitat niin yrityksen kannattaa aloittaa listautumisprosessi. (Pörssisäätiö, 2016.)

2.2 Listautumisannin prosessi

Kun yhtiö on päättänyt listautua pörssiin, alkaa listautumisen valmistelu. Listautuminen vaatii julkisen kaupankäynnin edellytysten täyttämisen, johon kuuluu muun muassa finanssivalvonnan, pörssin sekä lakisääteisten vaatimusten täyttäminen. Esimerkiksi julkisesti noteeratun yhtiön on oltava yhtiömuodoltaan julkinen osakeyhtiö ja tilinpäätösten on oltava IFRS-standardien eli kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaisia. Edellytyksiin siirtyminen on työläs prosessi. (Finanssivalvonta 2020; Pörssisäätiö, 2016.)

Listautuva yhtiö valitsee listautumisen pääjärjestäjän, joka kantaa yhtiön jälkeen suurimman vastuun listautumisesta. Pääjärjestäjä, joka on investointipankki, tekee yhtiöstä due diligence-tutkimuksen. Sen päämääränä on kartoittaa listautuvan yhtiön taloudellinen tila, johon kuuluu muun muassa riskien, hallinnollisen ja taloudellisen tilan arviointi, sekä oikeudellisen aseman selvittäminen, mikä sisältää tehtäviä kuten keskeisten sopimusten tutkimisen. Finanssivalvonnalla ei ole velvoitteita due

diligence-tutkimuksen sisällöstä, mutta siinä on keskeisintä selvittää huolellisella analyysillä kaikki listautumisen kannalta tarvittavat tiedot ja saada varmistus siitä, että yhtiö täyttää listautumiskriteerit. (Finanssivalvonta, 2020; Pörssisäätiö, 2016.)

Listalleottoesite, jonka finanssivalvonnan on hyväksyttävä, tehdään due diligence-tutkimuksessa kerättyjen tietojen pohjalta. Tämä säännelty dokumentti sisältää sijoittajille riittävät tiedot yhtiöstä sijoituspäätöksen tekemistä varten. Tähän asiakirjaan kuuluu muun muassa kuvaus yhtiön liiketoiminnasta ja riskeistä sekä vähintään kolmen edeltävän tilikauden IFRS-tilinpäätökset. Listautuva yhtiö laatii listalleottoesitteen yhdessä pääjärjestäjän, tilintarkastajan ja mahdollisten neuvonantajien kanssa palvelemaan sijoittajien päätöstä osallistua antiin. Listalleottoesite julkaistaan ennen merkintäajan alkamista. (Pörssisäätiö, 2016.)

Pääjärjestäjä määrittää yhtiön arvoksi jonkin alustavan hintahaarukan. Tähän se käyttää arvonmääritysmalleja, kuten verrokkiyhtiöanalyysiä, jossa määritetään yhtiölle arvo suhteuttamalla se verrannollisten yhtiöiden arvoihin sekä tulevaisuuden kassavirtojen diskonttaamiseen perustuvia menetelmiä. Lopulliseen hintaan tai hintahaarukkaan vaikuttavat vielä esimarkkinointivaiheessa saatu palaute mahdollisilta sijoittajilta.

Listautumisen markkinointi kestää koko listautumisprosessin ajan ja listautumisesta tiedottamisen lisäksi, siinä kartoitetaan sijoittajien kysyntää, jolla tuetaan arvonmääritystä. Markkinointi alkaa yhtiön johdon tavatessa potentiaalisia sijoittajia alustavissa sijoittajatapaamisissa. Alkuvaiheessa tavataan myös analytikoita, jotta heillä on kattavampi ymmärrys yhtiöstä pystyäkseen kertomaan yhtiöstä myös sijoittajille. Merkintäajan alettua yhtiö aloittaa roadshown, jossa yhtiön johto tapaa yleensä sekä koti-, että ulkomaisia sijoittajia. Järjestäjät puolestaan keräävät sijoittajilta merkintöjä. Road show on suunnattu institutionaalisille sijoittajille, mutta samaan aikaan myös kohdistetaan markkinointia yksityissijoittajille. Tähän kuuluu muun muassa perinteiset suoramarkkinoinnin keinot, kuten markkinointiesitteiden lähettäminen, mutta siihen voi lisäksi sisältyä muun muassa yksityissijoittajille kohdennettuja roadshow esityksiä, jotka järjestetään institutionaalisille sijoittajille suunnatuiden esitysten ohessa. (Pörssisäätiö, 2016.)

Mikäli puutteita tai ongelmia nousee esiin, listautuminen voidaan peruuttaa. Edellinen peruutettu Helsingin Pörssin listautumisanti oli Smile Henkilöstöpalvelut Oyj:n listautumisanti, jonka peruuntumisen syynä oli pääjärjestäjän arvio, että listautumisantia ei pystytä toteuttamaan (Smile Henkilöstöpalvelut, 2018). Mikäli ongelmia ei ilmene, merkintäajan päätyttyä selviää, kuinka suuri osa listautumisannissa tarjolla olevista osakkeista merkittiin, mitä voidaan pitää listautumisannin onnistumisen mittarina. Pian tämän jälkeen alkaa julkinen kaupankäynti osakkeella. Ensimmäinen kaupankäyntipäivä on tyypillisesti noin 6–12 kuukautta listautumispäätöksestä. Järjestäjän rooli ei vielä ole ohi, sillä se usein pyrkii vakauttamaan osakkeen hintaa jälkimarkkinoilla ostamalla osaketta erityisesti kurssin laskiessa alle merkintähinnan. Lisäksi järjestäjä huolehtii, että yhtiö ylläpitää pörssiyhtiön velvoitteet kuten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän (corporate goverance) sekä vaaditun kirjanpidon ja tilinpäätöksen julkistamisen sekä muun vaaditun raportoinnin. Tämän jälkeen listautumisehtojen mukaisesti esimerkiksi mahdollinen luovutusrajoitusjakso (lock-up period) päättyy. (Derrien, 2005; Pörssisäätiö, 2016.)

2.3 Listautumisantien alihinnoittelu

Listautumisen järjestäjä määrittää yhtiölle arvon, josta se saa yhtiön osakkeelle merkintähinnan. Tästä huolimatta järjestäjät päätyvät keskimäärin alempaan merkintähintaan verrattuna markkinatoimijoiden määrittämään hintaan ensimmäisen kaupankäyntipäivän jälkeen. Ero voi ytimekkäästi johtua siitä, että järjestäjät hinnoittelevat merkintähintaa systemaattisesti alihintaan tai siitä, että markkinatoimijat keskimäärin arvostavat listautuneita yhtiöitä liian korkealle. Lisäksi on mahdollista, että sekä järjestäjä että markkinatoimijat määrittävät listautuneille yhtiöille väärän arvon. (Aggarwal & Rivoli, 1990.)

Alihinnoittelua on vaikea määrittää tarkasti, sillä se vaatisi niin sanotun oikean arvon tietämisen, mutta tyypillisesti sitä mitataan ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotoilla (Derrien, 2005). Ritterin (1991) vuosina 1975–1984 listautuneista yhtiöistä koostuvan otoksen ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotot ovat keskimäärin 14,3 %. Lisäksi Ritter havaitsee listautumista seuranneen kahden kuukauden jälkeen vielä lievää ylisuoriutumista verrattuna ei-listautuneista yhtiöistä koon ja toimialan mukaan

muodostettuun vertailuryhmään. Carterin ja Manaster (1990) havaitsivat alihinnoittelun yltävän myös ensimmäistä kaupankäyntipäivää pidemmälle, sillä he vertaavat kahden ensimmäisen kaupankäyntiviikon tuottoja merkintähintaan päätyen 16,2 % keskimääräiseen tuottoon. Heidän 1979–1983 tarkastelujaksonsa on Ritterin kanssa enimmäkseen päällekkäinen, sillä vain selvästi alhaisemman listautumisaktiivisuuden vuodet rajattiin otoksesta pois.

Suomalaisia listautumisia käsittelevät tutkimukset ovat linjassa muiden alihinnoittelun havaintojen kanssa. Hahl, Vähämaa ja Äijö (2014) havainnoivat keskimäärin 15,9 % ja Westerholm (2006) dokumentoi 20,9 % verran alihinnoittelua. Hahlin ym. (2014) 4,1 % mediaani havainto kertoo, että alihinnoittelun suuruuteen kohdistuu yhtiökohtaisesti hajontaa. Myös alihinnoittelun suuruuteen kohdistuu esimerkiksi vuositasolla vaihtelua (Ritter, 1991). Lisäksi alihinnoittelu on keskittynyt pieniin yhtiöihin, sillä yhtäläisesti painotettu tuotto on 18,6 % kun arvo painotettu keskimääräinen alihinnoittelu on vain 9,9 % (Levis, 2011).

Listautumisen alihinnoittelua on selitetty muutamilla teorioilla. Sijoittajan kannalta listautumisiin kohdistuu suurempaa epävarmuutta kuin vastaavaan listayhtiöön, mikä aiheutuu lähinnä informaation epäsymmetrisyydestä. Informaation epäsymmetrisyydellä tarkoitetaan, että kaikilla markkinatoimijoilla ei ole yhtä paljon informaatiota. Listautumisten tapauksessa informaatiota voi olla enemmän listautuvalla yhtiöllä, listautumisen järjestäjällä sekä muilla sijoittajilla. (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006.)

Mikäli järjestäjällä on annista eniten informaatiota, saadakseen se ylimerkatuksi, se voi käyttää alihinnoittelua houkutellakseen sijoittajia osallistumaan antiin. Näin järjestäjä voi allokoida osakkeita vakioasiakkailleen, jotka saavat positiivisia ensimmäisen päivän tuottoja ja osallistuvat jatkossakin järjestäjän listaamiin anteihin. Kuitenkin, mikäli anti on liian alihinnoiteltu, se voi karkottaa tulevaisuudessa järjestäjän listautuvia asiakkaita. Järjestäjä siis tasapainottelee alihinnoittelulla toistuvan liiketoiminnan edellytyksien kanssa. (Bergström ym., 2006.)

