

First North Finland-listautumisantien kannattavuus sijoituskohteena

Aleksi Tantu



| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| Tekijä(t) Aleksi Tantt | |
| Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma | |
| Raportin/Opinnäytetyön nimi First North Finland-listautumisantien kannattavuus sijoituskohteena | Sivu- ja liitesivumäärä 39 + 2 |
| Ohjaaja(t) Arto Elomaa | |
| <p>Osakeyhtiö voi hakea oman pääoman ehtoista rahoitusta maksullisella osakeannilla. Listautumisannilla yhtiö tarjoaa osakkeitaan sijoittajille ensimmäistä kertaa listautuessaan pörssiin tai vaihtoehtoiselle markkinapaikalle. Listautumisantien alihinnoittelu on maailmanlaajuisesti tunnettu ilmiö. Syitä alihinnoitteiluun on monia, mutta monet niistä liittyvät sijoittajien houkutteluun annin täysimääräisen toteutumisen varmistamiseksi.</p> <p>First North Finland on Nasdaq OMX Helsingin ylläpitämä vaihtoehtoinen markkinapaikka. Vaihtoehtoisella markkinapaikalla osakekauppaa voi käydä säännellyn markkinan tapaan. Ero näiden kahden välillä syntyy kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden sääntelyn määrässä. Vaihtoehtoiselle markkinapaikalle listautumisvaatimukset ovat kevyemmät kuin säännellylle markkinalle. Tämän tarkoituksena on luoda pienille kasvuvaiheessa oleville markkinapaikka, josta hakea rahoitusta yritystoiminnan kehittämiseen. Vastaavasti sijoittajat pääsevät sijoittamaan vaihtoehtoisen markkinapaikan kautta pieniin yrityksiin. Toisaalta vaihtoehtoisen markkinapaikan sääntelyn vähäisyys tekee vaihtoehtoisen markkinapaikan osakkeista riskipitoisemman sijoituskohteen.</p> <p>Tässä opinnäytetyössä tutkittiin First North Finland-listautumisantien kannattavuutta sijoittajan näkökulmasta. Tutkimuksen perusteella listautumisannissa merkittyjen osakkeiden hinta nousee ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä keskimäärin 3,9 % ja vuoden aikana annista 10,1 %, joten lyhyellä aikavälillä listautumisannit ovat kannattava sijoituskohte myös First North Finland-vaihtoehtoisella markkinapaikalla.</p> | |
| Asiasanat listautumisanti, monenkeskinen markkinapaikka, First North Finland | |

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| Author(s) Aleksi Tanttu | |
| Degree programme Business Administration | |
| Subject First North Finland initial public offerings' profitability | Number of pages and appendices 39 + 2 |
| Supervisor(s) Arto Elomaa | |
| <p>Limited company can acquire capital by arranging an initial public offering. Initial public offering means that a company offers its shares for investors for the first time on a public market. Underpricing of IPOs is a universal phenomenon around the world's regulated markets.</p> <p>First North Finland is a multilateral trading facility is part of Nasdaq OMX Helsinki. The regulations for multilateral trading facility aren't as strict as they are for regulated markets. MTFs are designed for small growth companies looking for financing but are not ready to go public in a regulated market. Investors can invest to smaller companies via MTFs but it has to be remembered that the risks for these shares are higher than those listed on the regulated market.</p> <p>In this thesis, the profitability of First North Finland initial public offerings was researched from investors' perspective. According to the study these IPOs are profitable as the initial first day return was 3.9 % on average. The return for one year was 10.1 % so it can be said that IPOs are underpriced on the First North Finland multilateral trading facility as they have been on the regulated markets around the world.</p> | |
| Key words initial public offering, IPO, multilateral trading facility, First North Finland | |

Sisällys

| | | |
|-------|------------------------------------------------------------------|----|
| 1 | Johdanto | 1 |
| 1.1 | Työn rakenne ja tavoite | 2 |
| 1.2 | Tutkimusmenetelmät | 2 |
| 2 | Rahoitusmarkkinat | 4 |
| 2.1 | Rahamarkkinat | 6 |
| 2.2 | Arvopaperi- eli pääomamarkkinat | 7 |
| 3 | First North Finland | 9 |
| 3.1 | Monenkeskinen markkinapaikka | 9 |
| 3.2 | First North Finlandin sääntely | 10 |
| 4 | Osakeyhtiö | 12 |
| 4.1 | Osakeyhtiön pääoma | 12 |
| 4.2 | Listautumisanti | 13 |
| 5 | Osakkeet sijoituskohteena | 15 |
| 5.1 | Tuotto | 16 |
| 5.1.1 | Osinko | 19 |
| 5.1.2 | Omien osakkeiden ostaminen | 21 |
| 5.1.3 | Arvonnousu | 21 |
| 5.2 | Kulut ja verotus | 22 |
| 5.2.1 | Luovutusvoittojen ja –tappioiden verotus | 22 |
| 5.2.2 | Osinkoverotus | 23 |
| 5.3 | Riski | 24 |
| 5.3.1 | Riskipreemio | 25 |
| 5.3.2 | Riskin hajauttaminen | 26 |
| 5.4 | Osakeindeksit | 27 |
| 5.5 | Osakkeiden luokittelua | 29 |
| 6 | Tutkimustulokset | 31 |
| 6.1 | Aineisto ja menetelmät | 31 |
| 6.2 | First North Finland-listautumisantien kannattavuus | 32 |
| 6.3 | First North Finland-osakkeiden luonne sijoituskohteena | 34 |
| 6.3.1 | Yhtiöiden koko ja toimialat | 34 |
| 6.3.2 | First North Finlandin tuotto verrattuna Helsingin pörssiin | 35 |
| 6.3.3 | Mahdolliset veromuutokset | 36 |
| 7 | Pohdinta | 38 |
| 7.1 | Tutkimustulosten arviointi | 38 |
| 7.2 | Tutkimusmenetelmien arviointi | 39 |
| 7.3 | Pohdinta | 39 |
| | Lähteet | 40 |

1 Johdanto

Osakeyhtiö voi hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta myymällä osakkeitaan sijoittajille rahoitusmarkkinoilla. Kansantalouden ylijäämäsektoriin kuuluvat kotitaloudet ja yritykset puolestaan ostavat osakkeita saadakseen säästöilleen tuottoa sijoittamalla. Osakkeet ovatkin historiallisesti tuottaneet perinteisistä sijoitusinstrumenteista parhaiten. Helpoimmin sijoittaja pääsee käsiksi osakemarkkinoille sijoittamalla julkisesti noteerattuun yhtiöön arvopaperivälittäjän kautta säännellyssä ja organisoidussa kauppapaikassa eli pörssissä. Julkisesti noteraatun osakkeen markkina-arvo muuttuu markkinoilla jatkuvasti osto- ja myyntitoimeksiantoihin perustuvan kysynnän ja tarjonnan mukaan. Pörssin toimintaa säätelee lainsäädäntö, joka määrittelee pörssinoteeratuille yrityksille velvollisuuksia.

Vuonna 2007 Euroopan unionin alueella käyttöön otettu Rahoitusvälineiden markkinat-direktiivi 2004/39/EY (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) lopetti arvopaperipörssien yksinoikeuden arvopaperikaupan välittämiseen, minkä seurauksena perinteisten säänneltyjen markkinapaikkojen rinnalle on perustettu huomattava määrä uusia vaihtoehtoisia eli monenkeskisiä markkinapaikkoja (Multilateral Trading Facility, MTF). Esimerkiksi BATS Europe, Burgundy, CHI-X, NYSE Arca Europe, NX MTF, Quote MTF, Turquoise ja Xetra ovat näitä vaihtoehtoisia markkinapaikkoja. (Saario 2014, 32.) Vaihtoehtoisten markkinapaikkojen sääntely on kevyempää kuin perinteisten säänneltyjen markkinapaikkojen, mikä on mahdollistanut pienien kasvuvaiheessa olevien yritysten paremman pääsyn rahoitusmarkkinoille.

Helsingin pörssi on ainut säännelty markkinapaikka Suomessa. Helsingin pörssi on osa pohjoismaista Nasdaq OMX arvopaperimarkkinapaikkaa. Nasdaq OMX ylläpitää säännellyn arvopaperipörssin lisäksi MiFID:n mukaista vaihtoehtoista First North-markkinapaikkaa. Suomalaisten First North-yhtiöiden lista First North Finland toimii osana Helsingin pörssiä. (NASDAQ 2013, 9-10.)

Hallitseva matala korkotaso on johtanut korkosijoitusten tuottojen tippumiseen totulta tasolta, minkä seurauksena sijoittajat ovat siirtäneet varojaan riskipitoisempiin sijoituskohteisiin kuten osakkeisiin. Lumipalloefektinä tämä on puolestaan johtanut osakemarkkinoiden hintatason nousuun: osakeindeksit ovatkin rikkoneet viime vuosina ennätyksiä ympäri maailman. Kevään 2017 aikana myös uudet listautumisannit Suomessa on ylimerkattu selvästi. Aikaisempien tutkimusten valossa listautumisannit ovat olleet kuitenkin jo pidemmän aikaa keskimääräisesti kannattavia sijoituskohteita kaikilla markkinoilla osakkeiden merkintähintojen alihinnoittelun johdosta. Tämän opinnäytetyön

tarkoituksena on tutkia noudattavatko First North Finland-vaihtoehtoisen markkinapaikan listautumisantien kannattavuutta yksityissijoittajan näkökulmasta.

Valitsin tämän aiheen opinnäytetyölleni, koska First North Finland on verrattain uusi markkinapaikka, eikä siitä ole saatavilla lähimainkaan yhtä paljon tutkimustietoa kuin perinteisistä pörsseistä. Harjoitan myös itse pienimuotoista sijoitustoimintaa, joten sijoittamiseen liittyvä aihe tuntuu läheiseltä.

1.1 Työn rakenne ja tavoite

Opinnäytetyö sisältää teoreettisen viitekehyksen, empiirisen tutkimusosan ja kokoavan johtopäätösosan. Teoreettisen viitekehyksen tavoitteena on esitellä NASDAQ OMX First North Finland-vaihtoehtoisen markkinapaikan (jatkossa First North Finland) rooli osana rahoitusmarkkinoita, teoriaa osakeyhtiöiden listautumisantien kannattavuudesta sijoituskohteena sekä osakkeiden luonne sijoitusinstrumenttina. Markkinapaikkaa tutkitaan sijoituskohteena yksityissijoittajan näkökulmasta. First North Finland markkinapaikalla käydään kauppaa myös joukkovelkakirjoilla, mutta tämä työ keskittyy ainoastaan osakekauppaan.

Opinnäytetyön empiirisen osassa tutkitaan First North Finland-markkinapaikalle tehtyjen listautumisantien kannattavuutta kuudella eri ajanjaksolla, jotka ovat pituudeltaan yhdestä päivästä yhteen vuoteen. Kannattavuutta mitataan sekä pelkällä osakkeiden kurssikehityksellä, että kokonaistuottona osingot huomioiden. Lisäksi tutkitaan millaisia First North Finland-listatut yhtiöt ovat profiililtaan ja pohditaan millaisia hajautusmahdollisuuksia First North Finland-markkinapaikka tarjoaa Helsingin pörssin päälistalle.

Opinnäytetyössä haetaan siis vastauksia seuraaviin tutkimusongelmiin:

- Ovatko First North Finland-listautumisannit olleet kannattavia sijoituskohteita?
- Mitä eroja First North Finland-vaihtoehtoiselle markkinapaikalle listattuihin osakkeisiin sijoittamiseen liittyy verrattuna säännellyn markkinapaikan osakkeisiin?
- Millaisia yrityksiä First North Finland-markkinapaikalle on listautunut?

1.2 Tutkimusmenetelmät

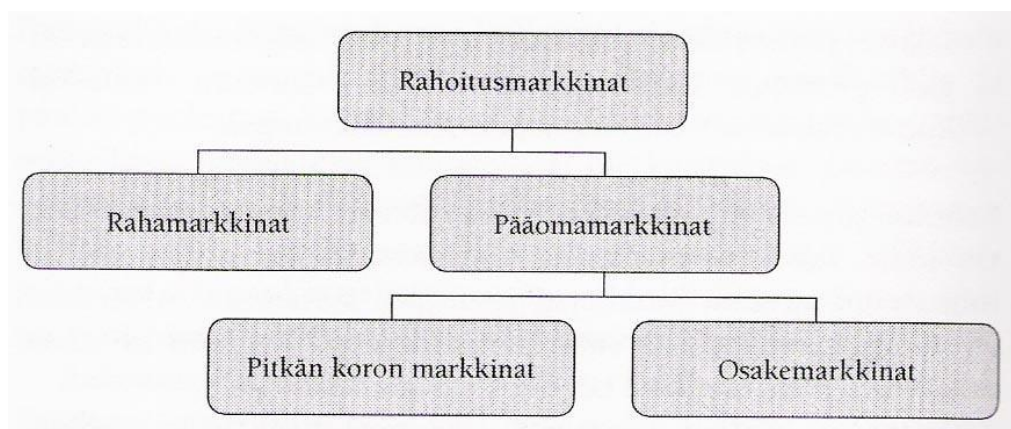
Tutkimuksen viitekehys on perustuu rahoitusalan kirjallisuuteen, aikaisempiin tutkimuksiin ja ajankohtaisiin uutisiin. Empiirinen osa toteutetaan kvantitatiivisena eli määrällisenä tutkimuksena. Tutkimusaineistona käytetään historiallisia Helsingin pörssin päälistalle ja First North Helsinkiin listattujen yhtiöiden osakekursseja ja tunnuslukuja. Tunnusluvut on

kerätty markkinapaikkojen ylläpitäjän NASDAQ OMX:n tilastoista. Listautumisantien merkintähinnat on koottu listautuneiden yhtiöiden ja osakeantien järjestäjien tiedotteista. Saatua tilastotietoa vertaillaan tilastollisten menetelmien avulla ja saatua tuloksia tulkitaan viitekehyksen tietojen valossa.

2 Rahoitusmarkkinat

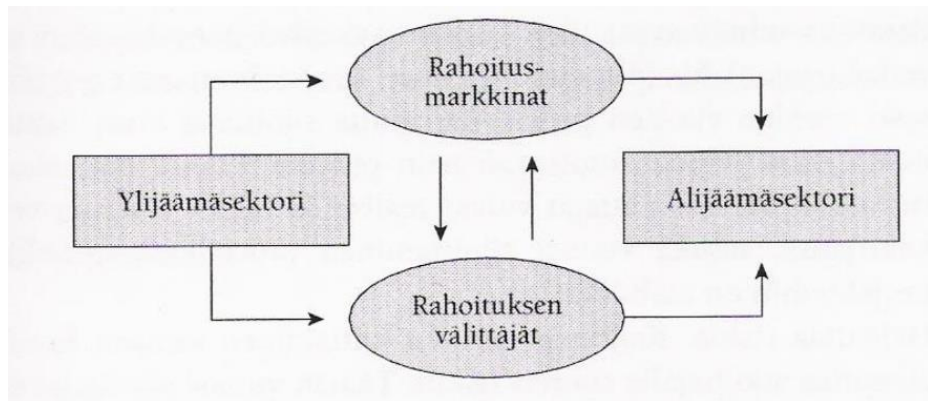
Rahoitusmarkkinoiden tarkoituksena on luoda talouskasvua ohjaamalla talouden pääomaresursseja sinne, missä ne ovat tehokkaimmin käytössä. Näin ollen toimiva rahoitusjärjestelmä on kaikkien yhteiskunnan toimijoiden etu. Pääoma liikkuu markkinoilla ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille. (Knüpfer & Puttonen 2012, 50.) Ylijäämäsektori muodostuu perinteisesti kotitalouksista. Alijäämäsektoriin tyypillisesti kuuluvien yritysten menot ovat puolestaan tuloja suuremmat, jotka tarvitsevat pääomaa investointeihin. Vastineeksi rahaa sijoittava ylijäämäsektori pääsee osalliseksi pääomallaan tehtävien investointien tuottoihin. (Knüpfer & Puttonen 2012, 48-49.)

Varat voivat siirtyä alijäämäsektorille joko epäsuorasti rahoituksen välittäjien kuten pankkien kautta tai suoraan rahoitusmarkkinoiden kautta (Knüpfer & Puttonen 2012, 49.). Esimerkkinä epäsuorasta rahoituksesta pankki voi myöntää talletuksina keräämänsä rahat yrityslainana eteenpäin. Tällöin pankkitalletuksen tehnyt kotitalous ei ole suoraan lainaavan yrityksen kanssa velkasopimuksessa. (Knüpfer & Puttonen 2012, 50.) Sijoitusrahastot ja vakuutuslaidonnaiset sijoitus- ja säästötuotteet ovat myös esimerkkejä välillisistä sijoituskohteista (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 124.).



Kuvio 1. Rahoitusmarkkinoiden rakenne. (Knüpfer & Puttonen 2012, 52.)

Rahoitusmarkkinat jaetaan rahamarkkinoihin ja arvopaperi- eli pääomamarkkinoihin rahoitusinstrumenttien maturiteetin eli ns. juoksuajan mukaan (Kuvio 1). Lyhytaikaiset alle vuoden pituiset rahoitusvaateet kuuluvat rahamarkkinoille ja tätä pidemmät pääoma- eli arvopaperimarkkinoille. (Knüpfer & Puttonen 2012, 51.). Tässä opinnäytetyössä keskitytään pääasiassa arvopaperimarkkinoiden toimintaan.



Kuvio 2. Rahoitusmarkkinoiden rooli kansantaloudessa. (Knüpfer & Puttonen 2012, 49.)

Rahoitusmarkkinoilla on neljä tärkeää roolia. Ensimmäinen niistä on pääoman ohjaaminen eli allokoiminen tehokkaasti ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille (Kuvio 2.). Allokatiivisella tehokkuudella tarkoitetaan pääoman liikkumista mahdollisimman nopeasti ja pienin kustannuksin. Tarpeettomat kaupankäyntikulut ja verot pyritään minimoimaan pääoman joustavan liikkumisen edistämiseksi. (Knüpfer & Puttonen 2012, 50.) Markkinoiden tehokkuuden takaamiseksi arvopaperikaupasta pörssissä ei myöskään makseta varainsiirtovero (Valtiovarainministeriö 2012.) Mitä pienemmin kuluin pääoma liikkuu markkinoilla, sitä pienempi kynnys liittyy markkinoilla toimimiseen. Tehokkailla markkinoilla sijoittajien rahat pyrkivät liikkumaan sinne, mistä ne saavat riskit huomioiden parasta tuottoa. (Knüpfer & Puttonen 2012, 50.)

Rahoitusmarkkinoiden tehokkuudella tarkoitetaan, että kaikki julkinen ja relevantti tieto heijastuu osakkeiden hintoihin välittömästi, koska informatiivisesti tehokkailla markkinoilla tieto on helposti kaikkien sijoittajien saatavilla. Vastaavasti epätehokkailla markkinoilla sijoittajat eivät reagoi tietoon nopeasti oikein, vaan kurssimuutokset ovat hitaita (Knüpfer & Puttonen 2012, 162-164.).

Toinen rahoitusmarkkinoiden rooli on informaation välittäminen sijoittajille. Informatiivisesti tehokas markkina viestii sijoittajille ajantasaisesti eri sijoituskohteiden ominaisuuksista, riskeistä ja tuotoista. Esimerkiksi pörssiyhtiön odotettua heikompi tulos näkyy välittömästi sen osakkeen pörssikurssin laskuna. Tämä viestii sijoittajalle, että markkinoiden mukaan kyseinen kohde-etuus on muuttunut riskipitoisemmaksi sijoituskohteeksi. (Knüpfer & Puttonen 2012, 50.)

Kolmanneksi rahoitusmarkkinat parantavat rahoitusvaateiden likviditeettiä. Likvidi sijoitus on nopea ja helppo muuttaa rahaksi. (NASDAQ OMX 2013. 8.) Yritysten investointihankkeet voivat kestää vuosia, eikä sijoittaja ole välttämättä valmis sitouttamaan pääomaa projektiin näin pitkäksi aikaa. Rahoitusmarkkinoiden ansiosta

sijoittaja voi myydä rahoitusvaateensa eteenpäin toisille sijoittajille jälkimarkkinoilla. Näin yritys voi jatkaa investoinnin toteuttamista, vaikka alkuperäinen sijoittaja realisoi sijoittamansa pääoman. Rahoitusmarkkinoiden välityksellä myyjä ja ostaja löytävät toisensa helposti. (Knüpfer & Puttonen 2012, 50.)

Neljäs rahoitusmarkkinoiden rooli on hajauttaminen. Sijoitusten hajauttaminen on mahdollista piensijoittajallekin, sillä suuret rahoitusvaateet voidaan jakaa pienempään yksikkökokoon. Esimerkiksi osakeyhtiön hakiessa osakeannilla uutta pääomaa, voi sijoittaja osallistua antiin pienelläkin pääomalla, vaikka yhtiön rahoituksen tarve olisikin miljoonien luokkaa. Myös rahoituksen välittäjät auttavat sijoittajaa hajauttamisessa esimerkiksi rahastojen avulla. (NASDAQ OMX 2013. 8.)

2.1 Rahamarkkinat

Rahamarkkinoiden rooli osana rahoitusmarkkinoita on likviditeetin eli maksuvalmiuden takaaminen markkinoiden toimijoille takaamalla rahoituksen saatavuus tilapäisiin rahoitusongelmiin (Jalonen & Kähkönen 2011, 82.). Rahamarkkinoilla valtiot, kunnat, pankit ja muut yritykset käyvät kauppaa juoksuajaltaan eli maturiteetiltaan lyhytaikaisilla velkakirjoilla. Pääsääntönä rahamarkkinainstrumenttien maturiteetti on alle vuoden (Knüpfer & Puttonen 2012, 52.). Juoksuaika on kuitenkin selvästi vuotta lyhyempi, yleensä yhdestä yöstä viikkoon. Kaupankäynnin kohteena olevat instrumentit ovat kooltaan miljoonien eurojen suuruisia, jolla perusteella rahamarkkinoita voidaan kutsua tukkimarkkinoiksi. (Jalonen & Kähkönen 2011, 82.)

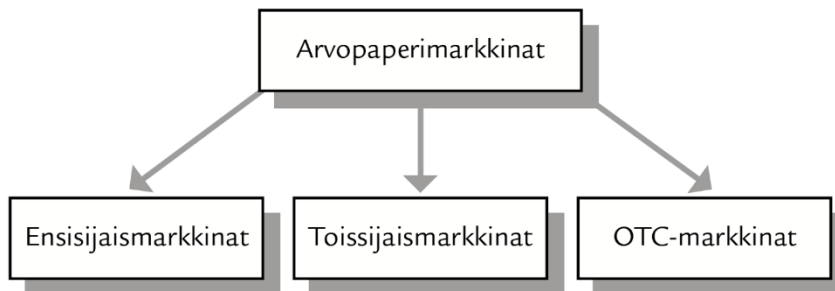
Pankkien väliset sijoitustodistukset ovat ylivoimaisesti tärkein rahamarkkinaväline. Ne muodostavat valtaosan rahamarkkinoista. Muita rahamarkkinavälineitä ovat valtion velkasitoumukset ja yritys- sekä kuntatodistukset. Kaikki nämä instrumentit vastaavat toisiaan sillä erotuksella, että rahan lainaajana toimii eri instanssi.

Rahamarkkinainstrumenteille ei makseta joukkovelkakirjojen tapaan korkoa, vaan sijoittajan tuotto on seurausta kohde-etuuden arvonnoususta. Puhutaan diskonttoinstrumenteista. Käytännössä sijoittaja ostaa rahamarkkinainstrumentin sen nimellishintaa pienemmällä hinnalla ja instrumentin juoksuajan päättyessä myy sen nimellishinnalla. (Knüpfer & Puttonen 2012, 52.) Rahamarkkinainstrumentit ovat jälkimarkkinakelpoisia, joten sijoittaja voi myydä omistuksensa eteenpäin ennen juoksuajan umpeutumista.

2.2 Arvopaperi- eli pääomamarkkinat

Arvopaperimarkkinoista säädetään Arvopaperimarkkinalaissa 14.12.2012/746.

Arvopaperi- eli pääomamarkkinat koostuvat pitkän koron markkinoista eli joukkovelkakirjamarkkinoista ja osakemarkkinoista. Joukkovelkakirjamarkkinoilla käydään kauppaa maturiteetiltaan yli vuoden mittaisilla yritysten tai yhteisöjen liikkeelle laskemilla joukkovelkakirjalainoilla (Kallunki ym. 2011, 98.). Niitä ovat muun muassa valtioiden obligaatiot ja yrityslainat. Joukkovelkakirjalainalla tarkoitetaan suurta lainaa, joka jaetaan useaan keskenään samanehtoiseen joukkovelkakirjaan. Osakemarkkinoilla puolestaan käydään kauppaa osakeyhtiöiden siirtokelpoisilla omistusosuuksilla eli osakkeilla. (Knüpfer & Puttonen 2012, 54-56.)



Kuvio 3. Arvopaperimarkkinoiden rakenne. (Nikkinen, Rothovius, & Sahlström 2002, 15.)

Arvopaperimarkkinat voidaan jakaa myös primääri-, sekundääri- ja OTC-markkinoihin (Kuvio 3). Primääri-, eli ensisijaismarkkinoilla yritys voi hankkia uutta omaa pääomaa osakeannilla tai vierasta pääomaa tarjoamalla sijoittajille joukkovelkakirjoja. On myös mahdollista, että yrityksen liikkeelle laskema arvopaperi on oman ja vieraan pääoman yhdistelmä. Tällöin on kyse niin kutsutusta välirahoitusinstrumentista. Sijoittajan ostettua arvopaperin primäärimarkkinoilta, voi hän myydä sen eteenpäin toiselle sijoittajalle sekundääri-, eli toissijaismarkkinoilla. Toimivat sekundäärimarkkinat ovat ensiarvoisen tärkeitä sijoitusten likviditeetin takaamiseksi, koska niiden ansiosta sijoittajaa ei ole sidottu sijoitukseen miksikään tietyksi ajaksi, vaan arvopaperin voi myydä halutulla hetkellä eteenpäin. (Nikkinen ym. 2002, 15.)

Arvopaperikauppa voi tapahtua suoraan rahoituksen tarvitsijan ja sijoittajan välillä tai julkisen markkinapaikan välityksellä. Näkyvimmän osan arvopaperimarkkinoista muodostavat arvopaperipörssissä tehdyt kaupat. Pörssin välityksellä julkisesti noteeratut joukkovelkakirjat ja osakkeet vaihtavat omistajaa nopeasti, läpinäkyvästi ja alhaisin kustannuksin. Pörssi toimii niin primääri-, kuin sekundäärimarkkinoidenkin markkinapaikkana. Pörssien toiminta on tarkasti säänneltyä, joten pienten yhtiöiden listautumiskynnys on varsin korkea. (Nikkinen ym. 2002, 15.)

Pienien kasvuyhtiöiden onneksi säänneltyjen markkinapaikkojen rinnalla arvopaperikauppaa käydään myös niin kutsutuilla monenkeskisillä markkinapaikoilla (Multilateral Trading Facility, MTF). Vuonna 2007 sovellettavaksi tullut Euroopan unionin Rahoitusvälineiden markkinat-direktiivi (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) muodosti näistä vaihtoehtoisista markkinapaikoista samantyyppisen järjestäytyneen kaupankäynnin muodon kuin säännellyistä markkinoista. Ennen MiFID:n voimaantuloa vaihtoehtoisten markkinapaikkojen sääntely oli monin tavoin epäselvää. Useampien yritysten rahoituskanavien olemassaolo edistää markkinapaikkojen välistä kilpailua ja näin tehostaa markkinoiden toimintaa. Sijoittajan näkökulmasta vaihtoehtoiset markkinapaikat tuovat lisää vaihtoehtoja kauppapaikan ja sijoituskohteiden valintaan (Finanssivalvonta 2011.).

Julkisen kaupankäynnin lisäksi arvopaperikauppaa käydään OTC-markkinoilla (Over-The-Counter). OTC-kauppa tarkoittaa pörssien ulkopuolista arvopaperikauppaa, jossa kaupankäynti tapahtuu suoraan rahoituksen tarvitsijan ja sijoittajan välillä. OTC-kauppaa käydään pienten yhtiöiden osakkeilla, joilla ei ole resursseja tai tahtoa listautua julkiselle markkinapaikalle. Pörssin ulkopuolella ostajan ja myyjän on vaikeampi löytää toisensa kuin julkisella markkinalla, eikä osakkeille muodostu markkinahintaa kysynnän ja tarjonnan mukaan. (Nikkinen ym. 2002, 10.)

3 First North Finland

NASDAQ First North on pohjoismainen MiFID:n mukainen monenkeskinen markkinapaikka, jossa käydään julkista kauppaa pörssissä listaamattomilla arvopapereilla. First Northissa käydään kauppaa säännellyn markkinan tapaan sekä osakkeilla, että joukkovelkakirjoilla. (NASDAQ 2013, 21.) First North-markkinapaikka on toiminut osana Helsingin pörssiä 4.4.2011 alkaen. Tätä ennen suomalaisten osakkeiden First North-lista oli osa Tukholman pörssiä vuodesta 2007. (Valtiovarainministeriö 2012. 32.) Pohjoismainen First North koostuu neljästä alueellista markkinapaikasta: First North Sweden, First North Finland, First North Denmark ja First North Iceland. Kutakin näistä vaihtoehtoisista markkinapaikoista ylläpitää paikallinen Nasdaq OMX:n säännelty pörssi. (NASDAQ 2017.)

Monenkeskiset kauppapaikat on suunnattu ennen kaikkea pienille ja keskisuurille tai vielä kasvuvaiheessa oleville yrityksille, jotka tarvitsevat rahoitusta markkinoilta, mutta joille perinteisten pörssien listalleottovaatimukset ja muut edellytykset ovat liian vaativia. Koska monenkeskisellä kauppapaikalla ei ole säännellyn kauppapaikan oikeudellista asemaa, eivät siellä listatut yhtiöt myöskään ole pörssiyrityksiä. (NASDAQ 2013, 21.)

3.1 Monenkeskinen markkinapaikka

Monenkeskistä kaupankäyntiä voi järjestää pörssi, sijoituspalveluyritys tai luottolaitos. Hyväksytty välittäjä voi lisäksi pitää meklarilistaa kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista. (Häyrynen 2009, 303.) Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (European Sales and Marketing Association, ESMA) mukaan Euroopassa toimi toukokuussa 2017 yhteensä 153 MiFID:n mukaista vaihtoehtoista markkinapaikkaa (ESMA 2017.). Nämä vaihtoehtoiset markkinapaikat voidaan luokitella seuraavasti:

- Yleiseurooppalaiset MTF:t, joissa kaupankäynnin kohteena eurooppalaisissa pörsseissä listatut riittävän likvidit arvopaperit (esim. Chi-X, BATS, Turquoise).
- Paikalliset MTF:t, joissa kaupankäynnin kohteena paikallisissa pörssissä listatut arvopaperit (esim. Burgundy).
- Paikalliset MTF:t, joissa kaupankäynnin kohteena paikalliset arvopaperit, joita ei ole listattu pörssissä (esim. First North, AIM, Alternext). (Finanssivalvonta 2011)

Kevennetyn sääntelyn kääntöpuolena MTF-kaupankäynnin kohteena olevien yritysten riskiprofiili poikkeaa pörssiyrityksistä. Matalamman listautumiskynnyksen vuoksi MTF-

kauppapaikoille listautuu paljon pieniä yrityksiä, joilla on lyhyt toimintahistoria. (Finanssivalvonta 2011.). Menneisyys ei ole tae tulevasta, mutta pitkän toimintahistorian omaavat yritykset ovat todistaneet liikeideansa toimivuuden, siinä missä vastikään perustetut yhtiöt saattavat herättää tämän suhteen kysymyksiä. MTF-listattujen yhtiöiden pienestä koosta ja markkinapaikan heikommasta tunnettavuudesta johtuen osakkeiden likviditeetti saattaa olla pörssiyrityksiä heikempi. Tämä saattaa muodostua sijoittajalle ongelmaksi etenkin käytäessä kauppaa suuremmilla osakemäärillä. Myös pörssilistattuja yhtiöitä löyhempi tiedotusvelvollisuus johtaa rajatumpaan informaatioon arvopaperien liikkeellelaskijasta, mikä lisää sijoittajien riskiä. (Finanssivalvonta 2011.)

3.2 First North Finlandin sääntely

Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746) ohjaa säännellyn markkinan toimintaa Suomessa. Euroopan unionin sääntely on implementoitu mukaan kansalliseen lakiin. Arvopaperimarkkinalakiin kirjatut säänneltyä markkinaa koskevat vaatimukset kuten IFRS-sääntely, yritysostotarjousdirektiivi, avoimuusdirektiivi, ja markkinoiden väärinkäyttö - direktiivi (niiltä osin kun ne koskevat liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuutta) eivät kuitenkaan koske First North-vaihtoehtoista markkinapaikkaa. Esitedirektiivi koskee First North-yhtiöitä silloin, kun markkinalle listautuessa järjestetään osakeanti. First North-markkinapaikkaan sovelletaan arvopaperimarkkinalain säädöksiä siinä määrin, kuin ne koskevat monenkeskistä markkinapaikkaa. Tämän lisäksi First North-yhtiöiden tulee toimia markkinapaikan omien sääntöjen mukaisesti. (NASDAQ 2017.)

| First North Finland | Pörssi |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| • Yhtiöesite riittää listalleottoon* | • Listalleottoa varten aina Finanssivalvonnan hyväksymä EU-esite |
| • Ei vaadita IFRS-tilinpäätöksiä | • IFRS-tilinpäätökset vaaditaan |
| • Oltava Hyväksytty Neuvonantaja | • Ei vaadita Hyväksyttyä Neuvonantajaa |
| Osakkeiden listalleotossa lisäksi • Yleisön hallussa vähintään 10 % osakkeista | • Yleisön hallussa vähintään 25 % osakkeista |

Taulukko 1. First North Finland yhtiön velvollisuuksia (Finanssivalvonta 2014.)