Jos listautuva yhtiö tietää oman arvonsa tarkimmin, niin listautuva yhtiö voi alihinnoitella itsensä osoittaakseen, että se on laadukas yhtiö. Heikkolaatuisten

yhtiöiden on vaikeaa toistaa perässä, sillä ennen myötä todellisuus tulisi julki ja matkivien yhtiöt menettäisivät luotettavuutensa. Tämä tekisi rahoituksen keräämisestä hyvin haastavaa tulevaisuudessa. (Bergström ym., 2006.)

Informaatio listautuvista yhtiöistä on myös epäsymmetristä sijoittajien kesken. Koska listautumiset ovat keskimäärin alihinnoiteltuja, voitollinen strategia ei-informoidulle sijoittajalle on osallistua kaikkiin listautumisanteihin. Informoidut sijoittajat kuitenkin osallistuisivat tarkemman informaation ansiosta vain todellisuudessa alihinnoiteltuihin anteihin, jolloin nämä listautumiset ylimerkitään. Näin ei-informoidut sijoittajat saavat suhteellisesti enemmän osakkeita oikein arvostettujen ja ylihinnoiteltujen yhtiöiden listautumisista, jolloin he kärsivät keskimäärin tappiollisesta ensimmäisen päivän tuotosta ja lopettavat listautumisanteihin osallistumisen. Antien täyteen merkintä edellyttää ei-informoitujen sijoittajien osallistumista, mutta ne osallistuvat vain, jos annit ovat alihinnoiteltuja, jonka vuoksi ei-informoidut sijoittajat jäisivät keskimäärin voitolle. Alihinnoittelu on ikään kuin kompensatio epäsymmetrisestä informaatiosta koituvasta riskistä, jossa ei-informoidut sijoittajat tietävät muita markkiosapuolija vähemmän. (Chemmanur, Hu & Huang, 2010; Rock, 1986)

Purnanandam ja Swaminathan (2004) kyseenalaistavat sen, että listautumiset alihinnoitellaan. He havaitsevat, että listautumisten merkintähinnat ovat keskimäärin jo korkeammin arvostettuja kuin saman toimialan verrokkit. Verrokkiryhmäanalyysissä käytetään liikevaihtoa, käyttökatetta (EBITDA) ja tilikauden tulosta. Näin listautumiset ovat siis korkeintaan alihinnoiteltuja verrattuna johonkin mahdolliseen maksimi hintaan, mutta todellisuudessa listautumiset ovat jo merkintähintaan verratessa ylihintaisia.

2.4 Listautumisannin pitkän aikavälin tuotto

Listautumisannin pitkän aikavälin tuottoa käsittelevä kirjallisuus keskittyy tarkastelemaan kolmen vuoden aikajaksoa alkaen ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssista, jolloin alihinnoittelun vaikutus rajataan enimmäkseen pois. Toisinaan tarkasteluperiodia pidennetään myös viidenteen vuoteen.

Ritter (1991) käsittelee yhdysvaltalaisten listautujien kolmen vuoden tuoton kehitystä ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssista. Hän osoittaa, että listautuneiden yhtiöiden kurssikehitys jää tällä aikajaksolla selvästi markkina-arvon sekä toimialan mukaan muodostetusta vertailuryhmästä jälkeen. Otos, joka muodostuu 1526 vuosien 1975–1984 aikana listautuneista yrityksistä häviää vertailuryhmään nähden osta- ja -myyntituotoilla keskimäärin -27,4 prosenttiyksikköä. Tulostajakauma on oikealle vino, sillä mediaani alisuoriutuminen oli -55,2 prosenttiyksikköä. Myös vertailuryhmän jakauma on oikealle vino, mutta ei yhtä vahvasti. Tämä indikoi, että niin kuin alihinnottelussakin, pitkän aikavälin tuotoissa on merkittävästi yhtiökohtaista hajontaa. Tarkasteluperiodilla listautuneiden yritysten osakkeet keskimäärin voittivat Yhdysvaltojen valtion velkasitoumukset vain kahdella prosenttiyksiköllä.

Loughran ja Ritter (1995) osoittavat, että alisuoriutuminen jatkuu myös kolmen vuoden jälkeen. He tutkivat 4753 yhdysvaltalaisen listautuneiden yritysten osakkeiden kurssikehitystä ja havaitsivat, että listautuneiden yritysten osakkeet häviävät viidenteen vuoteen mennessä yli 50 prosenttiyksiköllä markkina-arvon perusteella muodostetusta ei-listautuneiden yhtiöiden vertailuryhmästä. Vertailuryhmän kurssikehitykselle häviäminen alkaa hiipua yritysten pörssihistorian viidentenä vuonna, sillä listautuneet jäävät ei-listautuneiden vertailuryhmästä vain muutaman prosenttiyksikön ja kuudentena ja seitsemäntenä vuonna ero on enää prosenttiyksikön verran. Hsun ja Changin (2008) havainnot tukevat tätä näkemystä ja he menevät vielä pidemmälle, sillä he havaitsivat, että listautuneet yhtiöt ylisuoriutuvat noin kuuden vuoden jälkeen. Syyksi tähän he esittävät, että heikommat firmat ovat ehtineet mennä konkurssiin.

Pitkän aikavälin alisuoriutumisen selittävät teoriat pohjautuvat lähinnä irrationaaliseen sijoittajakäyttäytymiseen ja sijoittajasentimenttiin. Sijoittajat ovat ajoittain ylioptimistisia ja hyväksyvät korkeammat arvostustasot. Yrityksille nämä ajanjaksot ovat mahdollisuus kerätä varoja alemmalla pääoman kustannuksella, niinpä näitä ajanjaksoja kutsutaan mahdollisuuksien ikkunoiksi (windows of opportunity). Tämä näkyy konkreettisesti siinä, että listautumisaktiivisuus kasvaa yhtiöiden hyödyntäessä mahdollisuuksien ikkunoita. (Loughran & Ritter, 1995; Ritter, 1991.) Mahdollisuuksien ikkunassa listautuneille yhtiöille kohdistuu optimismin myötä valtavat odotukset. Yhtiöt eivät kuitenkaan pysty täyttämään optimististen sijoittajien

ylisuuria odotuksia, mihin markkina pettyy aiheuttaen osakekurssin laskemista (Ritter, 1991).

Purnanandam ja Swaminathan, (2004) havaitsivat, että listautujat hinnoitellaan verrokkejaan kalliimmaksi, mitä perustellaan listautujien korkeilla kasvuennusteilla. Analyytikoiden korkeat kasvuennusteet eivät usein kuitenkaan toteudu, jolloin yliarvostaminen ei ole perusteltua. Yliarvostus huomataan markkinoilla, jolloin kurssi laskee oikealle arvostustasolle. Heidän otoksensa kriteerinä on, että käyttökatteen tulee olla positiivinen, jolloin tutkimustulokseen päädytään jopa ilman kaikista suurimpia kasvuodotuksia omaavia yhtiöitä. Pitkän aikavälin alisuoriutuminen on myös vahva suomalaisissa listautumisanneissa (Hahl, Vähämaa & Äijö, 2014; Westerholm, 2006). Hahl ym. osoittavat, että tämä johtuu ennen kaikkea kasvuyhtiöiden alisuoriutumisesta, joka on sekä Purnanandamin ja Swaminathanin (2004), että Ritterin (1991) optimismin teorian kanssa yhteneviä.

Tutkimuksissa korostuu, että alisuoriutumisen suuruus on vahvasti sidottu mihin kehitystä verrataan. Indeksiin tai samanlaisten piirteiden, kuten koon, toimialan tai P/B-luvun perusteella muodostettuun vertailuryhmään vertaaminen muuttaa alisuoriutumisen suuruutta, mutta vertailuryhmästä riippumatta alisuoriutuminen säilyy. P/B-luku kuvaa oman pääoman markkina-arvoa suhteessa sen kirjanpidolliseen arvoon. Myös listautuneiden yhtiöiden tuottojen painottamisella saadaan alisuoriutumisen vahvuuteen vaihtelua. Listautumisten alisuoriutuminen painottuu erityisesti pieniin yhtiöihin, joten alisuoriutuminen on vahvempaa yhtäläisesti painotetulla menetelmällä kuin arvo painotetussa. (Brav & Gompers, 1997; Loughran & Ritter, 1995; Ritter, 1991.)

Carter, Dark, Floros ja Sapp (2011) kuitenkin kritisoiivat kokonaan pitkän aikavälin alisuoriutumista toteamalla, että alisuoriutuminen häviää tällä vuosituhanella. Lisäksi he toteavat, että alisuoriutuminen osaltaan selittyy muilla kuin perinteisillä riskin mittaustavoilla. Fama-French kolmen faktorin mallia alisuoriutumista vieläkin paremmin selittää muun muassa negatiivinen momentum, jolla on negatiivinen vaikutus tuottoihin. Lisäksi likviditeetin kasvu indikoi heikompia tuottoja, sillä likviditeetin myötä sijoittajien määrä kasvaa, joka laskee optimististen sijoittajien osuutta, kun mukaan tulee paljon pessimistisimpiä sijoittajia. (Carter ym., 2011.) Tämä

ei kuitenkaan ole ristiriidassa muun muassa Ritterin (1991) nostaman ylioptimismiin liittyvän teorian kanssa.

Alisuoriutumisen häviäminen tällä tavalla on mielenkiintoista, sillä monet tutkimukset (esim. Brav & Gompers, 1997; Ritter & Welch, 2002) havaitsevat alisuoriutumista myös verrokkiryhmään, joka on muodostettu koon ja P/B-luvun perusteella samanlaisista ei-listautuneista yhtiöistä. Verrattuna näin muodostettuun verrokkiryhmään, alisuoriutuminen on tosin lievempää. Carterin ym. (2011) havaitsema ylisuoriutuminen painottuu vuosiin 1998 ja 2001–2005. Nämä vuodet ovat kuitenkin suhteellisen alhaisen listautumisaktiivisuuden hetkiä, jolloin pitkän aikavälin tuotot ovat paremmat. Lisäksi tämän alajoukon osuus koko otoksesta on pieni (885/6685), mikä kasvattaa epätarkkuutta. Carter ym. toteavatkin, että vähäisten vuosien takia ei voi varmuudella todeta, että alisuoriutumisen häviäminen on pysyvä ilmiö. Brav & Gompersin havainnot, ovat myös samansuuntaisia, he nimittäin huomaavat, että alisuoriutuminen ei koske ainoastaan listautujia vaan myös P/B-luvun ja koon perusteella samankaltaiset yhtiöt alisuoriutuvat. Listautujat painottuvat pieniin kasvuyhtiöihin, jotka alisuoriutuvat myös ei-listautujien joukossa (Ritter & Welch, 2002). Näin ollen listautuneet yhtiöt saattavat pärjätä aiemmin luultua paremmin lähihistoriassa verratessa verrokkiryhmään.

Tutkimustulokset eivät ole täysin yhteneviä, mutta suurin osa osoittaa, että listautumiset ovat jälkimarkkinoilta ostettaessa keskimäärin heikko sijoitus. Yhteistä tutkimuksissa on, että on olemassa tekijöitä, jotka vaikuttavat pitkän aikavälin tuottoihin. Lisäksi kuten listautuvan yhtiön koon tapauksessa niiden vaikutukset voivat olla päinvastaiset kuin markkinoilla yleisesti. Tämän takia yksittäisiin tekijöihin on syytä tutustua tarkemmin.

3 LISTAUTUMISANTIEN PITKÄN AIKAVÄLIN TUOTTOON VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ

Kuten aikaisemmin perusteltiin, listautumisten kurssikehityksen pitkän aikavälin alisuoriutumislle löytyy vahvaa viitettä. Lisäksi havaittiin jo, että on olemassa tekijöitä, jotka vaikuttavat listautumisten tuottoon. Seuraavaksi tarkastellaan tarkemmin, miten tietyt tekijät vaikuttavat pitkän aikavälin kurssikehitykseen ja selvitetään vaikutuksen suunta.

3.1 Listautuvan yhtiön koon ja iän vaikutus

Yrityksiä profiloidaan koon perusteella, mitä voidaan mitata muun muassa yrityksen markkina-arvolla sekä listautumisantien tapauksessa listautumisella kerätyillä varoilla. Yrityksen ikä kertoo missä elinkaaren vaiheessa yritys on. Esimerkiksi kasvuyhtiöt ovat tyypillisesti nuoria. Kirjallisuudessa havaitaan, että yhtiön koolla sekä iällä on vaikutus listautuneen yhtiön pitkän aikavälin kurssikehitykseen.

Listautumisannin bruttotuotoilla mitattuna pitkällä aikavälillä huonoiten vertailuryhmään nähden pärjäsivät ryhmä, jonka listautumisen bruttotuotot eli annissa kerätyt varat ennen annin kuluja olivat pienimmät. Tämä ryhmä, johon kuuluvat yritykset, jotka keräsivät 1–2,99 miljoonaa vuoden 1984 dollaria, alisuoriutuu vertailuryhmään verrattuna -49,6 prosenttiyksiköllä. (Ritter,1991.) Sijoittajien ylioptimismi listautuneiden yhtiöiden odotuksista on vielä korostetumpi pienten yritysten kohdalla, minkä Loughran ja Ritter (1995) perustelevat aiheutuvan pienten yritysten usein vahvasta kasvuhistoriasta. Sijoittajat ylipainottavat historiallista kehitystä ja alipainottavat mahdollisuutta, että kasvuvauhti palaa keskimääräiselle tasolle. Myös Brav ja Gompers (1997) havaitsevat listautumisantien pitkän aikavälin alisuoriutumisen kumuloituvan juuri pieniin yhtiöihin, joiden markkina-arvo on alle 50 miljoonaa vuoden 1992 dollareissa.

Informaation hankkiminen on kallista, joten instituutiot eivät uhraa tutkimusresurssejaan pieniin yhtiöihin, sillä potentiaalinen absoluuttinen tuotto on pienissä yhtiöissä rajallisempaa. Instituutioihin kohdistuu omistuosuuden enimmäisrajoituksia, joten pienten yhtiöiden kohdalla maksimiomistusosuus ei

mahdollista tarpeeksi suuria tuottoja kattaakseen informaation hankkimiskustannukset. Listautumisten tapauksessa tämä kärjistyy johtuen julkisen informaation puuttumisesta aiheutuneiden korkeimpien informaation hankkimiskustannusten takia. (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2005; Field & Lowry, 2009; Rock 1986.) Pienten yhtiöiden merkinnöistä on enemmän ei-informoiduilla sijoittajilla, jotka ovat alttiimpia epärationaaliselle käytökselle, kuten ylioptimismille, joka ennakoii heikompaa pitkän aikavälin tuottoa. Toisaalta isompiin yhtiöihin kohdistuu myös enemmän julkisuutta ja seuraavia analyytikoita, jotka tasapainottavat asymmetristä informaatiota (Cambell & Frye, 2006).

Pienten yhtiöiden alisuoriutuminen listautumisissa on mielenkiintoinen, sillä yleisesti pienet yhtiöt menestyvät paremmin kuin suurista yhtiöistä koostuvat yleisindeksit. Listautumisissa tilanne on tässä suhteessa päinvastainen kuin markkinoilla kokonaisuudessaan. Tämä huomioidaan muun muassa yhtenä kolmesta riskifaktorista Fama-French kolmen faktorin mallissa.

Nuorten yhtiöiden kurssikehitys on muita listautumisia huonompi. Nuoret yhtiöt ovat tyypillisesti korkeimmin arvostettuja. Tämä viestii siitä, että sijoittajat ovat optimistisempia yhtiön tulevaisuudesta. Listautuvan yhtiön iän vaikutus on näin yhtenevä sijoittajien epärationaalisesta optimismista listautuvista yhtiöistä. (Ritter, 1991.)

3.2 Listautumisajankohdan vaikutus

Listautumisanneilla on taipumusta kasaantua tiettyihin ajanhetkiin, kun yhtiöt hyödyntävät mahdollisuuksien ikkunaa. Näitä ajanjaksoja kutsutaan kuumien listautumisten markkinoiksi (hot issue markets). Listautumisantien pitkän aikavälin tuotto on huonoin listautumisvuosina, jolloin listautumisaktiiviteetti on korkeimmillaan (Ritter, 1991). Tunnetuin kuumien listautumisten markkina oli IT-kupla (1999–2000), jolloin listautumisaktiiviteetti oli historiallisen korkea (Derrien, 2005).

Nousumarkkinan jaksoilla yksityissijoittajien merkinnät ovat selvästi korkeimmillaan, mikä indikoi sijoittajien optimismia. Pitkällä aikavälillä kurssikehitys on kuitenkin

heikointa niillä yhtiöllä, jotka listautuivat korkeiden merkintöjen aikana. (Derrien, 2005). Optimismi johtaa sijoittajien ylipainottamaan kasvuennusteita, mutta samalla alipainottamaan riskejä (Ritter, 1991). IT-kupla kuvastaa listautuneiden yhtiöiden kasvuennusteiden ylipainottamista, sillä merkittävien kasvuodotuksien omaavien teknologiayhtiöiden osuus listautujista oli peräti yli 70 % (Ritter & Welch, 2002).

Yhtiöllä on mahdollisuus varata osan listautumisannin osakkeista erityisesti ulkomaalaisille sijoittajille. Listautumisanti kannattaa suunnata ulkomaalaisille sijoittajille, kun heidän kysyntänsä on korkealla. Ulkomaisten sijoittajien kysyntä voi olla korkealla esimerkiksi, kun listautuvan yhtiön osakemarkkina on suoriutunut ulkomaalaisia markkinoita paremmin. Yhtiön kannalta ulkomaan markkinoilla on ikään kuin mahdollisuuden ikkuna, jota heidän kannattaa hyödyntää. Listautumiset, jotka varaavat osan merkinnöistä ulkomaalaisille omistajille, tuottavat pitkällä aikavälillä huonommin kuin markkinaindeksi ja puhtaasti kotimaiset listautumiset. Ulkomaille suunnattujen listautumisten tarkastelu tukee siis mahdollisuuksien ikkunoiden teoriaa. (Wu & Kwok, 2007.) Koska listautumisajankohdalla on havaittu olevan vaikutus pitkän aikavälin tuottoon, on tärkeää tarkastella tutkimuksia useilta ajanjaksoilta, jotta saisi kattavan yleiskuvan.

3.3 Lyhyen aikavälin tuoton vaikutus pitkän aikavälin tuottoon

Seuraavaksi selvitetään miten listautumisantien kirjallisuudessa eniten käsitellyt mahdolliset anomaliat liittyvät toisiinsa. Kuten Rock (1986) toteaa, alihinnoittelu voi houkutella osaa sijoittajista vain hyödyntämään sen, jolloin osakkeeseen kohdistuu myyntipaine alihinnoittelun realisoiduttua, mikä puolestaan laskee osakekurssia. Esimerkiksi Chemmanur, Hu ja Huang (2010) todentavat, että listautumisiin osallistuneet instituutiot myyvät ensimmäisen vuoden aikana 70 % merkitsemistään osakkeistaan.

Pitkän aikavälin kurssikehitys on käänteinen verrattuna ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuottoon. Esimerkiksi Ritter (1991) havaitsee, että ensimmäisen päivän tuoton ja pitkän aikavälin tuoton välillä vallitsee merkittävä käänteinen korrelaatio. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuottojen korkein viidennes tuottaa seuraavan kolmen vuoden aikana vain 9,5 % kun matalin viidennes tuottaa 47,95 %.