Vaihtoehtoisen markkinapaikan vaatimukset ovat kevyempiä kuin säännellyn markkinan sekä listautumisen että markkinoilla toimimisen osalta. Listautumisen osalta vaatimukset ovat kevyempiä muun muassa yhtiön arvon ja vapaan kaupankäynnin piirissä olevien

osakkeiden määrän. Säännellylle markkinalle listautuvan yrityksen markkina-arvo tulee olla vähintään miljoona euroa. First North-markkinapaikalla tätä vaatimusta ei ole. Yhtiön listautuessa First Northiin on 10 prosenttia sen osakkeista oltava vapaan kaupankäynnin kohteena. Vaatimus on pienempi kuin Helsingin pörssissä, jossa vaadittu määrä on 25 % (Taulukko 1.) Lisäksi säännellylle markkinalle listautuvalla yhtiöllä tulee olla toimintahistoriaa kolmen tilikauden osalta. First North-markkinapaikalle listautujalta tätä ei vaadita. (Finanssivalvonta 2014.)

Kevennetyt tilinpäätösvaatimukset madaltavat huomattavasti pienten ja keskisuurten yhtiöiden listautumiskynnystä. Säännellyllä markkinalla yhtiön tulee julkaista kansainvälisten standardien mukainen IFRS-tilinpäätös neljännesvuosittain, kun First North-markkinapaikalla tilinpäätös voi olla myös kansallinen FAS-tilinpäätös. Tilinpäätöstä ei tarvitse myöskään julkaista kuin vain kaksi kertaa vuodessa. (Finanssivalvonta 2014.) Jokaisella First North-yhtiöllä tulee olla hyväksytty neuvonantaja (Certified Adviser), joka valvoo yhtiön noudattavan First North-markkinapaikan sääntöjä. Neuvonantaja toimii yhteistyössä First North-markkinapaikan kanssa ja raportoi havaitsemansa sääntörikkomukset välittömästi. (NASDAQ 2017.)

4 Osakeyhtiö

Osakeyhtiön toiminnasta on säädetty Osakeyhtiölaissa 21.7.2006/624. Osakeyhtiö on yhtiömuoto, jonka omistus jakautuu siirtokelpoisiin määräosiin eli osakkeisiin. Sijoittajan näkökulmasta tämä mahdollistaa suuriinkin yhtiöihin sijoittamisen suhteellisen pienellä pääomalla. Vuoden 2016 lopussa kaupparekisteriin kirjatusta 605 981 yrityksestä 268 093 oli osakeyhtiötä, mikä tekee osakeyhtiöstä Suomen yleisimmän yhtiömuodon (Patentti- ja rekisterihallitus 2017.). Osakeyhtiö on juridinen oikeushenkilö, minkä vuoksi osakkeenomistajan riski rajoittuu sijoitettuun pääomaan. (OYL 1:2) Osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen on kiellettyä ottaa määräys, jonka mukaan osakkaat ovat välittömässä vastuussa yhtiön veloista. On kuitenkin mahdollista, että yhtiöjärjestyksessä määrätään osakkeenomistajan velvollisuudesta suorittaa erityisiä maksuja yhtiölle osakkeen merkintähinnan maksamisen jälkeen. (OYL 1:2). Sijoittajien rajoitettu vastuu mahdollistaa riskillisen yritystoiminnan toteuttamisen ja tehokkaat pääomamarkkinat (Mähönen & Villa, 2006, 34.).

Hallintorakenteen ja omistuksen erillisuus on ominaista osakeyhtiölle (Mähönen & Villa 2006, 29.). Osakkeenomistajien yhtiökokous on osakeyhtiön korkein päättävä elin, Näitä tehtäviä ovat muun muassa yhtiön hallituksen valitseminen, päätös yhtiön varojen jakamisesta (Kyläkallio, Irola & Kyläkallio 2008, 479-481.). Osakeyhtiöllä on lain nojalla oltava hallitus, minkä lisäksi sillä voi olla toimitusjohtaja ja hallintoneuvosto (OYL 6:1).

Osakeyhtiöt jaetaan julkisiin (oyj) ja yksityisiin (oy) osakeyhtiöihin. Keskeisin ero näiden osakeyhtiömuotojen välillä on, että yksityisen osakeyhtiöiden osakkeita ei saa ottaa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperimarkkinalain mukaisella säännellyllä markkinalla. (Mähönen & Villa 2006, 29.) Näin ollen kaikki pörssiyritykset ovat julkisia osakeyhtiöitä, mutta kaikki julkiset osakeyhtiöt eivät kuitenkaan ole listautuneita pörssiin.

4.1 Osakeyhtiön pääoma

Osakeyhtiön rahoitus koostuu yhtiön toiminnasta syntyvästä tulorahoituksesta ja yhtiöön tehtävistä pääoman sijoituksista. Yhtiöön tehtävät sijoitukset voidaan jakaa omaan ja vieraaseen pääomaan niihin liittyvien taloudellisten ominaisuuksien ja sääntelyn perusteella. Vieras pääoma yrityksen ulkopuolisten tahojen sijoittamaa pääomaa, jolla on aina takaisinmaksuvelvoite. Käytännössä tämä tarkoittaa pankkilainaa tai muuta velkarahaa. Omalla pääomalla sen sijaan ei ole takaisinmaksuvelvoitetta, vaan sijoitus on tarkoitettu jäämään yritykseen määräämättömäksi ajaksi. Osakeyhtiön oma pääoma

muodostuu suurelta osin osakepääomasta. Yksityisen osakeyhtiön vähimmäispääoma on 2 500 euroa ja julkisen osakeyhtiön 80 000 euroa (OYL 1:3).

Oma pääoma jaetaan vapaaseen ja sidottuun omaan pääomaan, jotka puolestaan on jaettu rahastoihin. Osakepääoma, kirjanpitolain mukainen arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto ovat sidottuja pääomia. Vapaan oman pääoman muodostavat muut rahastot ja yhtiön tulorahoitus eli meneillään olevan ja edellisten tilikausien voitto. (OYL, luku 8, 1-2)

4.2 Listautumisanti

Osakeyhtiö voi hankkia uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta järjestämällä maksullisen osakeannin. Osakeannissa yhtiö laskee liikkeelle uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan. (Kyläkallio ym. 2008, 810.) Listautumisannissa yhtiö tarjoaa osakkeitaan sijoittajille ensimmäistä kertaa listautuessaan pörssiin tai vaihtoehtoiselle markkinapaikalle (Morningstar 2016a.). Pelkän rahoituksen hakemisen lisäksi listautumisannin syynä voi olla halu osakkeiden likviditeetin parantamiseen (Ritter 1998, 2.). Osakkeiden myyntihintaa listautumisannissa kutsutaan merkintähinnaksi.

Taulukko 1. Listautumisantien keskimääräinen avauspäivän tuotto eri maissa. (Loughran, Ritter & Rydqvist, 2015, 2.)

| Maa | Otoskoko | Aikaväli | Keskimääräinen avauspäivän tuotto |
|---------------|----------|-----------|-----------------------------------|
| Kiina | 2 512 | 1990-2013 | 118,4 % |
| Brasilia | 275 | 1979-2011 | 33,1 % |
| Ruotsi | 374 | 1980-2011 | 27,2 % |
| Saksa | 736 | 1978-2011 | 24,2 % |
| Australia | 1 562 | 1976-2011 | 21,8 % |
| Suomi | 168 | 1971-2013 | 16,9 % |
| Yhdysvallat | 12 702 | 1960-2014 | 16,9 % |
| Iso-Britannia | 4 932 | 1959-2012 | 16,0 % |
| Italia | 312 | 1985-2013 | 15,2 % |
| Ranska | 697 | 1983-2010 | 10,5 % |
| Espanja | 143 | 1986-2013 | 10,3 % |
| Norja | 209 | 1984-2013 | 8,1 % |
| Tanska | 164 | 1984-2011 | 7,4 % |
| Kanada | 720 | 1971-2013 | 6,5 % |
| Venäjä | 64 | 1999-2013 | 3,3 % |

Kuten taulukosta 1 käy ilmi, listautumisanteihin osallistuminen on ollut kannattavaa ympäri maailman. Listautuneiden osakkeiden hinta on keskimäärin noussut ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä kaikilla markkinoilla. Tämä tarkoittaa sitä, että listautumisannissa

tarjotut osakkeet on keskimäärin hinnoiteltu alle niiden oikean arvon. Periaatteessa listautumisannissa merkittävät osakkeiden arvo voidaan laskea samaan tapaan kuin muillekin osakkeille diskonttaamalla tulevien arvioitujen tuottojen nettonykyarvo. (Ritter 1998, 3.) Listautumisanneissa osakkeita kuitenkin tarjotaan systemaattisesti alle niiden todellisen arvon, vaikka tällöin yhtiön omistajat eivät saakaan omistusosuuksistaan niin korkeaa hintaa kuin mahdollista.

Listautumisantien alihinnoittelulle on esitetty lukuisia teorioita, jotka perustuvat sijoittajien, listautuvan yrityksen sekä listautumisen järjestäjän välisiin suhteisiin. Nämä teoriat eivät ole muita selityksiä poissulkevia, vaan ainoastaan joitakin mahdollisia selityksiä ilmiölle. Alihinnoittelun syyt vaihtelevat listautumisanneittain, joten niiden vaikutus on tapauskohtaista. (Ritter 1998, 7.)

Yksi oleellinen syy merkintähinnan alihinnoittelulle on annin onnistumisen varmistaminen. Sijoittajilla ei ole välttämättä samaa tietoa listautuvasta yrityksestä kun sisäpiirillä, joten jos merkintähinta on asetettu juuri täsmälleen oikeen, voivat sijoittajat pitää hintaa kalliina. Jos taas sijoittajista tuntuu ettei kukaan muukaan osallistu antiin, pidetään sijoituskohdetta huonona. Tarjoamalla osakkeita edulliseen hintaan osakeyhtiö voi myös pyrkiä jättämään itsestään positiivisen kuvan sijoittajille, jotta mahdollisissa tulevissa osakeanneissa se voi pyytää osakkeistaan enemmän. (Ritter 1998, 8-9.)

Listautumisasi saattaa olla tarkoituksella alihinnoiteltu, jotta antiin osallistuisi mahdollisimman paljon sijoittajia. Koska merkittävien osakkeiden määrä on rajallinen, kaikki sijoittajat eivät saa koko haluamaansa määrää osakkeita kysynnän ylittäessä tarjonnan. Tällöin kukaan uusista omistajista ei saa suurta osakemäärää. Hajautettu omistus parantaa osakkeen likviditeettiä markkinoilla. Lisäksi suuri joukko pienomistajia ei horjuta aikaisempien suurien osakkeenomistajien päätösvaltaa yhtiössä. Listautumisannin tarkoituksellisen alihinnoittelun syynä voi olla myös annin järjestävän investointipankin tavoite päästä mahdollisimman helpolla. Jos osakkeet on hinnoiteltu tarpeeksi alas ei annin järjestäjän tarvitse tehdä juurikaan markkinointityötä saadakseen osakkeet merkittyä. (Ritter 1998, 10.)

5 Osakkeet sijoituskohteena

Osakeyhtiö on yritysmuoto, jonka toiminnasta on Suomessa säädetty Osakeyhtiölaissa 21.7.2006/624. Vuoden 2016 lopussa kaupparekisteriin kirjatusta 605 981 yrityksestä 268 093 oli osakeyhtiötä, mikä tekee osakeyhtiöstä Suomen yleisimmän yritysmuodon (Patentti- ja rekisterihallitus 2017.) Syitä yhtiömuodon suosioon ovat muun muassa omistajien eli osakkaiden rajoitettu vastuu yhtiön toiminnasta ja yhtiömuodon verotukselliset edut henkilöyhtiöihin verrattuna.

Osakkeet ovat osakeyhtiön omistusosuuksia. Osakas omistaa yhtiöstä yhtä suuren osan, kuin hänen omistamiensa osakkeiden määrä on suhteellisesti koko osakekannasta, ellei yhtiöjärjestyksessä muuta määrätä. Vastineeksi sijoitukselleen osakkeenomistaja saa taloudellisia oikeuksia ja päätösvaltaa yhtiöjärjestyksen mukaisesti. Taloudellisia oikeuksia ovat oikeus yhtiön maksamaan osinkoon ja etuoikeus uusien osakkeiden merkkäämiseen osakeannissa. Lisäksi liiketoiminnan kehittyessä osakkeen markkina-arvo saattaa kohota. Päätösvaltaansa yhtiön asioista osakkeenomistaja pääsee käyttämään yhtiökokouksessa. Yhtiökokous on osakeyhtiön tärkein päätöksentekomenettely, jossa voidaan päättää kaikista asioista, joihin yhtiön hallituksen päätösvalta ei riitä joko osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen nojalla. Yhtiökokous muun muassa valitsee yhtiön hallituksen ja päättää yhtiön osingonjaosta.

Yhtiöillä voi olla useita eri osakesarjoja, joihin kuuluu eri oikeuksia (Kallunki ym. 2011, 101-102.). Esimerkiksi lääketeollisuusyhtiö Orionilla on listattuna Helsingin Pörssissä kaksi osakesarjaa: A- ja B-sarja. Molemmilla osakkeilla saa yhtäläisen oikeuden yhtiön omistukseen ja voitonjakoon. A-osakkeella sijoittaja saa kuitenkin enemmän vaikutusvaltaa yhtiössä: yhdellä A-sarjan osakkeella saa 20 ääntä yhtiökokouksessa, kun taas B-osakkeen äänimäärä on yksi. (Orion 2017.) Osakesarjojen markkinahinnat saattavat erota toisistaan muun muassa osakesarjojen poikkeavien oikeuksien ja likviditeetin vuoksi (NASDAQ 2013, 19.) Sijoittajan oma sijoitusstrategia vaikuttaa luonnollisesti osakesarjan valintaan. Esimerkiksi piensijoittajalle osakkeen tuoma äänivalta voi olla toisarvoista, koska pienestä osakemäärästä johtuen sijoittajan päätösvalta yrityksessä jää olemattoman pieneksi, vaikka hänen omistamansa osakkeet olisivat äänietuoikeutettuja.

Osakeyhtiö voi hankkia uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta järjestämällä osakeannin. Osakeannissa yhtiö laskee liikkeelle uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan. Osakkeet ovat jälkimarkkinakelpoisia, joten osakas voi myydä omistussuosutensa eteenpäin toiselle sijoittajalle rahoitusmarkkinoiden välityksellä.

Osakeyhtiöt jaetaan julkisiin (oyj) ja yksityisiin (oy) osakeyhtiöihin. Julkisten osakeyhtiöiden osakkeilla käydään kauppaa arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 § mukaisella säännellyllä markkinalla tai monenkeskisellä kauppapaikalla. Näin ollen kaikki pörssiyhtiöt ovat julkisia osakeyhtiöitä, mutta kaikki julkiset osakeyhtiöt eivät kuitenkaan ole listautuneita pörssiin. Yksityisen osakeyhtiön osakkeilla ei voi käydä kauppaa säännellyllä markkinalla tai monenkeskisellä markkinapaikalla.

Osakesijoituksen tulevaisuuden tuotto on epävarmaa, joten sijoitukseen sisältyy aina riski. Osakeyhtiö on juridinen oikeushenkilö, minkä vuoksi osakkeenomistajan riski rajoittuu sijoitettuun pääomaan. Mahdollisessa konkurssitilanteessa yhtiön velkoja ei siis peritä omistajilta. Tässä luvussa selvitetään millainen sijoituskohde osakkeet ovat tuoton ja riskin näkökulmasta.

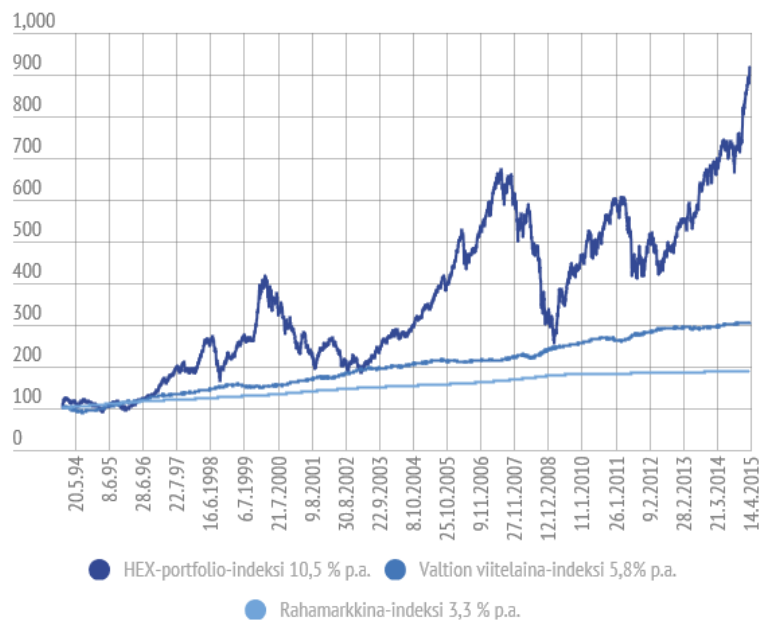
5.1 Tuotto

Osakeyhtiölain 1 luvun 5 § mukaan osakeyhtiön toiminnan tarkoitus on voiton tuottaminen omistajilleen, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei ole muuta määrätty. Osakesijoituksen tuotto muodostuu yhtiön voitonjaosta osakkeenomistajille ja osakkeen markkina-arvon muutoksesta. Kaupankäynnistä aiheutuvat kulut ja tuotoista maksettavat verot vähentävät sijoituksen kokonaistuottoa.

Pitkällä aikavälillä tarkasteltuna osakkeet ovat tuottaneet sijoittajille paremmin kuin muut perinteiset sijoitusinstrumentit. Rahoitusalan professori Jeremy Siegel on verrannut teoksessaan *Stocks for the long run* amerikkalaisten osakkeiden menestystä sijoituskohteena suhteessa Yhdysvaltojen valtion obligaatioihin ja kultaan. Tutkimuksen mukaan vuonna 1802 pörssiosakkeisiin sijoitettu (laskettu indeksin mukaan) yksi dollari oli osingot uudelleen sijoittaen vuonna 1997 arvoltaan 7 470 000 dollaria eli sijoitus oli kasvanut keskimäärin 8,4 % vuodessa. Vastaavalla aikavälillä Yhdysvaltojen obligaatioiden vuosituotto oli 4,8 % ja kullan 1,3 %. (Saario 2014, 48-49.) Käytännössä yksityissijoittajan sijoitushorisontti ei toki ole kahtasataa vuotta, mutta Siegelin tutkimuksen mukaan amerikkalaiset osakkeet ovat tuottaneet myös lyhyemmillä 55-60 vuoden ajanjaksoilla vuosittain noin seitsemän prosenttia (Saario 2014, 52.).

Myös suomalaiset osakkeet ovat tuottaneet pitkällä ajanjaksolla paremmin kuin muut omaisuuslajit. Aikavälillä 1994 - 2015 Helsingin pörssin OMXH Helsinki Cap-indeksi (aikaisemmin HEX Portfolio-indeksi) tuotti osinkoja huomioimatta 10,5 % vuodessa. Yhtiöiden jakamat osingot kasvattavat tuottoa useita prosentteja. Käytännössä 10,5 % vuosituotto tarkoittaa sijoitetun pääoman kaksinkertaistumista seitsemän vuoden välein.

Samalla aikavälillä Valtion viitelaina-indeksi tuotti vuosittain 5,8 % ja Rahamarkkina-indeksi 3,3 %. Osakesijoituksen tuotto ei kuitenkaan ole aina tasaista, vaan se vaihtelee enemmän kuin korkoinstrumenteilla. Kuten kuviosta 4 näemme, korkoindexien tuotto on ollut hyvin tasaista, kun taas osakkeiden tuotto on vaihdellut voimakkaasti. Joillakin sijoitusperiodeilla osakkeiden tuotto on ollut negatiivinen. Tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä. Osakesijoitusten korkosijoituksia korkeammat riskit mahdollistavat myös korkeammat tuotot. (Pörssisäätiö 2017.)



Kuvio 4. Korkoindexien ja osakkeiden tuotto. (Pörssisäätiö 2017.)

Sijoituksesta saatava tuotto on korvaus rahan aika-arvosta. Ostaessaan osakkeita tuhannella eurolla sijoittaja lykkää mahdollisuuttansa kuluttaa rahat uuteen televisioon, polkupyörään tai kesälomamatkaan. Jos raha ei kasvaisi korkoa sijoittamalla, ei ostopäätöksen siirtämisessä olisi mitään mieltä. Tuleviin sijoituksen tuomiin kassavirtoihin liittyy myös epävarmuutta, josta sijoittaja haluaa saada korvauksen. Lisäksi inflaatio heikentää ajan myötä rahan ostovoimaa, joten tuhat euroa on tänään arvokkaampi kuin vuoden päästä. (Knüpfer & Puttonen 2012, 69-70.)

Osakesijoituksen tuotto koostuu kahdesta komponentista: yhtiön voitonjaosta osakkeenomistajille ja osakkeen markkina-arvon muutoksesta. Osakeyhtiön omistajilleen jakamaa voittoa kutsutaan osingoksi. Julkisella markkinapaikalla kaupankäynninkohteena olevan osakkeen markkina-arvo muuttuu jatkuvasti kysynnän ja tarjonnan mukaan. Sijoituksen voi jäädä markkina-arvon laskusta johtuen myös tappiolliseksi. Osakkeet ovat siitä erityislaatuinen sijoitusinstrumentti, että ne tarjoavat omistajilleen tuottomahdollisuuden sekä kassavirtana, että arvonnousuna. (Knüpfer & Puttonen 2012,

130.) Sijoituksen kokonaistuotto voidaan jakaa hintatuottoon ja osinkotuottoon.

Kaavan 1 alkuosa muodostaa hintatuoton ja jälkiosa osinkotuoton seuraavasti:

$$HPR = \frac{P_s - P_b}{P_b} + \frac{D}{P_b}$$

Kaava 1. Osakesijoituksen kokonaistuotto. (Knüpfer & Puttonen 2012, 130.)

HPR = sijoitusperiodin kokonaistuotto (holding period return)

P_s = osakkeen hinta periodin lopussa (price sell)

P_b = osakkeen hankintahinta (price buy)

D = periodin aikana maksettu osinko (dividend)

Osakesijoituksen tuotto ilmoitetaan prosentteina sijoitetusta pääomasta. Osakkeen hankintahinta on esimerkiksi voinut olla vuoden alussa 10 euroa ja vuoden lopussa 12 euroa. Osakkeelle on maksettu periodin aikana 0,50 euron osinko. Oletetaan, että osinko maksetaan sijoitusperiodin lopussa. Tällöin osakkeen kokonaistuotoksi vuoden sijoitusperiodilla saadaan:

$$HPR = \frac{P_s - P_b}{P_b} + \frac{D}{P_b} = \frac{12 - 10}{10} + \frac{0,5}{10} = 20 \% + 5 \% = 25 \%$$

Kaava 2. Osakesijoituksen tuottoesimerkki.

Jos osinko maksettaisiinkin kesken sijoitusperiodin, voisi sijoittaja kasvattaa tuottoaan uudelleensijoittamalla osingon. Tällöin kaavan 2 mukainen yksinkertaistettu laskentatapa ei antaisi realistista tulosta. Eri pituisten sijoitusten vertailemiseksi tuotto lasketaan yleensä keskimääräisenä vuosituottona. Geometrisen keskiarvon (kaava 3) avulla voidaan laskea sellainen yhden periodin tuotto, joka vastaa useamman samanpituisen lyhyemmän periodin kumulatiivista tuottoa. (Nikkinen ym. 2002, 24.) Tätä voidaan kutsua aikapainotetuksi tai oikaistuksi tuotoksi.

$$r_g = \sqrt[n]{(1 + r_1) * (1 + r_2)} - 1$$

Kaava 3. Geometrinen keskiarvo.

r_g = aikapainotettu tuotto

n = periodien lukumäärä

r₁ = periodin 1 tuotto

r₂ = periodin 2 tuotto

Oletetaan, että sijoittaja jatkaa kaavan 2 sijoitusta vuodella. Seuraavana vuonna osakkeen tuotto onkin enää 5 %. Tällöin kahden vuoden sijoitusperiodin aikapainotetuksi vuosituotoksi saadaan 14,6 % (Kaava 4.).

$$r_g = \sqrt[2]{(1 + 0,25) * (1 + 0,05)} - 1 = 14,6 \%$$

Kaava 4. Esimerkki aikapainotetusta tuotosta.

Tuloksessa huomionarvoista on se, että keskimääräinen vuosituotto on geometrisella keskiarvolla laskettuna vähemmän kuin periodituottojen aritmeettinen keskiarvo ((25 % + 5 %) / 2 = 15 %). Tämä johtuu siitä, että geometrinen keskiarvo huomioi kulloinkin sijoitettavana olevan rahasumman. Koska toisen periodin alussa sijoitettu pääoma sisältää sekä alkusijoituksen, että ensimmäisen periodin tuoton, on toisen periodin tuotolla suurempi vaikutus keskimääräiseen vuosituottoon. (Nikkinen ym. 2002, 24.)

Maksettujen osinkojen merkitys osakesijoituksen kokonaistuottoon kasvaa sijoitusajan mukana. Lyhytkestoisissa sijoituksissa puolestaan osakkeen arvonmuutoksella on usein merkittävämpi vaikutus sijoituksen kokonaistuottoon. (Saario 2014, 101.)

5.1.1 Osinko

Osinko on osakeyhtiön jakama osuus liiketoimintansa tuotoista osakkeenomistajille. Osakeyhtiölain (21.7.2006/624) 13 luvun 5 § mukaan yhtiö voi jakaa osinkona omasta vapaasta pääomastaan. Osingonjaosta päättää yhtiökokous hallituksen tekemän ehdotuksen pohjalta.

Osakeyhtiö voi siis jakaa edellisen tilikauden voitollisen tuloksen lisäksi ulos myös aikaisempien voitollisten tilikausien tuottoja. Esimerkiksi energiayhtiö Fortumin jakoi tilikaudelta 2016 osinkoa 1,10 € per osake. Tilikauden osakekohtaisen tuloksen ollessa 0,56 € osakekohtainen osinko oli yli kaksinkertainen tilikauden osakekohtaiseen tulokseen nähden. (Fortum Corporation 2017.) Suuren osingon maksaminen on mahdollista, sillä Fortumilla on jakamattomia voittovaroja edellisiltä tilikausilta.

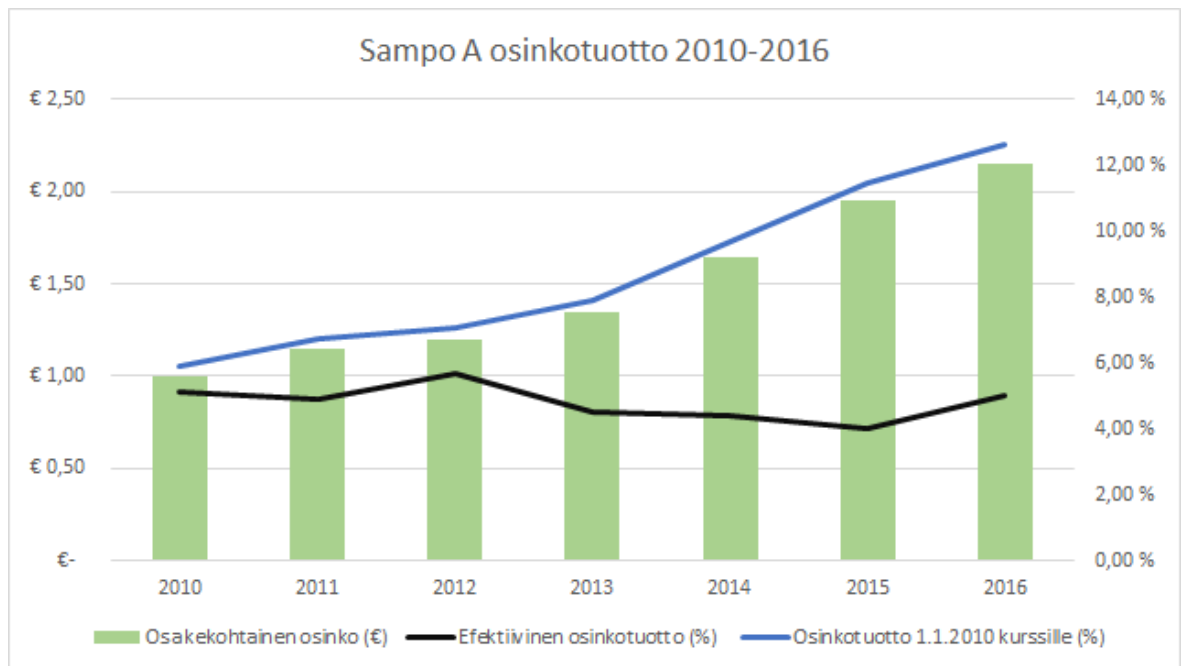
Osakeyhtiön ei ole pakko jakaa osinkoa, vaikka liiketoiminta olisi hyvinkin kannattavaa, vaan se voi käyttää voittovarat investointeihin omistajien saaman tuoton kasvattamiseksi tulevaisuudessa. Sijoittajat kuitenkin pitävät osingoista tulevasta kassavirrasta, joten tehtyjen investointien tulee olla hyvin perusteltuja. Osingonjako vaikuttaa myös yhtiön maineeseen positiivisesti. (Knüpfer & Puttonen 2012, 194-196.)

Sijoittajalle osingot tuovat tasaista kassavirtaa, jonka uudelleen sijoittamalla syntyy korkoa korolle -efekti. Näin alkuperäisen sijoituksen tuotot kasvavat korkoa alkuperäisen sijoituksen lisäksi. (Morningstar 2016b). Pitkällä aikavälillä korkoa korolle -efektin vaikutus kasvaa kasvamistaan, joten osingot ovat merkittävä tekijä osakesijoituksen

kokonaistuotossa (Saario 2014, 101.). Suomessa valtaosa pörssiyhtiöistä maksaa osinkonsa kerran vuodessa keväisin.

Osinkotuotto on tavallisin osinkotunnusluku, joka kertoo kuinka suuren prosentuaalisen vuosittaisen tuoton sijoittaja saa osakkeelleen. Osinkotuotto lasketaan siis jakamalla yhtiön maksama osinko osakkeen ostohinnalla. Efektiivinen osinkotuotto on toinen yleisesti käytetty tunnusluku pörssiyhtiön osingonjaon kuvaamiseen. Efektiivinen osinkotuotto tarkoittaa vuotuisen osingon suuruutta suhteessa osakkeen sen hetkiseen markkinahintaan. Tunnusluvun suuruuteen vaikuttaa maksettujen osinkojen suuruus sekä osakkeen arvostustaso. (Leppiniemi 2002, 97.)

Käytännössä sijoittajan saama todellinen osinkotuotto saattaa poiketa paljonkin efektiivisestä tuotosta, koska osakkeen hinta muuttuu jatkuvasti markkinoilla. Kuvio 5 havainnollistaa Sammon efektiivistä osinkotuottoa suhteessa kuvitteellisesti 1.1.2010 markkinahinnalla 17,02 € ostetun osakkeen todelliseen osinkotuottoon vuosina 2010-2016.



Kuvio 5. Sampo A osakkeen osinkotuotto 2010-2016. (Kauppalehti 2017a.)

Kuviosta näemme, että Sampo on nostanut osinkoaan tarkastelujaksolla vuosittain. Näin ollen sijoittaman saama osinkotuotto vuonna 2010 ostetulle osakkeelle on kasvanut vuodesta toiseen, nousten 5,88 prosentista 12,63 prosenttiin. Vastaavasti markkinahinnan efektiivinen vuosituotto on laskenut 5,10 prosentista 5,00 prosenttiin. Efektiivisen osinkotuoton lasku selittyy Sammon osakekurssin nousulla. Osakkeenomistajan saama

osinkotuotto voi olla myös hetkellisesti efektiivistä osinkotuottoa matalampi. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että yhtiön osinko on laskenut suhteellisesti osakkeen markkina-arvoon nähden. Koska yrityksen markkina-arvoa voi pitää tulevien osinkojen nykyarvona, vaikuttaa laskeva osinko ajan myötä todennäköisesti myös osakkeen markkina-arvoon laskevasti.

Maksettujen osinkojen osuus tuotoista (payout ratio) on kätevä tunnusluku yhtiön maksaman osingon kestävyyttä ja kasvupotentiaalia tarkastellessa. Tunnusluku saadaan laskemalla kuinka suuri osakekohtainen osinko on osakekohtaisesta tuloksesta. Jos luku on matala, yhtiön tuotot kattavat helposti maksettavan osingon. Näin ollen on todennäköistä että osinko pysyy tulevinakin vuosina samalla tasolla tai kasvaa entisestään.