Alihinnoittelu mitattuna ensimmäisen päivän tuotoilla on suurempaa verrokkeihinsa nähden korkeasti arvostetuilla yhtiöillä, joille asetetaan korkeat kasvuodotukset. Listautumisissa esiintyy vielä positiivisia epänormaaleja tuottoja Fama-French kolmen faktorin mallilla, mikä on keskittynyt erityisesti jo korkeasti arvostetuissa yhtiöissä. Epänormaalit tuotot ovat positiivisia tai negatiivisia tuottoja, jotka eivät selity kohteen riskillä. Pitkällä aikavälillä listautuneet yhtiöt eivät yllä analyytikoiden ennusteisiin ja niiden operatiivinen kehitys jopa laskee. Tämän seurauksena osakekurssi palaa lähelle verrokkiryhmäänsä arvostustasoa, mikä on myös vahvempaa merkintähinnalla korkeasti arvostetuilla yhtiöillä. (Purnanandam & Swaminathan, 2004.) Ilmiö on havaittu myös listautumista edeltävissä tuotoissa, nimittäin Michel (2014) havaitsi, että suuret tuotot pääomasijoituksille ennen listautumista ennakoivat heikompaa pitkän aikavälin menestystä listautumisen jälkeen.

3.4 Ennen listautumista voitollisen liiketoiminnan vaikutus

Tulos on keskeinen ajuri osakkeiden kurssikehitykselle. Esimerkiksi arvostustasoja kuvastava P/E-luku, joka saadaan esimerkiksi suhteuttamalla markkina-arvo nettotulokseen, on yleinen työkalu arvonmäärityksessä. Suhteellisesti enemmän listautuvista yhtiöistä on kasvuyhtiöitä, jotka ovat listautumishetkellä usein tappiollisia. Ylioptimismi kohdistuu tulevaisuuteen, mutta jos yhtiö on jo kannattava, ei välttämättä ole tarvetta yli-innostua tulevaisuuden mahdollisuuksista.

Yi (2001) vertaa listautumista edeltävänä vuonna tappiollisten ja voitollisten yritysten kolmen vuoden kurssikehitystä alkaen ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssista. Tappiollisina listautuneet yritykset pitkälti selittävät koko otoksen alisuoriutumisen, sillä kolmen vuoden jälkeen voitollisena listautuneet yritykset pärjäsivät saman toimialan ja kokoluokan yrityksistä muodostettuun vertailuryhmään nähden keskimäärin käytännössä yhtä hyvin. Riippuen mittaustavasta voitollisten ryhmän tuotto joko hieman voitti tai hieman hävisi vertailuryhmälleen. Sen sijaan tappiollisena listautuneiden yritysten ryhmä hävisi vertailuryhmälleen -34,1 prosenttiyksiköllä. Tutkimustulokset tukevat listautuneiden yritysten pitkän aikavälin alisuoriutumisen johtuvan sijoittajien ylioptimistisista tulevaisuuden odotuksista, sillä tappiollisten yritysten arvo on erittäin altis tulevaisuuden kasvuvauhdin muutoksille.

3.5 Listautumisannin järjestäjien vaikutus

Listautumisanneissa sijoittajat kohtaavat informaation asymmetrisyyden ongelman. Listautumisannin järjestäjä toimii tässä välikätenä lieventäen epäsymmetrisyyttä (Chang, Chung & Lin, 2010). Järjestäjä kantaa listautumisprosessissa suurta vastuuta erityisesti due diligence-tutkimuksessa ja arvonmäärityksessä (Pörssisäätiö, 2016). Seuraavaksi selvitetään näkyykö järjestäjän vaikutus myös listautumisannin pitkän aikavälin tuotoissa.

3.5.1 Listautumisannin järjestäjien maineen vaikutus

Maineen mittaaminen ei ole yhtä yksinkertaista kuin esimerkiksi osakekurssikehityksen mittaaminen. Carter ja Manaster (1990) luovat mitta-asteikon maineelle tutkimalla kuinka korkealla listautumisantien järjestäjien nimet mainitaan markkinointiesitteessä (tombstone announcement) olevan järjestäjien listassa. Järjestäjien nimien lisäksi markkinointiesitteessä kerrotaan yleisiä tietoja listautumisesta kuten merkintäaika ja ohjaa katsomaan listalleottoesitettä. Markkinointiesitteessä kärkipäässä esiintyville arvostetuille investointipankeille, kuten Goldman Sachsille ja Morgan Stanelyille, annetaan mitta-asteikon korkein arvo 9 ja vähiten arvostetuille listoissa pohjalle esiintyville järjestäjille annetaan alin arvo 0.

Carter, Dark ja Singh (1998) tutkivat listautumisen järjestäjän maineen vaikutusta listautumisen onnistumiseen hyödyntämällä Carter ja Manasterin (1990) järjestäjien maineen mitta-asteikkoa. Järjestäjiä voi olla useita, jolloin ne muodostavat niin sanotun syndikaatin. Jos listautumisen järjesti syndikaatti, siihen osallistuvien järjestäjien maineista otetaan keskiarvo. Arvostettujen järjestäjien järjestämät listautumisannit pärjäävät selvästi heikkomaineisten järjestäjien ryhmää paremmin mitattuna ensimmäisen kaupankäyntiviikon päätöskurssista kolme vuotta eteenpäin. Heikkomaineisten järjestäjien ryhmän järjestämät listautumisannit kuitenkin tuottavat ensimmäisen viikon aikana paremmin, mikä on linjassa muiden tutkimusten kanssa, jotka vertaavat listautumisantien lyhyen aikavälin tuoton suhdetta pitkän aikavälin tuottoon.

Dongin, Michelin ja Pandesin (2011) tutkimus tukee Carterin ym. (1998) havaintoja. Heidän tutkimuksensa otokseen kuuluu 7407 listautumista vuosien 1980–2006 aikana. Otokseen sisältyy IT-kuplan aikana listautuneet yritykset, joiden tulokset poikkeavat muusta ryhmästä. Ilman havaintoja IT-kuplan aikana listautuneista yrityksistä, arvostetumpien pääjärjestäjien listautumiset voittavat jopa yhtäläisesti painotetun markkinaindeksin ensimmäisen kaupankäyntikuukauden lopusta kolmannen vuoden loppuun, kun heikkomaineisten pääjärjestäjien ryhmä jää samaisesta markkinaindeksistä selvästi jälkeen. IT-kuplan aikana listautuneista yrityksistä edes arvostettujen pääjärjestäjien järjestämät listautumisannit eivät selvinneet selvästä alisuoriutumisesta markkinaindeksiin nähden pitkällä aikavälillä. Heikon, hyvän sekä keskinkertaisen maineen omaavien ryhmien kolmen vuoden tuotot jäivät mittaustavasta riippumatta yli 50 % markkinaindeksistä IT-kuplan aikana.

Carter, Dark ja Sapp (2010) huomaavat, että arvostetumpien järjestäjien listautumisten pitkäaikavälin tuotot vuosina 1991–2005 ovat vähentyneet verrattuna vuosiin 1981–1990. Jälkimmäiselläkin ajanjaksolla arvostettujen järjestäjien listautumiset tuottavat pitkällä aikavälillä heikkomaineisia paremmin. Syy paremmalle pitkän aikavälin kehitykselle on sekä järjestäjän paremmat kyvyt, että järjestäjien tarkempi seulonta asiakkaistaan. Järjestäjät seulovat asiakkaitaan tarkasti, koska he haluavat suojella omaa mainettaan, joka on tärkeä toimialan hierarkkisuuuden takia uusien asiakkaiden hankkimisessa. Arvostetuilla järjestäjillä on taipumus listauttaa isompia yhtiöitä, jotka alihinnoitellaan lievemmin, joilla on positiivinen vaikutus pitkän aikavälin tuottoihin.

3.5.2 Listautumisannin pääjärjestäjien lukumäärän vaikutus

Dong ym. (2011) havaitsivat, että IT-kuplan ulkopuolella listautuneiden yritysten keskimääräiset pitkän aikavälin tuotot voittivat markkinaindeksin eniten pääjärjestäjien havaintoryhmässä. Ryhmässä, jossa syndikaatissa on vähiten pääjärjestäjiä, tuotot jäävät pitkällä aikavälillä selvästi markkinaindeksistä. IT-kuplan aikana listautuneiden yritysten kohdalla tilanne on päinvastainen. Tuotot ovat keskimäärin huonoimmat ryhmässä, jossa päälistaajia on eniten.

3.6 Tilinpäätöserien vaikutus

Sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä markkinoilla olevan informaation perusteella (Field & Lowry, 2009). Listautumisantien tapauksessa markkinoilla on kuitenkin vähemmän informaatiota yhtiöstä, sillä esimerkiksi Suomessa listautumiseen vaaditaan tilinpäätökset vain kolmelta edeltävältä tilikaudelta (Finanssivalvonta, 2020). Koska informaatiota on listautuvista yhtiöistä vähemmän kuin muista pörssi-yhtiöistä, niin muun muassa olemassa olevan taloudellisen tiedon oikein ymmärtäminen luo sitä tulkinneelle kilpailuedun. Seuraavaksi tarkastellaan miten tietyt tilinpäätöksen erät ennakoivat pitkän aikavälin kurssikehitystä.

3.6.1 Tuloksenjärjestelyn vaikutus

Listautunut yhtiö voi lyhyellä aikavälillä järjestellä tulosta (earnings management) siten, että raportoitu tulos on lähellä sitä mitä analyytikot odottavat tai mitä yritys on itse kertonut saavuttavansa. Jos listautunut yhtiö ei pysty toteuttamaan mitä oli luvannut listalleottoesitteessä, se voi muun muassa johtaa juridisiin menettelyihin. Tälle on perustelut, sillä listautumisannin tiedoissa olisi levitetty valheellista informaatiota.

Raportoitu tulos on yhtiön arvon määrittämisen kannalta keskeinen. Yhtiöiden tavoitteena on maksimoida yhtiön arvo. Yhtiöllä on erityisen suuret intressit tähän, kun sen omistajat ovat myymässä osuutensa yhtiöstä, mikä voi tapahtua osana listautumista tai julkisessa kaupankäynnissä tyypillisten luovutusrajoitusten rauettua. Yksi listautumisen syy on osakkeen likviditeetin kasvattaminen, mikä mahdollistaa, että muun muassa alkuvaiheen sijoittajat saavat myytyä omistamansa osakkeet (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006). Täten listautuvalla yhtiöllä on motiivi nostaa yhtiön tulosta listautumisannin aikana. (Teoh, Welch & Wong, 1998.)