5.1.2 Omien osakkeiden ostaminen

Osakeyhtiö voi jakaa voittovarojaan omistajilleen osinkojen ohella myös ostamalla omia osakkeitaan. Tällöin yritys ostaa itse omia osakkeitaan pörssistä aivan kuten kuka tahansa muukin sijoittaja. Suomessa tämä tuli mahdolliseksi vasta vuoden 1997 osakeyhtiölain myötä. (Knüpfer & Puttonen 2012, 199-200.) Osakeyhtiölain mukaan yritys saa ostaa omia osakkeitaan korkeintaan 10 prosenttia osakepääomastaan.

Osakeyhtiön ostaessa omistajia ulos jäljelle jäävien sijoittajien suhteellinen omistusosuus kasvaa. Teoriassa osakkeen arvon tulisi nousta suhteellisesti ostettujen osakkeiden arvon verran. Suomessa yritykset ostavat omia osakkeitaan kuitenkin harvoin, koska osingot ovat verotehokkaampi tapa varojen jakamiseen omistajille. Pohjois-Amerikassa omien osakkeiden ostaminen on yleisempää ja kasvava trendi. (Knüpfer & Puttonen 2012, 199-200.)

5.1.3 Arvonnousu

Osakkeiden hinta määräytyy markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan. Hinnan muutoksesta syntyvä tuotto tai tappio realisoituu vasta osakkeiden myynnin yhteydessä. Jos myyntihinta on suurempi kuin ostohinta, syntyy myyntivoittoa. Jos myyntihinta on on ostohintaa alhaisempi, syntyy myyntitappio. Osakkeen hintaan vaikuttavat yhtiön nykyiset tuotot ja odotukset yhtiön kannattavuudesta tulevaisuudessa. Osakkeen markkinahintaa voikin pitää osakkeen tulevien osinkojen netto nykyarvona. (Koller, Goedhart & Wessels, 2015, 31-33.)

5.2 Kulut ja verotus

Suomessa pörssiyhtiöiden osakkeet ovat arvo-osuusmuotoisia, joten niiden säilyttämiseen tulee avata arvo-osuustili. Osakesijoittamisesta saatavaa tuottoa heikentävät arvopaperivälittäjälle ja arvo-osuustilin pitäjille maksettavat kaupankäynti- ja säilytyspalkkiot. Pörssi perii omat kulunsa arvopaperinvälittäjältä, joten sijoittaja maksaa ne välillisesti. Kaupankäynti- ja säilytyspalkkiot vaihtelevat huomattavasti välittäjittäin.

Yksityishenkilön osakesijoituksen tuotoista maksetaan veroa Tuloverolain 30.12.1992/1535 mukaisesti. Osakesijoituksen tuotto verotetaan pääsääntöisesti pääomatulona. Poikkeuksena sääntöön listaamattoman yhtiön jakama osinko luetaan tietyn edellytyksin ansiotuloksi. Verot pienetävät sijoittajan saamaa sijoitustuottoa. Julkisen markkinapaikan ulkopuolella käytävistä osakekaupoista tulee lisäksi maksaa varainsiirtoveroa (Knüpfer & Puttonen 2012, 56.).

5.2.1 Luovutusvoittojen ja –tappioiden verotus

Luovutusvoiton määrä saadaan laskemalla myyntihinnan ja hankintahinnan erotus. Sijoittajan on maksettava mahdollisesta myyntivoitosta pääomaveroa. Verotuksen kannalta on yhdentekevää, syntyykö luovutusvoitto listattujen vai listaamattomien osakkeiden myynnistä. Pääomaveron suuruus on 30 000 euroon asti 30 %, jonka ylittävältä osalta veroa maksetaan 34 %. Korkeampi verokanta nousi vuonna 2016 prosenttiyksiköllä, ollen tätä ennen 33 %. (Vero.fi 2017.)

Osakkeen hankintahinta voidaan laskea joko ostohinnan ja voiton hankkimiskulujen summana tai käyttämällä niin kutsuttua hankintameno-olettamaa. Voiton hankkimiskuluiksi luetaan välityspalkkiot ja toimitusmaksut. Verosuunnittelun kannalta optimaalinen laskentatapa riippuu tilanteesta. Mikäli sijoittaja on hankkinut osakkeita samalle arvo-osuustilille useammassa erässä eri hankintahinnoilla, katsotaan osakkeiden myyntijärjestykseksi niiden hankintajärjestys. Tätä kutsutaan FIFO-periaatteeksi (first in - first out). (Vero.fi 2017.)

Sijoittaja on esimerkiksi hankkinut yhtiön X osakkeita ensin 50 kappaletta hintaan 20 euroa kappale. Puoli vuotta myöhemmin sijoittaja ostaa 50 osaketta lisää hintaan 22 euroa kappale. Kymmenen vuoden kuluttua tästä sijoittaja haluaa luopua osasta osakkeistaan, joiden arvo on noussut vuosien saatossa huomattavasti. Sijoittaja myy 70 osaketta hintaan 60 euroa kappale. (Vero.fi 2017.) FIFO-periaatteen mukaisesti osakkeet myydään hankintajärjestyksessä, joten verotettavaksi myyntivoitoksi ostohinnan avulla laskettuna saadaan:

$$70 * 60 \text{ €} - 50 * 20 \text{ €} - 20 * 22 \text{ €} = 2\,760 \text{ €}$$

Hankintameno-olettama on vaihtoehtoinen tapa osakkeen hankintahinnan määrittämiselle. Olettamaa käyttämällä osakkeiden hankintahinnaksi määräytyy joko 20 % tai 40 % osakkeiden myyntihinnasta: alle 10 vuoden sijoituksille oletama on 20 % ja vastaavasti yli 10 vuoden sijoituksille 40 %. (Vero.fi 2017.) Soveltaen hankintameno-olettamaa edeltävään esimerkkiin, saadaan myytyjen osakkeiden hankintahinnaksi:

$$70 * 60 \text{ €} * 40 \% = 1\,680 \text{ €}$$

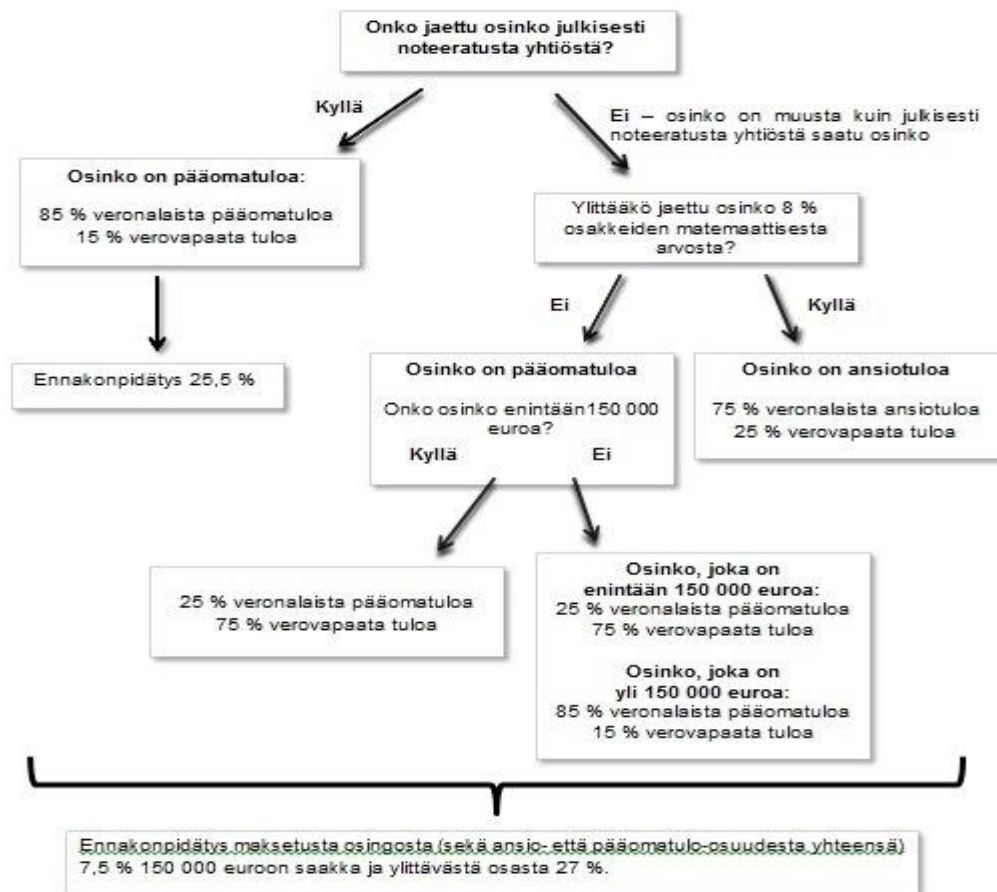
Tällöin verotettavaksi myyntivoitoksi saadaan:

$$70 * 60 \text{ €} - 1\,680 \text{ €} = 2\,520 \text{ €}$$

Hankintameno-olettamaa käyttämällä veronalainen myyntivoitto on pienempi kuin ostohinnan avulla laskettuna ja näin ollen myyntivoitosta maksettava vero jää pienemmäksi. Jos osakkeiden hankintahinta on myyntihintaa korkeampi, syntyy luovutustappio. Osakkeiden luovutustappiot ovat verovähennyskelpoisia saaduista pääomatuloista tappioiden syntymisvuonna ja sitä seuraavina viitenä vuotena. (Vero.fi 2017.) Vuodesta 2016 eteenpäin luovutustappioiden verovähennyskelpoisuus laajeni koskemaan kaikkia pääomatuloja, tätä aikaisemmat luovutustappiot voidaan vähentää ainoastaan omaisuuden luovutusvoitoista (Veronmaksajien Keskusliitto 2015). Luovutustappiot vähennetään luovutuksen jälkeisinä vuosina verotuksessa sitä mukaa, kun pääomatuloja syntyy. Jos sijoittajalla on luovutustappioita usealta vuodelta, vähennetään ne syntymisjärjestyksessä FIFO-periaatteen mukaisesti. (Vero.fi 2017.)

5.2.2 Osinkoverotus

Luonnollisen henkilön ja kuolinpesän saaman osingon veronalaisuus ja tulolaji riippuvat siitä, tuleeko osinko listaamattomasta vai listatusta osakeyhtiöstä. Listatuksi yhtiöksi luetaan yhtiö, jonka osakkeet ovat osingonjakopäätöshetkellä kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai monenkeskisellä markkinapaikalla.



Kuvio 6. Osinkotulojen verotus. (Vero.fi 2017.)

Listamattoman yhtiön maksama osinko voidaan tulkita verotuksessa joko ansio- tai pääomatuloksi. Tulotyyppi riippuu siitä ylittääkö jaetun osingon arvo 8 % osakkeen matemaattisesta arvosta (Kuvio 6.). Mikäli ylittää, osinkotulosta 75 % on veronalaista ansiotuloa ja 25 % verovapaata tuloa.

Listatun yhtiön maksamasta osingosta luonnolliselle henkilölle tai kuolinpesälle 85 % luetaan pääomatulo-osingoksi ja 15 % verottomaksi tuloksi. Näin ollen pääomaveroa maksetaan listatun yhtiön osingoista käytännössä joko 25,50 % (85 % * 30 %) tai 28,90 % (85 % * 34 %), riippuen ylittävätkö osakkeenomistajan verovuoden pääomatulot 30 000 € vai eivät. Kuten luvuista voi huomata, listamattoman yrityksen osingoista ei tarvitse maksaa yhtä paljon veroa kuin listatun yhtiön.

5.3 Riski

Sijoituksen riskillä tarkoitetaan tuotto-odotukseen liittyvää epävarmuutta. Riskillä tarkoitetaan tuottojen vaihteluväliä ja näin ollen suurempi riski mahdollistaa myös suuremmat tuotot. Sijoituksen riski aiheutuu monesta tekijästä, jotka vaikuttavat kuhunkin

osakkeeseen eri tavoin. Näitä riskitekijöitä ovat muun muassa markkinariski, korkoriski, inflaatoriski, liikeriski, rahoitusriski, likviditeettiriski, valuuttariski ja maariski.

Osa sijoituksen riskistä on mitattavissa tilastollisin menetelmin. Usein käytettyjä riskimittareita ovat volatilitteetti ja beta-luku. Volatilitteetti kertoo osakkeen tuoton muutosherkkyydestä historiallisten tietojen perusteella. Beta-luku puolestaan mittaa yksittäisen osakkeen kehitystä suhteessa indeksiin. (Saario 2014, 92-93.)

Kokonaisriskiä mitataan sijoituksen tuoton kokonaisvaihtelulla, jota mitataan keskihajonnalla eli volatilitteetilla. Volatilitteetti mittaa kuinka paljon yksittäisten lyhyempien aikavälien tuotot ovat eronneet pitkän aikavälin keskiarvosta. (Kallunki ym. 2011, 29.) Mitä enemmän arvot poikkeavat keskiarvosta, sitä suurempi volatilitteetti ja sijoituksen riski ovat.

5.3.1 Riskipreemio

Sijoituskohteet voidaan jakaa riskittömiin ja riskillisiin sijoituksiin (Fabozzi & Modigliani, 2009 148.). Riskittömänä pidetyn sijoituksen tuottoa kutsutaan riskittömäksi koroksi. Riskittömänä korkona käytetään yleensä lyhyttä rahamarkkinakorkoa tai pidempää vähäriskistä joukkovelkakirjan tuottoa. (Knüpfer & Puttonen 2012, 150.) Esimerkiksi vuoden mittaista Suomen valtion obligaatiota voi pitää riskittömänä sijoituksena, koska valtiolla on hyvä maksukyky verotusoikeutensa turvin. Näin ollen sijoittaja tietää saavansa obligaation juoksuajan päättyessä takaisin sijoittamansa pääoman ja kuponkikoron (Knüpfer & Puttonen 2012, 77.). Periaatteessa on toki mahdollista, että Suomen valtio ajautuu maksukyvyttömäksi, mutta käytännössä todennäköisyys on vuoden ajanjaksolla katoavan pieni.

Osakesijoitus on puolestaan aina riskisijoitus, koska sijoituksen tuotto ei ole ennustettavissa. Sijoittaja ei voi osakkeen ostohetkellä tietää kuinka paljon osakkeen markkina-arvo on vaikkapa viiden vuoden kuluttua tai millaisia osinkoja yritys maksaa sijoitusaikana. (Fabozzi & Modigliani 2009, 148.). On myös hyvin mahdollista, että osakesijoituksen tuotto jää negatiiviseksi eli sijoittaja menettää osan tai pahimmassa tapauksessa kaiken sijoittamastaan pääomasta.

Koska tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä, riskiä lisäämällä on mahdollisuus saavuttaa suurempia tuottoja. Riskin ottamisesta saatavaa hyötyä kutsutaan riskipreemioksi. Riskitöntä korkoa voi pitää rahan aika-arvona, kun taas riskipreemio on korvaus tulevien tuottojen epävarmuudesta. Riskipreemio voidaan laskea vähentämällä sijoituksen tuoton

odotusarvosta riskitön korko. (Nikkinen ym. 2002, 35.) Laskelmissa käytetty riskitön korko tulisi valita niin, että sen maturiteetti vastaa mahdollisimman hyvin tehtävän sijoituksen maturiteettia (Knüpfer & Puttonen 2012, 150.). Sijoittajan päätökset ovat tasapainoilua tuoton maksimoinnin ja riskin minimoinnin välillä. (Nikkinen ym. 2002, 35-36.)

5.3.2 Riskin hajauttaminen

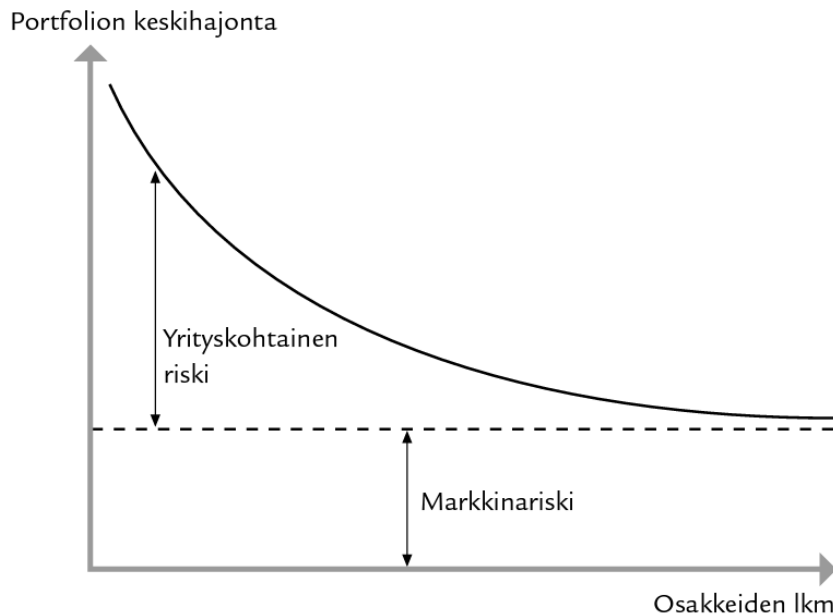
Harry Markowitz esitteli ensimmäisenä vuonna 1952 portfolioteorian sijoitusten hajauttamisesta useaan sijoituskohteeseen riskin pienentämiseksi. Markowitzin portfolioteoriaa on sellaisenaan vaikea soveltaa käytäntöön, mutta ideatasolla se on yksi nykyaikaisen sijoitustoiminnan kulmakivistä. (Kallunki ym. 2011, 60.) Portfoliolla tarkoitetaan yksittäisten sijoituskohteiden muodostamaa kokonaisuutta (Knüpfer & Puttonen 2012, 137.). Portfoliota kutsutaan usein puhekielessä sijoitussalkuksi.

Riski voidaan jakaa systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Systemaattinen riski koostuu laajoista makrotaloudellisista tekijöistä, jotka vaikuttavat kaikkiin markkinoiden osakkeisiin. Tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi korkoriski, inflaatoriski, yleinen maailman talouskehitys ja sodat. Hajautus ei poista systemaattista riskiä, koska teoriassa se vaikuttaa kaikkiin markkinoilla oleviin arvopapereihin. (Nikkinen ym. 2002, 32.)

Systemaattisen riskin luonteen vuoksi ainut keino sen poistamiseen on markkinoilta poistuminen (Saario 2014, 84.). Tulevan markkinoiden laskevan kehityssuuntauksen eli trendin ennustaminen voi kuitenkin olla vaikeaa, joten markkinoilta poistuessaan sijoittaja saattaa jäädä paitsi mahdollisen nousukauden tuomista tuotoista.

Epäsystemaattinen riski koostuu yrityskohtaisista tekijöistä, joilla ei ole vaikutusta muiden osakkeiden tuottoon. Tällaisia voivat olla esimerkiksi tärkeän asiakkaan konkurssi, epäonnistunut mainoskampanja, toimitusjohtajan irtisanoutuminen tai yleisesti kyseisen yrityksen tulevaisuuden näkymät. (Knüpfer & Puttonen 2012, 145.) Kuvioista 7 nähdään, kuinka portfolion riski pienenee salkun koon kasvaessa. Mitä enemmän salkussa on osakkeita, sitä pienemmäksi yritysکوhtainen riski supistuu. Vuosina 1991-2000 yhden suomalaisen osakkeen keskimääräinen vuosituoton keskihajonta oli noin 45 prosenttia, kun vastaava luku 30 osakkeen portfoliolle oli vain noin 16 prosenttia. Hajauttamisen suurin hyöty saavutetaan jo suhteellisen pienellä portfoliolla, sillä esimerkiksi jo kymmenen osakkeen portfolion tuoton keskihajonta (19 prosenttia) on huomattavasti pienempi kuin yksittäisten osakkeiden. Hajauttaessaan yritysrisikin vaikutuksen minimiin, sijoittaja luopuu samalla mahdollisuudesta hyötyä yksittäisten yritysten tai toimialojen markkinoiden keskituottoa paremmasta menestyksestä. Tällöin sijoittaja saa

riskipremiota ainoastaan ottamastaan systemaattisesta riskistä. (Kallunki ym. 2011, 70.)



Kuvio 7. Hajautuksen vaikutus sijoitusportfolion riskiin. (Nikkinen ym. 2002, 45.)

Hajauttamisesta saatava hyöty on sitä suurempi, mitä pienempi on portfolion osakkeiden välinen riippuvuus. Suurin hajautuksen vaikutus saavutetaan sijoittamalla eri toimialojen yhtiöihin. (Saario 2014, 89.) Esimerkiksi, jos sijoittajalla on salkussaan Elisan osakkeita, hajauttamisen kannalta ei ole juurikaan hyötyä ostaa toisen teleoperaattori DNA:n osakkeita. Maantieteellisestä hajauttamisesta saatava hyöty on viime vuosina pienentynyt merkittävästi, koska globalisaation vaikutuksesta maailman osakemarkkinat seuraavat ainakin jossain määrin New Yorkin pörssiä. Sijoittaja Kim Lindströmin tekemän selvityksen mukaan maantieteellinen hajautus alensi 1990-luvulla sijoitusten riskiä 40-50 %, mutta vuosina 2009-2010 vastaava luku oli enää 9 %. (Saario 2014, 89.) Suurten ja pienten osakeyhtiöiden tuotot ovat vaihdelleet eri ajanjaksoilla, joten sijoitusportfoliota voi hajauttaa hankkimalla erikokoisten yhtiöiden osakkeita (Knüpfer & Puttonen 2012, 169.). Riskiä voi myös hajauttaa ostamalla osakkeita tasaisesti eri ajankohtina. Aikahajautuksen avulla sijoittaja välttyy ostamasta kaikkia osakkeitaan kurssien ollessa korkeimmillaan. (Pörssisäätiö 2017.)

5.4 Osakeindeksit

Osakeindeksit ovat työkalu markkinoiden kehityksen seuraamiseen. Osakeindeksien avulla voidaan seurata koko markkinan tai sen osien kehitystä yhden tunnusluvun avulla. (Leppiniemi 2002, 203.) Tämä mahdollistaa esimerkiksi eri maiden pörssien kurssikehityksen vertailun. Indeksien avulla sijoittaja voi myös verrata oman

sijoitussalkkunsu tuottoa keskimääriseen markkinatuottoon. Osakkeita voidaan indeksöidä myös esimerkiksi yhtiöiden toimialan tai koon mukaan. (NASDAQ 2013, 24.) Indeksejä voidaan laskea osakkeiden lisäksi myös muille sijoituskohteille kuten korkoinstrumenteille tai raaka-aineille (Morningstar 2017b).

Indeksiä laskettaessa päätetään kantapäivä, josta eteenpäin markkinoiden kehitystä aletaan seurata. Indeksien sisällön arvoa kantapäivänä kutsutaan kantaluvuksi. Esimerkiksi Helsingin pörssin osakkeiden kehitystä kuvaavan OMXH-indeksin kantapäivä on 28.12.1990 ja kantaluku 1000. Indeksien arvoa kutsutaan pisteluvuksi. Pisteluku muuttuu indeksillä mitattavien osakekurssien mukaisesti. Jos esimerkiksi Helsingin pörssin kaikki osakekurssit nousevat prosenttia, kasvaa myös pörssin yleisindeksin pisteluku prosenttia. (NASDAQ 2013, 24.)

Indeksejä voidaan laskea sekä painorajoitettuna, että painorajoittamattomina. Painorajoittamaton indeksi mittaa pörssin tai osakeryhmän kokonaisarvoa. Näin ollen jokaisen osakkeen osuus indeksistä on yhtä suuri kuin osakkeen markkina-arvon osuus pörssin kokonaisarvosta. Esimerkiksi edellä mainittu OMXH-yleisindeksi on painorajoittamaton indeksi. Suurten yhtiöiden kurssikehitys vaikuttaa merkittävästi pieniä yrityksiä enemmän painorajoittamattoman indeksin arvoon. Painorajoitetussa indeksissä jokaiselle yhtiölle on määrätty maksimipaino, jolla sen osakkeiden arvonmuutos vaikuttaa indeksin arvoon. Painorajoitettu indeksi hajauttaa sijoittajan näkökulmasta yrityskohtaista riskiä painorajoittamatonta indeksiä paremmin. (NASDAQ 2013, 24.)

Osakeindeksejä voidaan laskea sekä hinta-, että tuottoindeksinä. Hintaindeksit kuvaavat pelkästään osakemarkkinoiden kurssikehitystä, kun taas tuottoindeksit kertovat kohde-etuksien kokonaistuottokehityksen. Tuottoindeksiä laskettaessa huomioidaan osakkeiden kurssikehityksen lisäksi yhtiöiden maksamat osingot. Maksetut osingot lisätään tuottoindeksiin osingon irtoamispäivänä. Tästä syystä tuottoindeksin arvo kasvaa hintaindeksiä suuremmaksi. (NASDAQ 2013, 25.)

Usein käytettyjä Helsingin pörssin kurssikehitystä kuvaavia indeksejä ovat OMXH-yleisindeksi, painorajoitettu OMX Helsinki Cap-indeksi, sekä 25 Helsingin pörssin vaihdetuinta osaketta sisältävä OMXH25-indeksi (NASDAQ Indeksit 2017). First North 25 kuvaa puolestaan vaihtoehtoisen markkinapaikka Nasdaq OMX First Northin kehitystä. Indeksien sisältö määräytyy kaksivaiheisessa prosessissa: ensin katsotaan markkina-arvoltaan 30 suurinta First North-yhtiötä, jonka jälkeen näistä valitaan indeksiin 25 eniten vaihdettua osaketta. Indeksien kuuluvat osakkeet tarkistetaan kaksi kertaa vuodessa. (NASDAQ First North 25) Suomalaisten First North osakkeiden kehitystä kuvaavat

tuottoindeksi First North Finland EUR GI ja hintaindeksi First North Finland EUR PI
(NASDAQ Indeksit 2017)

5.5 Osakkeiden luokittelua

Kuten aikaisemmin todettiin, riskin pienentämien hajauttamalla perustuu siihen, että eri riskit vaikuttavat erilaisiin yhtiöihin eri tavalla. Osakkeita voidaan luokitella eri ryhmiin esimerkiksi toimialan, yhtiön koon tai osaketunnuslukujen mukaan.

Nasdaq OMX on luokitellut yhtiöt toimialoittain ICB-järjestelmän (Industry Classification Benchmark) mukaisesti vuodesta 2012 lähtien. Yhtiön toimiala määräytyy sen mukaan, mistä suurin osa sen liikevaihdosta muodostuu. Käytettävät toimialaluokat ovat:

Öljy ja kaasua
Perusteollisuus
Teollisuustuotteet ja -palvelut
Kulutustavarat
Terveystieteet
Kulutuspalvelut
Tietoliikennepalvelut
Yleishyödylliset palvelut
Rahoitus
Teknologia
(Pörssisäätiö 2012.)

Pörssiyhtiöt voidaan luokitella niiden markkina-arvon mukaan kolmeen arvoryhmään: suuret yhtiöt (Large cap), keski-suuret yhtiöt (Mid cap) ja pienet yhtiöt (Small cap).

Nasdaqin ylläpitämässä pohjoismaisissa pörseissä large cap yritysten markkina-arvo on yli miljardi euroa, kun Small cap yritysten puolestaan alle 150 miljoonaa euroa. Mid cap yritykset ovat markkina-arvoltaan näiden kahden ryhmän välissä. Markkina-arvo ryhmät Helsingin pörssissä tarkastetaan puolivuositteittäin. (Pörssisäätiö 2012.)

Pörssiyhtiöt luokitellaan perinteisesti arvoyhtiöiksi ja kasvuyhtiöiksi. Molemmilla osakeluokilla on omat kannattajansa, eikä toista voi yksiselitteisesti todeta toista paremmaksi sijoituskohteeksi. (Leppiniemi 2002 94.) Perinteisesti arvo-osakkeen kurssi seuraa läheisesti yhtiön nettovarallisuutta eli tasearvoa. Osakkeen markkinahinta perustuu vahvasti yrityksen nykyisiin tuottoihin. Arvoyhtiöiden tunnusmerkkejä ovat matala P/B-luku ja korkea osinkotuotto. Kasvuyhtiöiden osakkeiden markkina-arvo puolestaan on usein huomattavasti korkeampi kuin yrityksen taseesta laskettava kirjanpitoarvo. Tasearvoa korkeampi hinta syntyy odotuksista yhtiön kasvupotentiaaliin. Kasvuyhtiöiden maksama osinkotuotto on yleensä verrattain matala, joten lyhyellä tähtämällä kasvuosakkeet tuottavat lähinnä markkina-arvon kasvulla. Koska yritykset ovat vasta

kasvuvaiheessa, nähdään voittovarojen sijoittaminen investointeihin tuovan osakkeenomistajille enemmän lisäarvoa tulevaisuudessa, kuin välitön osingonmaksu. Arvo- ja kasvuosakkeen ero ei käytännössä ole aina edellä kuvatun mustavalkoinen. Arvo-osakkeisiin sijoitettaessa tulisi tarkastella myös yhtiön kasvupotentiaalia ja vastaavasti kasvuosakkeita hankittaessa ei tulisi unohtaa kassvirran merkitystä. (Arnold 2009, 16.).

6 Tutkimustulokset

Opinnäytetyön tavoitteena on tarkastella First North Finland-listautumisantien kannattavuutta sijoittajalle ja samalla selvittää millaisia yhtiöitä markkinapaikalla on listautuneena. Kuten luvussa 4 todettiin, listautumisannit ovat historiallisesti olleet alihinnoiteltuja maailmanlaajuisesti. Tässä tutkimuksessa selvitetään noudattaako First North Finland-vaihtoehtoinen markkinapaikka säänneltyjen markkinoiden kaavaa.

6.1 Aineisto ja menetelmät

Tutkimus suoritettiin kvantitatiivisena kokonaistutkimuksena eli määrällisenä tutkimuksena laskemalla First North Finland-osakkeiden tuottoja eri ajanjaksoille markkinapaikalle listautumisesta eteenpäin. Koska listautumisannissa merkintähinnalla ostettujen osakkeiden saatavuus on rajoitettu, tulisi tehokkailla markkinoilla osakkeen kurssin muuttua heti vapaan kaupankäynnin alkaessa osakkeen oikeaan arvoon. Tästä syystä listautumisantien kannattavuutta tarkastellaan useimmiten ensimmäisen kaupankäyntipäivän ajalta. Koska markkinat eivät kuitenkaan ole käytännössä koskaan täysin tehokkaat osakekurssin päätyminen oikealle tasolle voi viedä jonkin verran aikaa. Tästä syystä tutkimuksessa tarkastellaan listautumisantien kannattavuutta myös 10 päivän, 1 kuukauden, 3 kuukauden, 6 kuukauden ja 1 vuoden sijoitusjaksoilla.

Päädyin kokonaistutkimuksen käyttöön, koska tutkimuksen perusjoukko oli varsin pieni ja rajallinen. Perusjoukon muodostivat kaikki First North Finland-markkinapaikalle listautumisannin 22.5.2017 mennessä tehneet yhtiöt. Kokonaistutkimuksessa saadut tulokset kuvaavat hyvin selvitettävää ilmiötä tai ongelmaa ja tuloksiin liittyvä epävarmuus on otostutkimusta pienempää. (Tilastokeskus 2017.)

Listautumisantia koskevan aineiston (liite 1) historialliset kurssitiedot kerättiin markkinapaikan ylläpitäjä Nasdaq OMX:n internetsivuilta. Kerätyt kurssitiedot ovat kaupankäyntipäivän päätöskursseja. Osakkeiden merkintähinnat kerättiin yhtiöiden ja listautumisantien järjestäjien internetsivuilta. Jos osakkeita on tarjottu useilla merkintähinnoilla eri sidosryhmille, on tarkasteluun otettu yleisöannin merkintähinta. Yhtiöiden osinkotiedot on poimittu Kauppalehden sivuilta.

Aineiston koontihetkellä (22.5.2017) First North Finlandiin oli listautuneena 19 yritystä. Näistä yhtiöistä kaksi ei kuitenkaan järjestänyt listautumisantia siirtyessään First North Finlandiin. Savo Solar Oyj (SAVOS) rinnakkaislistautui Suomen First Northiin vuonna 2015, mutta tätä ennen yhtiö oli jo noteerattu Ruotsin First North listalla. Zeeland Family

(ZEE1V) puolestaan siirtyi First Northiin yrityskaupalla Eirikuvan kanssa, joka oli listautunut Ruotsin First North-listalle vuonna 2007. Ahola Transport (AHOLA) siirtyi First Northiin ruotsalaiselta AktieTorget-markkinapaikalta ilman listautumisantia.

Aineistoon on lisätty First North-listan ulkopuolelta Siili Solutions Oyj (SIILI), Robit Oyj (ROBIT), Suomen Hoivatilat (HOIVA) ja Taaleri (TAALERI), jotka aikanaan listautuivat First North Finlandiin, mutta ovat sittemmin siirtyneet Helsingin pörssin päälistalle. Näin ollen tutkimus on suoritettu 20 listautumisannin tietojen perusteella.

Yhtiöiden sijoitusprofiileja tarkasteltaessa edellä mainittuja muutoksia aineistoon ei ole tehty, vaan tunnusluvut on laskettu 22.5.2017 First North Finland-listattujen yhtiöiden tiedoilla.