Listautuva yritys haluaa, että sen anti on onnistunut. Sijoittajat tekevät päätöksiä erityisesti tilinpäätöksen tuloksen perusteella. Tuloksen järjestely mahdollistaa muun muassa tuloksen hetkellisen nostamisen. Yhdysvalloissa arvopaperimarkkinoita valvova toimielin, SEC (Securities & Exchange Commission) sallii listautuvien yhtiöiden kohdalla kirjanpitomenetelmien muuttamisen jälkikäteen. Kun taas

esimerkiksi Suomessa listalleottoesitteessä on vain tilinpäätökset kolmelta edeltävältä tilikaudelta (Finanssivalvonta, 2020). Näin esimerkiksi vuositasolla nousevan tuloksen kuvan luominen on mahdollista, mikä puolestaan voi houkutella enemmän sijoittajien pääomia tehden annista onnistuneen. Näiden syiden takia listautuvalla yhtiöllä voi olla kannustin järjestellä tulostaan. Tämä ei kuitenkaan todellisuudessa luo yhtiölle lisäarvoa, mutta hetkellisesti sen arvostus voi nousta.

Raportoitu tulos koostuu operatiivisesta kassavirrasta sekä kirjanpidollisista jaksotuksista (accruals). Jaksotuksiin sisältyy sekä liiketoimintaan ja sen edustamaan alaan tyypillisiä jaksotuksia sekä epätyypillisiä harkinnanvaraisia jaksotuksia. Harkinnanvaraiset jaksotukset puolestaan edustavat tuloksen järjestelyn määrää ja ne voidaan vielä jakaa lyhyt- ja pitkäaikaisiin. Lyhytaikaiset sisältävät muutokset (adjustments) lyhytaikaisissa varoissa ja veloissa (liabilities) eli käytännössä muutokset nettokäyttöpääoman määrässä. Pitkäaikaiset harkinnanvaraiset jaksotukset puolestaan koskevat muutoksia pitkäaikaisissa nettovaroissa (net assets), johon tehdään muutoksia erityisesti poistoilla ja vastaavasti taseeseen aktivoinneilla. (Teoh ym., 1998.)

Teoh ym. (1998) tutkivat tuloksen järjestelyn määrän vaikutusta listautuneiden yritysten pitkän aikavälin osakekurssikehitykseen. He keskittyivät nimenomaan lyhytaikaisten harkinnanvaraisten jaksotusten tutkimiseen, sillä johdolla on mahdollisuus käyttää niissä enemmän omaa harkintaa. Harkinnanvaraisten jaksotusten määrän selvittämiseen he sovelsivat regressiomallia, joka estimoii harkinnanvaraiset jaksotukset suhteuttamalla yrityksen liikevaihdon muutoksen sen edustamaan toimialan tavanomaisiin jaksotuksiin (accruals). Aggressiivisimmin tulosta järjestänyt neljännes suoriutuu keskimäärin 15–30 prosenttia heikommin pitkällä aikavälillä kuin konservatiivisin neljännes (Teoh ym., 1998).

Chang, Chung ja Lin (2010) laajentavat tutkimusta aiheesta yhdistämällä Carterin ja Manasterin (1990) listautumisten järjestäjien maine mitta-asteikon lyhytaikaisiin harkinnanvaraisiin jaksotuksiin ja kurssikehitykseen. Otos koostuu 2053 Yhdysvalloissa vuosien 1989–2003 aikana listautuneista yrityksistä ja tutkimusperiodi on listautumisvuoden tilinpäätöksen julkaisua seuranneesta päivästä lähtien kolme vuotta eteenpäin. Vertailuryhmän kriteerit ovat ei-listautunut yritys, joka kuuluu

samaan toimialaan ja jolla on vastaava pääoman tuotto prosentti. Yritykset, joilla on mediaania enemmän lyhytaikaisia harkinnanvaraisia jaksotuksia listautumisvuoden tilinpäätöksessä, häviävät vertailuryhmälleen keskimäärin -31,3 prosenttiyksikköä, kun yritykset, joilla on mediaania vähemmän lyhytaikaisia harkinnanvaraisia jaksotuksia, häviävät vertailuryhmälleen -8,7 prosenttiyksiköllä. Erityisen huonosti pärjäävät listautuneet yritykset, jotka listautuvat mediaania heikkomaineisemman järjestäjän avulla ja joilla on mediaania enemmän lyhytaikaisia harkinnanvaraisia jaksotuksia. Tähän joukkoon kuuluvat yritykset häviävät vertailuryhmälleen tarkasteluperiodin aikana -48,5 prosenttiyksiköllä. Näin ollen Chang ym. (2010) päätyvät johtopäätökseen, että arvostettujen järjestäjien listautumisten lyhytaikaiset harkinnanvaraiset jaksotukset aiheutuvat todennäköisemmin liiketoiminnallisista syistä, kun taas heikkomaineisten järjestäjien listautumisissa kyse voi olla ”opportunistisesta tuloksen suurentamisesta.”

He päättelivät tutkimustulosten johtuvaan siitä, että listautumisantien järjestäjät haluavat suojella mainettaan. Arvostetut järjestäjät ovat valikoivia listaamistaan yrityksistään ja selvittävät niiden potentiaalisten asiakkaiden taustat tarkemmin kuin heikkomaineiset järjestäjät. Toisaalta ne yritykset, joiden johto mieltii manipuloida heidän listautumisajankohtansa tulosta, valitsee listautumisensa järjestäjäksi heikomman maineen omaavan järjestäjän, joka ei ole niin tarkka tämän suhteen. (Chang ym., 2010.)

3.6.2 Tuotekehitysmenojen vaikutus

Fedykin ja Khimichin (2018) mukaan suurin vaikuttaja yritysten osakekurssikehitykseen voi olla jokin muu tilinpäätöserä kuin yrityksen tulos. Sijoittajat painottavat esimerkiksi lääkekehitykseen keskittyvien yritysten kohdalla tutkimus- ja tuotekehitys- eli R&D-menoja. Joillekin yrityksille voi näin syntyä vahva kannustin yli-investoida tuotekehitykseen. Puolestaan yrityksillä, joiden kurssikehityksen pääajuri on tulos, johdolla voi olla houkutus vähentää menoja ja siten parantaa tulosta karsimalla tuotekehitystä. Tämä kuitenkin voi vaarantaa yrityksen pitkän aikavälin tuloksentekevyyden.

Fedyk ja Khimich (2018) tutkivat 2927 Yhdysvalloissa vuosien 1980–2016 aikana listautuneiden yritysten yli- ja ali-investointeja tuotekehitykseen. Listautuneet yhtiöt, joiden kurssikehityksen pääajuri on tutkimus- ja tuotekehitysmenot yli-investoivat niihin, kun taas yhtiöt, joiden kurssikehitys on riippuvaisempi tuloksesta ali-investoivat. Kuitenkin yhtiöiden pitkän aikavälin kurssikehitys kärsii yli- tai ali-investoinneista. Haasteita tämän hyödyntämiseen osakemarkkinoilla tuo yli- tai ali-investoinnin tunnistaminen.

Carter Dark, Floros ja Sapp (2011) havaitsivat, että listautuneet yhtiöt, joiden R&D-menot ovat suuremmat menestyvät paremmin. Hsu ja Chang (2008) havaitsivat pääomasijoittajataustaisten yritysten listautumisten menestyvän paremmin. Mielenkiintoisesti listautumista seuranneena kolmena vuotena pääomasijoittajataustaisella ryhmällä on noin 11 prosentilla selvästi suuremmat R&D-menot suhteessa myyntiin kuin ei-pääomasijoittajataustaisella ryhmällä, jolla vastaava on hieman yli 1 %.

R&D-menoja ei pysty aktivoimaan taseeseen, jolloin ne pitää tulouttaa tappioksi, mikä puolestaan laskee oman pääoman taseen arvoa. Voidaan kuitenkin olettaa, että keskimäärin R&D-menot luovat tulevaisuudessa tuloja jolloin, jotta R&D-menojen vertaamista taseeseen aktivoitavien tulonhankkimisvarojen kanssa olisi tasapuolista, ainakin osa R&D-menoista pitäisi aktivoida taseeseen. Toinen vaihtoehto miten R&D-menot voidaan ottaa huomioon, on ikään kuin hyväksymällä intensiivisesti tuotekehitykseen investoivien yritysten kohdalla korkeampi P/B-lukuperusteinen arvostus, sillä raportoidussa B komponentissa eli oman pääoman kirjanpidollisessa arvossa on todellista tilannetta alhaisempi.

3.7 Listautuvan yrityksen omistusrakenteen vaikutus

Tyypillisesti jo ennen listautumista yhtiö on kerännyt ulkopuolisilta pääomaa. Mikäli rahoitusta on saatu omapääomaehtoisesti, niin sen kautta yritys on myös saanut uusia omistajia, jotka usein edesauttavat yrityksen menestystä muillakin keinoin kuin rahaperusteisten resurssien lisäämisellä. Kun omistajan intressit on sidottu yritykseen, se usein kehittää yhtiötä myös sisältäpäin esimerkiksi osallistuen johdon valitsemiseen. (Levis, 2011.)

Listautumista edeltävänä aikana yritykselle rahoitusta järjestäneet ovat usein yksityisen pääoman (private equity) sijoitusyhtiöitä tai rahastoja, joilla on omistuksia useissa yrityksissä. Yksityinen pääoma jakaantuu pääomasijoittamiseen (venture capital) ja yritysosto järjestelyihin (buyout) (Ritter, 2015). Listautuminen on tyypillinen exit-strategia sijoitusyhtiölle, joten niillä voi olla aikomus listauttaa useita omistamiaan yrityksiä tulevaisuudessa. Tällöin kuten listautumisen järjestäjän tapauksessa, myös sijoitusyhtiöillä on maine suojeltavana. Mikäli listautuminen ei ole sijoittajien kannalta onnistunut, sijoittajat saattaisivat välttää seuraavia kyseisen sijoitusyhtiön omistamia listautumisia, mikä aiheuttaisi haasteita tulevaisuuden listautumisissa. (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006; Buchner, Mohamed & Wagner, 2019.) Seuraavaksi tarkastellaan, miten mainitut näkökulmat näkyvät pääomasijoittaja- ja yritysostotaustaisissa listautuneiden yhtiöiden pitkän aikavälin tuotoissa.