6.2 First North Finland-listautumisantien kannattavuus

Kuten teoriaosassa aikaisemmin todettiin, osakesijoituksen tuotto muodostuu kurssimuutoksesta ja yhtiön maksamista osingoista. Näin ollen listautumisannin kannattavuus sijoituskohteen riippuu siitä, onko osakeannin merkintähinta yli- vai alihinnoiteltu osakkeen oikeaan markkinoilla määräytyvään arvoon nähden. Vuoden aikavälillä tarkastelussa huomioidaan myös maksetut osingot, koska osingonmaksu sekä laskee osakkeen hintaa, että tuo sijoittajalle kassavirtaa. Osingot on tässä tapauksessa oletettu sijoitettavan uudelleen osingon maksupäivän kurssilla. Veroja ja kaupankäyntikuluja ei ole huomioitu.

Taulukko 3. First North Finland-listautumisantien hintatuotto eri sijoitusajanjaksoille 2011-2017.

| | 1 päivä | 10 päivää | 1 kuukausi | 3 kuukautta | 6 kuukautta | 1 vuosi |
|--------------|---------|-----------|------------|-------------|-------------|---------|
| Vaihteluväli | 0,786 | 0,830 | 0,775 | 0,948 | 1,350 | 2,012 |
| Keskiarvo | 3,9 % | 0,0 % | -0,6 % | -2,1 % | 2,8 % | 10,1 % |
| Mediaani | 4,3 % | -2,5 % | -1,2 % | 0,8 % | -0,1 % | 8,4 % |
| Suurin | 45,2 % | 47,6 % | 44,8 % | 51,2 % | 86,3 % | 129,7 % |
| Pienin | -33,3 % | -35,4 % | -32,7 % | -43,6 % | -48,7 % | -71,5 % |
| Keskihajonta | 0,173 | 0,198 | 0,207 | 0,240 | 0,378 | 0,530 |

Kuten taulukosta 3 nähdään, julkisen kaupankäynnin avauspäivänä osakkeiden hinta on noussut keskimäärin 3,3 % merkintähinnasta. Suurin avauspäivän kurssinousija on ollut syksyllä 2016 markkinapaikalle listautunut ohjelmistoyritys Vincit Group (45,2 %).

Vastaavasti avauspäivän suurin laskija on ollut FIT Biotech kesällä 2015 (-33,3 %). Näin avauskaupankäyntipäivän tuottojen vaihteluväliksi muodostuu 78,6 prosenttia. Tuottojen

mediaani on 4,3 %, joten ensimmäisen päivän osalta useamman osakkeen kurssi on päätyntynyt nousuun kuin laskuun. Tulos tukee aikaisempia tutkimuksia listautumisantien alihinnoittelusta.

Ensimmäisen kaupankäyntipäivän jälkeen tuottojen keskiarvo kääntyy kuitenkin laskuun. 10 päivää julkisen kaupankäynnin aloittamisen jälkeen First North Finland-osakkeiden tuotto oli keskimäärin 0 %. Keskimääräinen tuotto jatkaa laskuaan kuukauden (-0,6 %) ja kolmen kuukauden (-2,1%) sijoitusjaksoilla, kunnes se kääntyy nousuun. Kuuden kuukauden sijoitusajalla keskimääräinen tuotto on 2,8 % ja vuoden sijoitusajalla listautumisannit ovat tuottaneetkin jo keskimäärin 10,1 % voittoa. Vaikuttaa siltä että First North Finland-listautumisannit tuottavat ensimmäisenä vuonna avauspäivä poislukien heikosti.

Sijoitusajan pidentyessä tuottojen keskihajonta kasvaa melko tasaisesti. Sama voidaan huomata ajanjaksojen suurimman ja pienimmän tuoton erossa: kaupankäynnin aloituspäivänä parhaan ja huonoimman tuoton ero on 78,6 %, kun vuoden päästä vastaava luku on 201,2 %. Vuoden sijoitusajalla eniten on nousseen finanssiyhtiö Taalerin kurssi lähes kaksinkertaistui, nousten 96,1 % merkintähinnasta. Heikoimmasta vuosituotosta vastaa lääkeyhtiö Herantis Pharma: -71,5 %. Sijoitusajan pidentyessä hyvien ja huonojen sijoituskohteiden tuotot erkanevat toisistaan kasvavissa määrin.

Taulukko 4. Listautumisantien ali- ja ylihinnoittelijat avauspäivän perusteella.

| 1 päivä | Alihinnoittelijat | Ylihinnoittelijat |
|-----------------|-------------------|-------------------|
| Yhtiöiden määrä | 12 | 8 |
| Keskiarvo | 14,0 % | -11,6 % |
| Mediaani | 10,0 % | -8,8 % |
| Suurin | 45,2 % | -33,3 % |
| Pienin | 0,9 % | -2,4 % |
| Keskihajonta | 0,138 | 0,105 |

Ylläolevasta taulukosta 4 nähdään että ensimmäisen kaupankäyntipäivän kurssimuutosten perusteella yhtiöistä 12 alihinnoitteli merkintähintansa ja vastaavasti 8 yhtiön kurssi laski merkintähinnasta. Alihinnoittelun keskiarvo oli 14,0 %, joka on suurempi kuin ylihinnoittelun keskiarvo 11,6 %. Myös alihinnoittelun mediaanituotto oli suurempi kuin ylihinnoittelijoiden.

Taulukko 5. Listautumisantien ali- ja ylihinnottelijat vuoden sijoitusajan perusteella.

| 1 vuosi | Alihinnoittelijat | Ylihinnottelijat |
|-----------------|-------------------|------------------|
| Yhtiöiden määrä | 9 | 6 |
| Keskiarvo | 35,0 % | -37,5 % |
| Mediaani | 24,4 % | -26,9 % |
| Suurin | 129,7 % | -71,5 % |
| Pienin | 1,6 % | -23,2 % |
| Keskihajonta | 0,403 | 0,197 |

Kuten taulukosta 5 nähdään, vuoden sijoitusajalla aineiston koko tippuu 15 yhtiöön, koska kaikki listatut yhtiöt eivät ole olleet vielä vuotta listattuna. Keskimääräiset ali- ja ylihinnottelut ovat vuoden ajanjaksolla noin kolminkertaiset ensimmäisen kaupankäyntipäivän lukuihin verrattuna. Alihinnoiteltujen osakkeiden keskihajonta on huomattavasti ylihinnotteltujen vastaavaa suurempi. Tämä johtuu suurelta osin Suomen Hoivatilojen suuresta kurssinoususta (129,7 %).

Taulukko 6. First North Finland listautumisantien hintatuotto ja osingot uudelleensijoittaen laskettu kokonaistuotto vuoden sijoitusajalla.

| 1 vuosi | ilman osinkoja | osingot mukaanlukien |
|--------------|----------------|----------------------|
| Vaihteluväli | 2,012 | 2,012 |
| Keskiarvo | 10,1 % | 11,6 % |
| Mediaani | 8,4 % | 9,2 % |
| Suurin | 129,7 % | 129,7 % |
| Pienin | -71,5 % | -71,5 % |
| Keskihajonta | 0,530 | 0,531 |

Osingot uudelleen sijoittaen vuoden ajanjakson keskimääräinen tuotto nousee 10,1 prosentista 11,6 prosenttiin (Taulukko 6.) Vaikka First North Finland onkin suunnattu aloitteleville kasvuyrityksille on osinkojen vaikutus tuottoon silti huomattava.

6.3 First North Finland-osakkeiden luonne sijoituskohteena

Tässä luvussa tarkastellaan First North Finland-markkinapaikalle listattujen osakkeiden ominaisuuksia sijoituskohteina. Tarkastelussa on yhtiöiden kokoluokka, toimialat, historiallinen tuotto ja mahdolliset tuleva verouudistus.

6.3.1 Yhtiöiden koko ja toimialat

First North Finlandiin on listautunut 22.5.2017 yhteensä 19 yritystä, joiden kokonaismarkkina-arvo on noin 1,2 miljardia euroa. Markkina-arvoltaan suurin yhtiö on

Verkkokauppa.com (361,4 miljoonaa euroa) ja pienin FIT Biotech (2,3 miljoonaa euroa). Kokoluokaltaan 12 yhtiötä ovat pieniä alle 150 miljoonan markkina-arvon omaavia. Verkkokauppa.comin lisäksi ainoastaan Detection Technologyn ylittää markkina-arvoltaan Helsingin pörssissä käytetyn mid cap yhtiön rajan. Detection Technologyn markkina-arvo on noin 220,5 miljoonaa euroa. (Liite 2.).

Taulukko 7. First North Finland yhtiöiden toimialat markkina-arvoittain 22.5.2017.

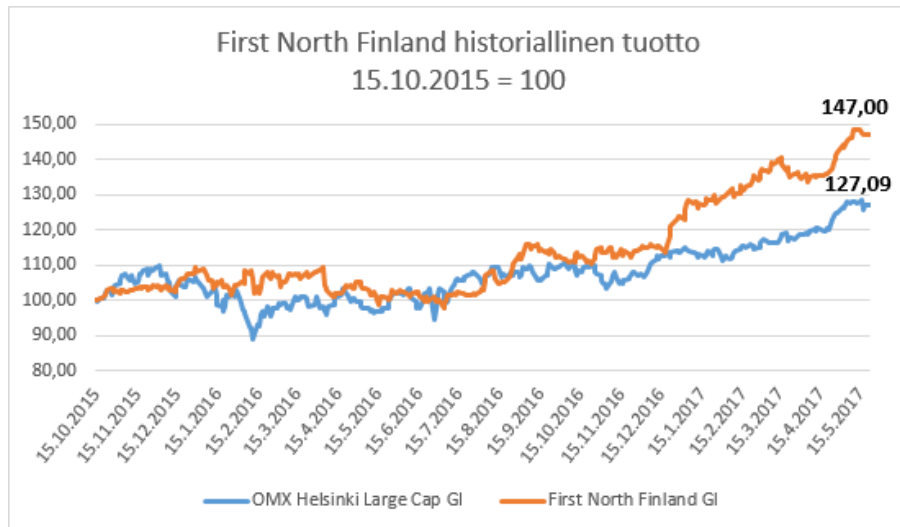
| Toimiala | Markkina-arvo | Osuus | Yhtiöiden määrä |
|---------------------------------|---------------|--------|-----------------|
| Teollisuustuotteet ja -palvelut | 408 562 836 € | 33,6 % | 6 |
| Kulutuspalvelut | 368 621 368 € | 30,3 % | 2 |
| Kulutustavarat | 149 658 147 € | 12,3 % | 1 |
| Teknologia | 139 971 139 € | 11,5 % | 3 |
| Rahoitus | 104 476 885 € | 8,6 % | 3 |
| Terveystuotteet | 40 510 810 € | 3,3 % | 3 |
| Öljy ja kaasu | 3 298 648 € | 0,3 % | 1 |

First North Finlandin suurin toimiala sekä markkina-arvoltaan että yhtiömäärältään on teollisuustuotteet ja palvelut. Toimialan markkina-arvo on noin 408,5 miljoonaa euroa ja sillä toimii 6 yhtiötä. Teollisuustuotteet ja –palvelut sekä toiseksi suurin toimiala kulutuspalvelut muodostavat 63,9 % First North Finlandin kokonaismarkkinarvosta. Huomionarvoisesti kulutustavarat-toimiala on kolmanneksi suurin, vaikka sillä toimii vain yksi yhtiö: Next Games. Markkina-arvollisesti pienin toimiala on öljy ja kaasu, jonka markkina-arvo on vain 0,3 % kokonaisarvosta. (Taulukko 7)

6.3.2 First North Finlandin tuotto verrattuna Helsingin pörssiin

Suomalaisten First North osakkeiden kehitystä kuvaavat tuottoindeksi First North Finland EUR GI ja hintaindeksi First North Finland EUR PI (NASDAQ Indeksit 2017).

Seuraavassa kuviossa 8 on verrattu tämän kasvuindeksin tuottoa Helsingin pörssin suurten yritysten Large Cap kasvuindeksiin. First North Finland-indeksit ovat saatavilla vuoden 2015 lokakuusta eteenpäin, joten tuottovertailu alkaa tästä ajankohdasta.



Kuvio 8. First North Finland kasvuindeksin tuotto 15.10.2015 – 22.5.2017.

First North Finland GI:n kurssi on ollut lähes koko tarkkailujakson ajan korkeampi kuin Large Cap-indeksi. Poikkeuksina Large Cap-indeksi oli näistä kahdesta hetkellisesti korkeammalla syksyllä 2015 ja kesällä 2016. 22.5.2017 First North GI:n arvo oli 147,00, kun Large Cap-indeksi oli arvoltaan 127,09.

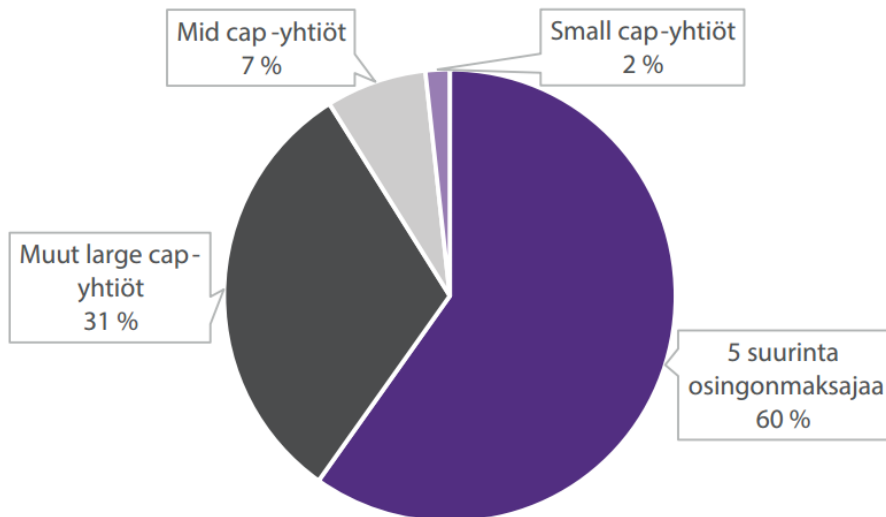
6.3.3 Mahdolliset veromuutokset

Pääomatulojen verotus on aihe, joka jakaa voimakkaasti mielipiteitä. Suomen nykyisen osinkoveromallin ongelmana on pidetty sitä, että listaamattomia yhtiöitä verotetaan listayhtiöitä kevyemmin. Tämä johtaa siihen, että pienet kasvuyhtiöt eivät suuntaa hakemaan uutta markkinaehtoista omaa pääomaa esimerkiksi First North-markkinapaikalta, koska tällä hetkellä First North-yhtiöitä verotetaan kuten pörssi-yhtiöitä. Pääministeri Juha Sipilän johtama hallitus asetti vuoden 2015 hallitusohjelmassaan selvitettäväksi, olisiko First North-markkinapaikalle listautuvien yhtiöiden mahdollista säilyttää listautumattomien yhtiöiden osinkoverotuksellinen asema. Muutoksen tarkoituksena olisi kannustaa yrityksiä hakemaan kasvua markkinoilta. (Hallitusohjelma 2015)

Alexander Corporate Financen toimitusjohtaja Jaakko Niemelän mukaan First North-kelpoisia suomalaisyrityksiä on satoja ja näistä kymmenet listautuisivat lähivuosina First North-markkinapaikalle, jos osinkojen verotus pysyisi listautumisen jälkeen samanlaisena kuin se nyt on listautumattomalla yhtiöllä. Uudet listautumiset kiihdyttäisivät talouskasvua ja loisivat uusia työpaikkoja. Esimerkiksi Ruotsissa, jossa listatut ja listaamattomat yritykset ovat verotuksellisesti samassa asemassa, First Northiin 2006-2012 listautuneet

yrietykset. First North-listautuminen onkin ollut Ruotsissa huomattavasti suositumpaa kuin Suomessa. (Kauppalehti 2017b.)

Nordnetin osakestrategi Jukka Oksaharjun mukaan First North-yhtiöiden osinkoverotuksen keventämisellä olisi hyvin pieni vaikutus valtion verokertymään, koska kasvuyhtiöille suunnatun First North-listan yhtiöillä on verrattain matala osingonjakosuhte. (Kauppalehti 2015.) Suuret pörssiyhtiöt maksavat valtaosan osingoista: vuonna 2016 large cap-yhtiöt maksoivat peräti 91 % Helsingin pörssin osingoista kuvion 9 mukaisesti (Keskuskauppakamari 2016, 16.). Oksaharjun mukaan nykyinen osinkoverotus johtaa myös siihen, että kasvuyrityksen listautumisen tarkoituksena ei usein olekaan uuden pääoman hankkiminen, vaan yhtiön omistajat haluavat ainoastaan myydä omistuksensa hyvällä hinnalla. (Kauppalehti 2015.) Vaikka First North Finland-yhtiöt ovat pääosin small cap yhtiöitä, jotka maksavat vähän osinkoja olisi verouudistus silti sijoittajille tervetullut.