3.7.1 Yritysostotaustan vaikutus

Yritysostoilla tarkoitetaan, sijoitusyhtiön tai -yhtiöiden enemmistöosuuden ostamista tyypillisesti maturoituneesta yrityksestä, jonka kassavirta on vakaa (Buchner, ym., 2019). Kirjallisuudessa usein yksityistä pääomaa käytetään synonyyminä yritysostoille. Yritysostot usein rahoitetaan suurelta osin velalla, johon voidaan käyttää vakuutena ostettavan yhtiön varallisuutta. Näitä järjestelyitä kutsutaan velkavivutetuiksi yritysostoiksi (leveraged buyout).

Akateemisessa kirjallisuudessa yritysostotaustalla on havaittu olevan positiivinen vaikutus pitkän aikavälin tuottoihin. Tutkimustuloksissa on kuitenkin ristiriitaisuuksia siitä, miten yritysostotaustaiset listautujat suoriutuvat verrattuna verrokkiryhmään, joka muodostuu ei-listautuneista yhtiöistä. Bergström ym. (2006) havaitsivat Lontoon ja Pariisin osakemarkkinoiden tutkimuksessa alisuoriutumista, mutta Buchner ym. (2019) ja Levis (2011) dokumentoivat epänormaaleja pitkäaikavälin tuottoja French-Fama kolmen faktorin mallia hyödyntäen. Positiivinen vaikutus selittyy muun muassa sillä, että yritysostosijoittajat valikoivat tarkkaan mitkä omistamistaan yhtiöistään he vievät pörssiin. Toistuvien listautumisten takia, yksityinen pääomasijoittaja voi olla haluton asettamaan maineensa vaakalaudalle ja listauttaa huonolaatuinen yhtiö. (Bergström ym., 2006; Levis, 2011.)

Yritystoston tehnyt sijoitusyhtiö jää listautumisten jälkeenkin tyypillisesti merkittäväksi omistajaksi. Lisäksi yksityisen pääoman sijoittajiin kohdistuu usein luovutusrajoituksia, jolloin ne eivät voi myydä kaikkia omistamiaan osakkeita listautumisen yhteydessä. Näin exit on väkisinkin asteittainen vetäytyminen. Sijoitusyhtiö on mukana valitsemassa johtoa ja painottaa erityisesti operatiivisesti tehokasta kulttuuria. Nämä muutokset jäävät yhtiöön sijoitusyhtiön exitin jälkeenkin. (Bergström ym., 2006; Levis, 2011.)

Velkavivutettujen yrityskauppataustaisten listautumisten positiivinen kurssikehitys on linkitetty velkavipuun (Levis, 2011), mutta velkaisuuden positiivista vaikutusta ei voida yleistää kaikkiin listautumisiin. Barry ja Mihov (2015) yhdistivät muiden kuin velkavivutettujen yritysostojen tapauksessa yhtiön velkaisuuden heikkoon pitkän aikavälin kurssikehitykseen. Velkaisuudella on siis vain velkavivutettuihin yrityskauppataustaisiin listautumisiin positiivinen vaikutus. Yritystostaustaisissa listautumisissa on kuitenkin korrelaatiota muiden tuottoon positiivisesti vaikuttavien tekijöiden kanssa, sillä ne ovat keskimäärin suurempia, voitollisempia sekä ensimmäisen päivän tuotot ovat matalampia.

3.7.2 Pääomasijoittajataustan vaikutus

Bravin ja Gompersin (1997) mukaan pääomasijoittaja on erikoistunut rahoittamaan lupaavia start-up yrityksiä ja viemään niitä pörssiin. Pääomasijoittajat tyypillisesti omistavat sijoittamistaan yrityksistä vähemmistöosuuden. Pääomasijoitukset keskittyvät tiettyihin toimialoihin, kuten teknologiaan ja biotekniikkaan. Eron teko yritysostoihin voi kuitenkin olla haastavaa, sillä samalla sijoitusyhtiöllä voi olla molempien tyyllisiä sijoituksia (Levis, 2011). Akateemisessa kirjallisuudessa yksityinen pääomatausta selvitetään usein tietokannasta, joka kokoaa yksityisen pääoman sijoitusyhtiöt ja rahastot.

Pääomasijoittajataustan vaikutus yhtiöiden listautumisten pitkän aikavälin tuottoon on positiivinen, mutta tulokset eivät ole yhteneviä. Pääomasijoittajataustaiset listautumiset menestyvät paremmin kuin ei-pääomasijoittajataustaiset listautumiset kaikkiin vertailuryhmiin verrattuna ensimmäisten kolmen vuoden aikana, mutta silti alisuoriutuvat verrattuna indeksiin tai muihin vertailuryhmiin (Hsu & Chang, 2008).

Barry ja Mihov (2015) havaitsivat heidän pitkän tarkastelujakson (1980-2012) tutkimuksessaan, että pääomasijoittajataustaiset listautumiset tuottavat positiivisia epänormaaleja tuottoja pitkällä aikavälillä, mikä kuitenkin rajoittuu yhtäläisesti painotettuun portfolioon. Arvopainotetussa portfoliossa epänormaalia tuottoa ei enää esiinny, mutta epänormaalit tuotot ovat kuitenkin paremmat verrattuna ryhmään, jolla ei ole pääomasijoittajataustaa. Barryn ja Mihovin tutkimus rajaa pois velkavivutetut yrityskaupat, jotka tuottivat positiivisia epänormaaleja tuottoja (kts. Levis, 2011). Näin ei-pääomasijoittajataustaisen ryhmän tuottojen pitäisi olla hieman korkeammat, kaventaen pääomasijoittajataustan ylisuoriutumista, mikäli ne sisältäisivät vivutettuja yrityskauppoja, kuten muut tutkielmassa esitetyt tutkimukset.

Pääomasijoittajat usein avustavat omistamiaan yrityksiä pelkän rahallisen panostuksen lisäksi muillakin tavoin. Pääomasijoittaja tai sen edustaja on tyypillisesti hallituksen jäsenenä listautumisen jälkeenkin ja on mukana muun muassa toimeenpanevan johdon valitsemisessa. Lisäksi pääomasijoittaja voi järjestää listautuneelle yhtiölle rahoitusta, mitä se ei olisi yksin saanut. (Brav & Gompers, 1997; Hsu & Chang, 2008.) Pääomasijoittajat myös luovat yritykseen yritysmäisen kulttuurin, jonka he jättävät perinnökseen yhtiöön, sillä parempi kurssikehitys säilyy pääomasijoittajien exitin jälkeenkin (Hsu & Chang, 2008). Pääomasijoittajan suhteet tai asiantuntijuus voi edesauttaa yhtiötä saamaan analyytikoiden seurantaa, mikä alentaa tiedon epäsymmetrisyyttä erityisesti yhtiön jälkimarkkinavaiheen alkutaipaleella (Cambell & Frye, 2006).

Listautuneen pääomasijoittajataustaisen yhtiön koolla on vähäinen vaikutus sen pitkän aikavälin tuottoihin (Brav & Gompers, 1997). Näin siis 3.1 luvussa käsitellyn pienen koon negatiivinen vaikutus tuottoihin ei näytä pätevän pääomasijoittajataustaisiin yhtiöihin. Mielenkiintoisesti Carter, Dark, Floros & Sapp (2011) havaitsivat listautumisten alisuoriutumisen painottuvan erityisesti havaintojakson alusta 1981–1997 saakka. Puolestaan vuosina 1998–2005 heidän havaintojoukkonsa tuottavat epänormaaleja tuottoja. Pääomasijoittajataustaisten yritysten osuuksissa listautumisista havaitaan selvä kasvu 37 prosentista 61 prosenttiin.

Tutkimustulokset pääomasijoittajataustaisten listautuneiden yhtiöiden pitkän aikavälin tuotoista ovat hieman ristiriitaisia. Tutkimustulokset osoittavat kuitenkin,

että pääomasijoittajataustaiset listautumiset ennakoivat parempaa kurssikehitystä kuin ei-pääomasijoittajataustaiset listautumiset. Tutkimustulokset painottuvat siihen, että pääomasijoittajataustaisissa listautumisissa esiintyy positiivisia epänormaaleja pitkän aikavälin tuottoja, mutta lievemmin kuin yritysostotaustaisissa listautumisissa. Pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden muut piirteet painottuvat tekijöihin, jotka vaikuttavat pitkän aikavälin tuottoihin negatiivisesti. Näitä on erityisesti se, että pääomasijoittajataustaiset listautumiset kertyvät kuumien listautumisten markkinoihin.

3.8 Institutionaalisten sijoittajien osallistumisen vaikutus

Institutionaalinen sijoittaja on organisaatio, kuten eläkevakuutuslaitos tai sijoitusyhtiö, jonka sijoitusvarallisuus painottuu sen asiakkaiden rahoihin. Verrattuna esimerkiksi yksityissijoittajiin, instituutioilla on resursseja tarkempaan markkinatutkimukseen ja lisäksi heillä on listautumisanteihin sijoittaessa etuna muun muassa se, että he pääsevät tapaamaan yhtiön johtoa listautumisen markkinointivaiheessa. Näin ollen instituutioiden pitäisi onnistua valitsemaan menestyvät annit paremmin. Mikäli tämä oletamus on totta niin instituutioiden osallistuminen signaloisi myös muille, että tähän antiin kannattaa sijoittaa. (Chemmanur, Hu & Huang, 2010; Pörssisäätiö, 2016.) Koska institutionaalisia sijoittajia koskee tiukempi sääntely ja monilla kaupankäyntipaikoilla, kuten Yhdysvalloissa, instituutionaaliset sijoittajat ovat velvollisia julkaisemaan tiedotteen omistusten muuttuessa, jolloin tämä signaali välittyy myös muille markkinatoimijoille.

Listautumisannin ehdoissa tyypillisesti suunnataan osa tarjottavista osakkeista institutionaalisille sijoittajille, jota kutsutaan instituutioanniksi. Lisäksi instituutiot ovat merkittävä osakkeenomistajaryhmä yleisesti. Näin ollen listautumisannin onnistumisen kannalta tämän ryhmän kiinnostuksen herättäminen on kriittistä.

Listautumisantiin osallistuvien instituutioiden netto-ostot jälkimarkkinoilta ennakoivat parempaa pitkän aikavälin tuottoa kuin yhtiöt, joita osallistuvat instituutiot ostavat vähän tai ei ollenkaan. Vaikutus on selvästi vahvempi ja tilastollisesti merkitsevä, kun netto-ostot tapahtuvat listautumista seuraavan kahden kuukauden

aikana. Listautumisiin osallistuvat instituutiot saavat listautumisten sijoittajatapahtumissa ei-julkista informaatiota. (Chemmanur ym., 2010.)

Yhtiöt, joita listautumisasiin instituutiot, jotka eivät osallistuneet yhtiön listautumisasiin, ostavat jälkimarkkinoilta merkittävästi, menestyvät pitkällä aikavälillä paremmin kuin yhtiöt, joita instituutiot ostavat vain vähän tai ei ollenkaan jälkimarkkinoilta. Ero on tilastollisesti merkitsevä. Instituutiot sijoittavat suhteellisesti enemmän hyvämaineisten järjestäjien anteihin, kun yksityissijoittajien sijoitukset keskittyvät suhteellisesti enemmän heikompiaineisten järjestäjien anteihin. Instituutiot hyödyntävät vain julkista informaatiota paremmin kuin yksityissijoittajat. (Field & Lowry, 2009.)

Sekä Chemmanur ym. (2010), että Field ja Lowry (2009) havaitsivat, että instituutiot ymmärtävät listautuneita yhtiöitä markkinoita paremmin, mitä he hyödyntävät valitsemalla pitkällä aikavälillä paremmin menestyviä osakkeita. Instituutioilla on parempi tuntemus yhtiöstä erityisesti, kun listautunut yhtiö on vielä tuore markkinoilla, jolloin julkisen informaation määrä on vähäinen. Chemmanur ym. perustelevat ymmärryksen johtuvan ei-julkisesta informaatiosta, joka on lähinnä saatu tapaamisista johdon kanssa listautumisannin markkinointitapahtumissa. Sen sijaan Field ja Lowry yhdistävät paremman ymmärryksen johtuvan julkisen tiedon paremmasta hyödyntämisestä.

3.9 Sisäpiiriläisten transaktioiden vaikutus

Hoque ja Lasfer (2015) tutkivat miten yrityksen johdon kokonaisnetto-ostot tai -myynnit korreloivat listautuneiden yhtiöiden pitkän aikavälin kurssikehityksen kanssa. He havaitsivat, että niiden yritysten, joiden johto oli tarkasteluperiodin aikana nettomyyjä, kurssikehitys voitti P/B-luvun ja yrityksen koon perusteella muodostetun vertailuryhmän 37,1 prosenttiyksiköllä. Netto-ostaja ryhmä puolestaan hävisi kolmen vuoden jälkeen -33,6 prosenttiyksiköllä. Havainnot selitetään sillä, että johto on nettomyyjä, kun yritys on heidän mielestään oikein hinnoiteltu. Netto-ostot puolestaan perustellaan käyttäytymistieteen dispositioefektin avulla, jossa johto ostaa, jotta sen ei tarvitse myöntää epäonnistumistaan. Heidän tutkimustuloksensa myös

kertoo, että on vähemmän todennäköistä, että johto käyttää sisäpiiri-informaatiota tehdessään myynti- tai ostopäätöstä.

3.10 Johtopäätökset

Taulukko 1 kokoaa yhteen keskeisimmät tutkielmassa käsitellyt tekijät, jotka vaikuttavat listautumisantien pitkän aikavälin tuottoon. Taulukossa on kuvattu kunkin tekijän vaikutuksen suunta tuottoihin. Pitkän aikavälin sijoittajan kannattaa keskittyä listautumisiin, joissa esiintyy mahdollisimman monta positiivisesti vaikuttavaa tekijää.

Taulukko 1. Pitkän aikavälin tuottoon vaikuttavat tekijät ja vaikutusten suunta.

Listautuneiden yhtiöiden tekijät	Vaikutus pitkän aikavälin tuottoon
Ikä (vanhempi)	+
Koko (isompi)	+
Liiketulos ennen listautumista (voitollinen)	+
Kuuma markkina (enemmän listautumisia samalla ajanjaksolla)	-
Alihinnoittelu (enemmän alihinnoiteltu)	-
Järjestäjän maine (parempi maine)	+
Tuloksen järjestely (enemmän järjestelyä)	-
Yksityinen pääomatausta	+
Pääomasijoittajatausta	+
Instituutioiden netto-ostot (enemmän)	+

Muun muassa yhtiön listalleottoesitteestä on helposti saatavilla tieto yhtiön koosta, iästä sekä edeltävän tilikauden voitollisuudesta. Näillä tekijöillä voidaan ennakoida pitkän aikavälin kurssikehitystä. Kurssikehitys on parasta isoilla, iäkkäillä ja ennen listautumista voitollisina olleilla yhtiöillä ja päinvastoin. Esimerkiksi Brav ja Gompers (1997) toteavat, että listautumisten alisuoriutuminen on erityisesti pienten yhtiöiden

listautumisten syytä. Tämä on mielenkiintoinen huomio, sillä markkinoilla yleisesti pienten yhtiöiden kurssikehitys keskimäärin voittaa markkinaindeksin, joka koostuu isoista yhtiöistä. Esimerkiksi Fama-French kolmen faktorin malli huomioi tämän yhtenä mallin riskifaktoreista.

Alihinnoittelun suuruus ja listautumishetken yleinen listautumisaktiivisuus vaikuttavat pitkän aikavälin tuottoihin, mutta eivät ole luonnollisesti saatavilla esimerkiksi yhtiön listalleottoesitteessä. Aktiivisilla ajanjaksoilla listautuvat yhtiöt tyypillisesti hyödyntävät sijoittajien optimismia, joka näkyy korkeammassa arvostustasossa. Sijoittajat kuitenkin ovat liian optimistisia yhtiöiden näkymistä sekä alipainottavat riskejä, joiden realisoituessa kurssi laskee. Alihinnoittelu on vahvinta erityisesti korkeiden arvostustasojen listautumisissa, mutta markkinatoimijat saavat ennen pitkään selville, että yhtiöt eivät ole korkean arvostustason arvoisia. Kun yhtiö pettää odotukset, yhtiön kurssi palaa lähemmäksi verrokkiryhmänsä arvostustasoa.

Arvostetumpi listautumisen järjestäjä ennakoii parempia pitkän aikavälin tuottoja. Tähän vaikuttaa osaltaan järjestäjän parempi kyky järjestää listautuminen, mutta myös se, että järjestäjät valikoivat asiakkaansa tarkemmin. Arvostettujen järjestäjien asiakkaat ovat muun muassa isompia ja niiden jaksotukset ovat konservatiivisempia. Edes arvostettu järjestäjä ei tosin riittänyt pelastamaan IT-kuplan aikana listautuneita yhtiöitä rajulta kurssilaskulta. Pitkän aikavälin kurssikehitys on heikko niillä yhtiöillä, joilla on aggressiiviset jaksotukset, mikä on tuloksen järjestelyn ilmentymä. Yhtiön pitkän aikavälin kurssikehitys on erityisen heikko, kun sillä on sekä aggressiiviset jaksotukset, että heikkomainen järjestäjä.

Yksityinen pääomatausta vaikuttaa pitkän aikavälin tuottoihin positiivisesti. Yrityskauppataustan vaikutus on vahvempi kuin pääomasijoittajataustan. Erityisesti yritysostotausta korreloi muiden positiivisesti vaikuttavien tekijöiden kanssa, sillä nämä yhtiöt ovat isompia, voitollisia sekä lievemmin alihinnoiteltuja. Pääomasijoittajataustan positiivinen vaikutus on ristiriitaisempi, mutta tutkimukset eivät osoita, että vaikutus olisi myöskään negatiivinen. On huomionarvoista, että pääomasijoittajataustaiset listautuvat yhtiöt tyypillisesti listautuvat kuumissa markkinoissa ja niillä on korkeammat P/B-luvut kuin listautujilla keskimäärin. Instituutioiden netto-ostot yhtiön jälkimarkkinavaiheen ensimmäisten kuukausien

aikana vaikuttavat tuottoihin positiivisesti. Vaikutus on vahvinta mitä lähempänä instituutioiden netto-ostot ovat listautumista.

4 YHTEENVETO

Tämän tutkielman tavoitteena oli tarkastella listautuneiden yhtiöiden pitkän aikavälin kurssikehitystä erityisesti siihen vaikuttavien tekijöiden näkökulmasta. Päättökysymykseksi oli, mitkä tekijät vaikuttavat listautuvien yhtiöiden pitkän aikavälin osakekurssikehitykseen? Alatutkimuskysymys oli, mihin suuntaan tekijät vaikuttavat? Tutkielmassa hyödynnettiin akateemista kirjallisuutta sekä käsiteltiin joitakin käytännönläheisiä lähteitä erityisesti listautumisprosessiin liittyen.

Yleisesti listautumisanteihin sijoittaminen ensimmäisen kaupankäyntipäivän jälkeen on heikko pitkän aikavälin sijoitus. Tosin joidenkin mittaustapojen perusteella listautumisannit eivät pitkällä aikavälillä alisuoriudu ainakaan merkittävästi. Kaikissa tutkimuksissa korostui, että listautuvissa yhtiöissä on kurssikehitykseen vaikuttavia tekijöitä, jotka ennakoivat selvästi eroavaa pitkän aikavälin kurssikehitystä verrattuna listautumisanteihin yleisesti.

Listautuneiden yhtiöiden pitkän aikavälin kurssikehitys paranee sen suuremman koon, iän ja voitollisuuden myötä. Puolestaan kuumien markkinoiden listautumiset sekä vahvasti alihinnoitelleet listautuneet yhtiöt menestyvät heikosti. Arvostettujen järjestäjien järjestämät listautumisannit menestyvät pitkällä aikavälillä heikkomaineisia paremmin. Tuloksenjärjestely ennakoi heikompaa pitkän aikavälin kurssikehitystä. Listautuvan yhtiön yritysosto- tai pääomasijoittajatausta vaikuttaa tuottoihin positiivisesti. Instituutioiden netto-ostot ennakoivat positiivista kurssikehitystä erityisesti listautumista seuraavan kahden kuukauden aikana.

Tutkielman tulokset ovat hyödyllisiä markkinatoimijoille, jotka pohtivat hiljattain listautuneisiin yhtiöihin sijoittamista. Erityisesti yksityissijoittajat, jotka eivät osallistuneet listautumisantiin tai eivät onnistuneet saamaan listautumisannissa haluamaa määrää osakkeita, saavat katsauksen tekijöistä, jotka ennakoivat jälkimarkkinoilta tehtyjen ostojen menestymismahdollisuuksia. Myös sijoittajat, jotka osallistuivat listautumisantiin, saavat tutkielmasta ymmärryksen pitkän aikavälin kurssikehitykseen mahdollisesti negatiivisesti vaikuttavista seikoista.

Listautuneet yhtiöt voivat puolestaan hyödyntää tutkielmassa havaittujen tekijöiden vaikutuksia ennakoimaan yhtiönsä osakekurssikehitystä. Tästä on hyötyä erityisesti tulevien rahoituksen keräyspäätösten, kuten listautumista seuraavan osakeannin ajoittamisessa. Myös listautumisten järjestäjät voivat hyödyntää tutkielmassa esitettyjä tekijöitä valikoidessaan asiakkaitaan, jotta he pystyvät suojelemaan mainettaan. Tutkielmassa tosin havaittiin, että järjestäjät valitsevat jo asiakkaansa tarkasti.

Tutkielma vastasi tutkimuskysymykseen, mutta se myös herätti jatkokysymyksiä. Vaikka tutkielmassa käsiteltiin monipuolisesti keskeisimmät listautumisten pitkän aikavälin kurssikehitykseen vaikuttavat tekijät, ei se kuitenkaan sulje pois, että vaikuttavia tekijöitä voisi olla lisääkin. Tekijöitä, jotka voisivat vaikuttaa pitkän aikavälin kurssikehitykseen, mutta josta ei löydy vielä niin paljon tutkimuksia ovat ainakin luovutusrajoitusjakson, listautumisannissa kerättyjen varojen käyttökohteen ja lyhyeksi myyntiin kohdistuvien rajoitusten vaikutukset. Lisäksi listautumisantia pian seuraavan uuden maksullisen osakeannin (follow-on offering) vaikutusta pitkän aikavälin kurssikehitykseen olisi mielenkiintoista tutkia.

Olisi mielenkiintoista tehdä empiirinen tutkimus, jossa rakennetaan tässä tutkielmassa havaittujen vaikutusten pohjalta sijoitusstrategia. Tämän voisi toteuttaa siten, että valitsisi listautumisia, joissa mahdollisimman monta tutkielmassa tarkasteltu pitkän aikavälin tuottoihin positiivisesti vaikuttavaa tekijää toteutuisi. Sijoitusstrategian kriteerit täyttäneiden yhtiöiden kurssikehitystä tarkasteltaisiin alkaen esimerkiksi kaksi kuukautta listautumisesta, jolloin instituutioiden netto-ostot saataisiin selville. Tarkasteluperiodi olisi kolme vuotta.

Tutkielman rajoituksena on, että tutkielmassa mainitaan vain tekijöiden väliset tärkeimmät korrelaatio-suhteet. Tekijöiden vaikutus pitkän aikavälin tuottoon avataan yksi kerrallaan. Tutkielma ei määritä tekijöiden ristikorrelaatio-suhteita eikä vertaa niiden keskinäisiä vahvuuksia. Jatkotutkimusaihe olisi tutkia tekijöiden vaikutusten vahvuutta yhdessä muiden tekijöiden kanssa.

LÄHTEET

- Aggarwal, R. & Rivoli, P. (1990). Fads in the initial public offering market? *Financial Management Association*, 19(4), 45–57. doi:10.2307/3665609
- Barry, C. B. & Mihov, V. T. (2015). Debt financing, venture capital, and the performance of initial public offerings. *Journal of Banking and Finance*, 58, 144–165. doi:10.1016/j.jbankfin.2015.04.001
- Bergström, C., Nilsson, D. & Wahlberg, M. (2006). Underpricing and long-run performance patterns of European private-equity-backed and non-private-equity-backed IPOs. *Journal of Private Equity*, 9(4), 16–47. doi:10.3905/jpe.2006.650457
- Brav, A. & Gompers, P. A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *Journal of Finance*, 52(5), 1791–1821. doi:10.2307/2329465
- Buchner, A., Mohamed, A. & Wagner, N. (2019). Are venture capital and buyout backed IPOs any different? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 60, 39–49. doi:10.1016/j.intfin.2018.12.002
- Campbell II, T. L. & Frye, M. B. (2006). Venture capitalist involvement and the long-run performance of IPOs. *Journal of Private Equity*, 10(1), 7–17. doi:10.3905/jpe.2006.667555
- Carter, R. B., Dark, F. H., Floros, I. V. & Sapp, T. R. A. (2011). Characterizing the risk of IPO long-run returns: The impact of momentum, liquidity, skewness, and investment. *Financial Management*, 40(4), 1067–1086. doi:10.1111/j.1755-053X.2011.01171.x
- Carter, R. B., Dark, F. H. & Sapp, T. R. A. (2010). Underwriter reputation and IPO issuer alignment 1981–2005. *Quarterly Review of Economics & Finance*, 50(4), 443–455. doi:10.1016/j.qref.2010.07.001
- Carter, R. B., Dark, F. H. & Singh, A. K. (1998). Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *Journal of Finance*, 53(1), 285–311. doi:10.1111/0022-1082.104624
- Carter, R. & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067. doi:10.1111/j.1540-6261.1990.tb02426.x
- Chang, S., Chung, T. & Lin, W. (2010). Underwriter reputation, earnings management and the long-run performance of initial public offerings. *Accounting & Finance*, 50(1), 53–78. doi:10.1111/j.1467-629X.2009.00329.x
- Chemmanur, T. J., Hu, G. & Huang, J. (2010). The role of institutional investors in initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 23(12), 4496–4540. doi:10.1093/rfs/hhq109

- Derrien, F. (2005). IPO pricing in 'hot' market conditions: Who leaves money on the table? *Journal of Finance*, 60(1), 487–521. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x
- Dong, M., Michel, J. & Pandes, J. A. (2011). Underwriter quality and long-run IPO performance. *Financial Management*, 40(1), 219–251. doi:10.1111/j.1755-053X.2010.01140.x
- Fedyk, T. & Khimich, N. (2018). R&D investment decisions of IPO firms and long-term future performance. *Review of Accounting & Finance*, 17(1), 78–108. doi:10.1108/RAF-09-2016-0147
- Field, L. C. & Lowry, M. (2009). Institutional versus individual investment in IPOs: The importance of firm fundamentals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3), 489–516. doi:10.1017/s0022109009990032
- Finanssivalvonta (2020). Listautuminen. Haettu osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>
- Hahl, T., Vähämaa, S. & Äijö, J. (2014). Value versus growth in IPOs: New evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 31, 17–31. doi:10.1016/j.ribaf.2013.11.004
- Hoque, H. & Lasfer, M. (2015). Directors' dealing and post-IPO performance. *European Financial Management*, 21(1), 178–204. doi:10.1111/j.1468-036X.2013.12013.x
- Hsu, J. & Chang, C. (2008). An investment strategy based on the long-run performance of IPOs: Venture-backed and non-venture-backed firms. *Journal of Investing*, 17(4), 95–105. doi:10.3905/JOI.2008.17.4.095
- Levis, M. (2011). The performance of private equity-backed IPOs. *Financial Management*, 40(1), 253–277. doi:10.1111/j.1755-053X.2010.01141.x
- Loughran, T. & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50(1), 23–51. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x
- Michel, J. (2014). Return on recent VC investment and long-run IPO returns. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 38(3), 527–549. doi:10.1111/etap.12005
- NASDAQ OMX Helsinki (2019). NASDAQ Helsinki Oy pörssin säännöt. Haettu osoitteesta <https://www.nasdaq.com/docs/P%C3%96RSSIN%20S%C3%84%C3%84NN%C3%96T%204.6.2019.pdf>
- Purnanandam, A. K. & Swaminathan, B. (2004). Are IPOs really underpriced? *Review of Financial Studies*, 17(3), 811–848. doi:10.1093/rfs/hhg055

- Pörssisäätiö (2016). Pörssilistautujan käsikirja. Haettu osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27. doi:10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
- Ritter, J. R. (2015). Growth capital-backed IPOs. *Financial Review*, 50(4), 481–515. doi:10.1111/fire.12075
- Ritter, J. R. & Welch, I., (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828. doi:10.1111/1540-6261.00478.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 187–212. doi:10.1016/0304-405X(86)90054-1
- Smile Henkilöstöpalvelut (2018). Smile Henkilöstöpalvelut Oyj pörssitiedote 10.10.2018 klo 14.00. Haettu osoitteesta <https://smilepalvelut.fi/ajankohtaista/smile-henkilostopalvelut-oyjn-listautumisanti-ja-listautuminen-peruutetaan/>
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974. doi:10.1111/0022-1082.00079
- Westerholm, P. J. (2006). Industry clustering in Nordic initial public offering markets. *International Review of Finance*, 6(1), 25–41. doi:10.1111/j.1468-2443.2007.00058.x
- Wu, C. & Kwok, C. C. Y. (2007). Long-run performance of global versus domestic initial public offerings. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 609–627. doi:10.1016/j.jbankfin.2006.01.013
- Yi, J. (2001). Pre-offering earnings and the long-run performance of IPOs. *International Review of Financial Analysis*, 10(1), 53–67. doi:10.1016/S1057-5219(00)00043-0