Kuvio 9. Helsingin pörssissä noteerattujen yhtiöiden jakamat osingot vuonna 2016 yhtiöiden kokoluokan mukaisesti. (Keskuskauppakamari 2016, 16.)

7 Pohdinta

7.1 Tutkimustulosten arviointi

Opinäytetyössä etsittiin vastauksia seuraaviin kysymyksiin:

- Ovatko First North Finland-listautumisannit olleet kannattavia sijoituskohteita?
- Millainen sijoituskohde First North Finland-vaihtoehtoiselle markkinapaikalle listatut osakkeet ovat verrattuna säännellyn markkinapaikan osakkeisiin?
- Millaisia yrityksiä First North Finland-markkinapaikalle on listautunut?

Tutkimustulosten mukaan First North Finland-listautumisanteihin sijoittaminen on kannattavaa. Osakkeiden keskimääräinen tuotto ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä oli 3,9 %. Verrattuna teoriaosan luvussa 4.2 esitettyyn taulukkoon 2 tuotto jää maailmanlaajuisessa vertailussa kuitenkin varsin maltilliseksi. Taulukossa esitetyistä markkinoista ainoastaan Venäjän osakemarkkinoiden listautumisannit ovat tuottaneet julkisen kaupankäynnin avauspäivänä heikommin. Huomioiden vaihtoehtoisen markkinapaikan korkeammat riskit sijoittajalle ensimmäisen päivän keskimääräinen tuotto ei vaikuta houkuttelevalta.

Vuoden sijoitushorisontilla First North Finlandin listautumisantien kannattavuus on ilman osinkoja 10,1 % ja osingot uudelleen sijoitettuna 11,6 %. Näiden kahden sijoitusajan välissä tuotto painuu kuitenkin tappiolliseksi. Syynä voi olla esimerkiksi se, että listautumisanteihin sijoitetaan juuri nopean kurssinousun toivossa, jonka jälkeen osakkeista luovutaan nopeasti.

Aikavälillä 15.10.2015 – 22.5.2017 First North Finlandin kasvuindeksi tuotti 47,00 %. Vastaavalla ajanjaksolla Helsingin pörssin Large Cap-kasvuindeksi tuotti 27,09 %. Indeksien tuottoero on täten 19,91 % First North Finlandin hyväksi. Pienet kasvuyhtiöt ovat siis kyseisellä välillä tuottaneet paremmin kuin suuret arvoyhtiöt. Tulevaisuudessa First North-listattujen osakkeiden netto-osinkotuotot saattavat nousta, mikäli vaihtoehtoisen markkinapaikan yhtiöiden maksamien osinkojen verotusta muutetaan vastaamaan listaamattomien yhtiöiden osinkoverotusta. Pieniin yhtiöihin hajauttamisen näkökulmasta First North Finland-markkinapaikalle sijoittaminen vaikuttaa pätevältä vaihtoehdolta.

First North-kauppapaikka on suunnattu pienille kasvuvaiheessa oleville yrityksille. First North Finland-yhtiöt ovat kokoluokaltaan pieniä yhtiöitä: 22.5.2017 listayhtiöistä 17 oli markkina-arvoltaan alle 150 miljoonaa euroa. Tätä suurempia yhtiöitä olivat ainoastaan Verkkokauppa.com (361 miljoonaa) ja Detection Technology (220 miljoonaa). First North Finlandiin listautuneiden yhtiöiden toimialajakauma on suhteellisen laaja huomioiden

yhtiöiden pienen määrän. 19 listautunutta yhtiötä toimivat 7 ICB-järjestelmän mukaisella toimialalla.

7.2 Tutkimusmenetelmien arviointi

Kvantitatiivisen tutkimuksen aineisto perustui osakkeiden historiallisiin kurssitietoihin ja listautumisantien merkintähintoihin. Tehty kokonaistutkimus kuvaa tutkittavaa rajattua ilmiötä hyvin, mutta laajempien ja pitempiäaikaisten luotettavien johtopäätösten tekemiseen osakemarkkinoiden toiminnasta se ei anna mahdollisuutta. Historia ei myöskään ole tae tulevaisuudesta.

Kurssitiedot kerättiin kauapankkäynnin järjestäjän Nasdaq OMX First Northin internetsivuilta. Listautumisantien merkintähinnat kerättiin osakeantien järjestäjien tiedotteista. Tiedot pyrittiin keräämään huolellisesti, mutta on mahdollista että datan keräämisessä on tapahtunut virhe, joka vaikuttaa tutkimustuloksiin. Keräämisen jälkeen dataa käsiteltiin Excelissä ja siitä laskettiin tilastollisia tunnuslukuja. Datan käsittelyssäkin on virheen mahdollisuus.

7.3 Pohdinta

Opinnäytetyöprosessi oli hyvin opettavainen kokemus, joka kehitti projektin hallintaa ja ajankäytön suunnittelua. Huomasin, että kirjallisuuteen tutustumisen, oman tutkimusaineiston keräämisen ja käsittelyn sekä varsinaisen kirjoitustyön niveltäminen optimaalisesti vaatii hyvää suunnittelua. Työn loppuun saattaminen vaatikin odotettua enemmän panostusta.

Opin työtä tehdessä lisää osakemarkkinoiden toiminnasta, mistä on varmasti hyötyä jatko-opinnoissa. Samalla kiinnostukseni pienimuotoiseen sijoitustoimintaan myös kasvoi.

Lähteet

Arnold, G. 2009. The Financial Times Guide to Value Investing. How to Become a Disciplined Investor. Pearson Education.

ESMA. 2017. European Sales and Marketing Association. Luettavissa:
https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf Luettu: 16.5.2017.

Fabozzi F., Modigliani F. 2009. Capital Markets: Institutions and Instruments. Pearson Education.

Finanssivalvonta. 2011. Markkinat 2/2011. Luettavissa:
http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_2_2011.pdf
Luettu: 30.5.2017.

Finanssivalvonta. 2014. Vaihtoehtoinen markkinapaikka osakkeiden ja joukkolainojen listaukseen – miten eroaa pörssilistauksesta? Luettavissa:
http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/messuesitelmat/Documents/Sijoitus-Invest_2014_Sari_Helminen.pdf Luettu: 30.5.2017.

Fortum Corporation. 2017. Osinkotietoa. Luettavissa:
<http://www.fortum.com/fi/sijoittajat/osaketietoa/osinko/pages/default.aspx> Luettu: 23.4.2017.

Fortum Corporation. 2015. Fortumin sähkönsiirtoliiketoiminnan myynti päätökseen: Ruotsin liiketoiminta myydään 6,6 miljardilla eurolla. Luettavissa:
<http://www.fortum.com/fi/media/pages/fortumin-sahkonsiirtoliiketoiminnan-myynti-paatokseen-ruotsin-liiketoiminta-myydaan-n-66-miljardilla-eurolla.aspx> Luettu: 1.6.2017.

Hallitusohjelma 2015. Luettavissa:
http://valtioneuvosto.fi/documents/10184/1427398/Hallitusohjelma_27052015_LIITE.pdf/2167cbc0-7b17-43e8-a0af-e4f1a2004708 Luettu: 30.5.2017.

Häyrynen J. 2009. Pörssi – väärinkäytökset. Lakimiesliiton kustannus.

Jalonen K. & Kähkönen, P. 2011. Kansalainen. Yhteiskuntaopin kertauskirja. Edita Prima Oy.

Kallunki J.-P., Martikainen M. & Niemelä J. 2011. Ammattimainen sijoittaminen. Talentum.

Kauppalehti. 2017a. Sampo A osinkohistoria. Luettavissa:

<https://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/osingot/osinkohistoria.jsp?klid=1089> Luettu: 30.5.2017.

Kauppalehti. 2017b. First North -veroetu piiskaisi kasvua. Luettavissa:

<http://m.kauppalehti.fi/uutiset/first-north--veroetu-piiskaisi-kasvua/NqR6xLsG> Luettu: 30.5.2017.

Kauppalehti. 2015. Nordnetin osakestrategi hallitukselle: First North -osinkolupaus heti täytäntöön. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nordnetin-osakestrategi-hallitukselle-first-north--osinkolupaus-heti-taytantoon/X8xU5WzX> Luettu: 30.5.2017.

Keskuskauppakamari. 2016. Osingot suomalaisissa pörssiyhtiöissä 2016. Luettavissa:

<http://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2016/06/osinkoselvitys-2016keskuskauppakamari.pdf> Luettu: 30.5.2017.

Knüpfer S., Puttonen V. 2012. Moderni rahoitus. Sanoma Pro.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. 2015. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. Sixth edition. Kinsey & Company.

Kyläkallio, J., Irola O. & Kyläkallio K. 2008. Osakeyhtiö. Edita.

Leppiniemi, J. 2002. Pörssikurssi. WSOY.

Loughran T., Ritter J. & Rydqvist K. 2015. Initial Public Offerings: International Insights. Pacific-Basin Finance Journal.

Morningstar 2016a. Listautumisanti (IPO). Luettavissa:

[http://www.morningstar.fi/fi/glossary/101015/listautumisanti-\(ipo\).aspx](http://www.morningstar.fi/fi/glossary/101015/listautumisanti-(ipo).aspx) Luettu: 1.6.2017.

Morningstar. 2016b. Korkoa korolle -efekti. Luettavissa:

<http://www.morningstar.fi/fi/glossary/107035/korkoa-korolle-efekti.aspx> Luettu: 26.4.2017.

- Mähönen J. & Villa S. 2006. Osakeyhtiö I. Yleiset opit. WSOY.
- NASDAQ OMX. 2017. Tietoa First Northista. Luettavissa: <http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/firstnorth> Luettu: 30.5.2017.
- NASDAQ OMX Helsinki. 2013. Opi osakkeet.
- Nikkinen, J., Rothovius T. & Sahlström, P. 2012. Arvopaperisijoittaminen. WSOY.
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.
- Orion. 2017. Orion-konsernin osavuositiedot kaudelta 1-3/2017. 26.4.2017.
Luettavissa: <http://www.orion.fi/konserni/media/porssitiedotteet/2017/orion-konsernin-osavuositiedot-kaudelta-1-3-2017/> Luettu: 27.4.2017.
- Patentti- ja rekisterihallitus. 2017. Yritysten lukumäärät kaupparekisterissä. Luettavissa: <https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html> Luettu: 25.4.2017.
- Pörssisäätiö. 2017. Eri sijoitusmuotojen tuotto Suomessa. Luettavissa: <http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/eri-sijoitusmuotojen-tuotto-suomessa/> Luettu: 14.5.2017.
- Pörssisäätiö. 2012. Pörssin uusi osakeryhmittely on kuin vaatekaupasta tuttu. Luettavissa: <http://www.porssisaatio.fi/blog/2006/09/29/porssin-uusi-osakeryhmittely-on-kuin-vaatekaupasta-tuttu/> Luettu: 1.5.2017.
- Ritter J. 1998. Initial Public Offerings. Contemporary Finance Digest.
- Saario S. 2014. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. Sanoma Pro.
- Tilastokeskus. 2017. Kokonaistutkimus vai otostutkimus. Luettavissa: <https://www.stat.fi/virsta/tkeruu/03/03/> Luettu: 1.6.2017.
- Valtiovarainministeriö. 2012. Arvopaperimarkkinoiden toiminta. Luettavissa: <http://vm.fi/rahoitusmarkkinat/arvopaperimarkkinoiden-toiminta> Luettu: 1.6.2017.
- Vero.fi. 2017. Pääomatulojen verotus. Luettavissa: [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Paaomatulot](https://www.vero.fi/fi/FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Paaomatulot) Luettu: 1.5.2017.

Veronmaksajain Keskusliitto. 2015. Verotus 2016. Luettavissa:

<https://www.veronmaksajat.fi/Palkka-ja-elake/verotus-2016/> Luettu: 1.6.2017.

Liitteet

Liite 1. First North Finland-markkinapaikalle listattujen osakkeiden hinta- ja tuottokehitys kuudella ajanjaksolla listautumisesta eteenpäin 22.5.2017.

| Yhtiö | Listautumispäivä | Merkintähinta | Hinta (€) | | | | | | Tuotto (%) | | | | | |
|-----------------------|------------------|---------------|-----------|-----------|------------|-------------|-------------|---------|------------|-----------|------------|-------------|-------------|---------|
| | | | 1 päivä | 10 päivää | 1 kuukausi | 3 kuukautta | 6 kuukautta | 1 vuosi | 1 päivä | 10 päivää | 1 kuukausi | 3 kuukautta | 6 kuukautta | 1 vuosi |
| Cleantech Invest (LP) | 12.6.2014 | 0,65 € | 0,57 € | 0,42 € | 0,44 € | 0,41 € | 0,40 € | 0,50 € | -12,3 % | -35,4 % | -32,3 % | -36,9 % | -38,5 % | -23,2 % |
| Detection Technology | 16.3.2015 | 5,20 € | 5,07 € | 4,97 € | 5,13 € | 5,15 € | 5,22 € | 6,20 € | -2,5 % | -4,4 % | -1,3 % | -1,0 % | 0,4 % | 19,2 % |
| Elite Varainhoito | 30.11.2015 | 5,00 € | 5,27 € | 4,70 € | 4,87 € | 4,20 € | 3,87 € | 3,75 € | 5,4 % | -6,0 % | -2,6 % | -16,0 % | -22,6 % | -25,0 % |
| FIT Biotech | 1.7.2015 | 1,56 € | 1,04 € | 1,06 € | 1,05 € | 0,88 € | 0,80 € | 0,76 € | -33,3 % | -32,1 % | -32,7 % | -43,6 % | -48,7 % | -51,3 % |
| Fondia | 4.4.2017 | 7,65 € | 9,83 € | 9,85 € | 10,02 € | | | | 28,5 % | 28,8 % | 31,0 % | | | |
| Heeros | 10.11.2016 | 3,10 € | 2,80 € | 2,85 € | 2,53 € | 3,18 € | 3,08 € | | -9,7 % | -8,1 % | -18,4 % | 2,6 % | -0,6 % | |
| Herantis Pharma | 11.6.2014 | 10,50 € | 10,59 € | 9,13 € | 10,00 € | 9,00 € | 6,60 € | 2,99 € | 0,9 % | -13,0 % | -4,8 % | -14,3 % | -37,1 % | -71,5 % |
| Nexstim | 14.11.2014 | 6,35 € | 6,20 € | 6,05 € | 6,09 € | 5,29 € | 5,41 € | 6,45 € | -2,4 % | -4,7 % | -4,1 % | -16,7 % | -14,8 % | 1,6 % |
| Next Games | 23.3.2017 | 7,90 € | 9,50 € | 8,96 € | 8,22 € | | | | 20,3 % | 13,4 % | 4,1 % | | | |
| Nixu | 5.12.2014 | 4,40 € | 4,17 € | 4,15 € | 4,08 € | 4,66 € | 4,62 € | 6,08 € | -5,2 % | -5,7 % | -7,3 % | 5,9 % | 5,0 % | 38,2 % |
| Piippo | 10.3.2015 | 7,50 € | 8,38 € | 7,45 € | 7,42 € | 6,73 € | 5,80 € | 5,35 € | 11,7 % | -0,7 % | -1,1 % | -10,3 % | -22,7 % | -28,7 % |
| Privanet Group | 15.6.2016 | 4,30 € | 3,45 € | 3,20 € | 2,93 € | 3,02 € | 3,02 € | | -19,8 % | -25,6 % | -31,9 % | -29,8 % | -29,8 % | |
| Robit | 21.5.2015 | 5,70 € | 6,19 € | 5,97 € | 6,00 € | 5,95 € | 5,75 € | 6,18 € | 8,6 % | 4,7 % | 5,3 % | 4,4 % | 0,9 % | 8,4 % |
| Siili Solutions | 15.10.2012 | 7,00 € | 7,70 € | 7,55 € | 7,20 € | 8,20 € | 7,90 € | 8,21 € | 10,0 % | 7,9 % | 2,9 % | 17,1 % | 12,9 % | 17,3 % |
| Suomen Hoivatilat | 31.3.2016 | 3,20 € | 3,68 € | 3,67 € | 3,60 € | 3,70 € | 5,96 € | 7,35 € | 15,0 % | 14,7 % | 12,5 % | 15,6 % | 86,3 % | 129,7 % |
| Taalritehdas | 24.4.2013 | 10,30 € | 12,00 € | 12,70 € | 13,90 € | 14,00 € | 14,60 € | 20,20 € | 16,5 % | 23,3 % | 35,0 % | 35,9 % | 41,7 % | 96,1 % |
| Talenom (LP) | 11.6.2015 | 7,36 € | 6,78 € | 6,76 € | 6,35 € | 6,10 € | 5,72 € | 5,51 € | -7,9 % | -8,2 % | -13,7 % | -17,1 % | -22,3 % | -25,1 % |
| United Bankers | 24.11.2014 | 33,00 € | 34,80 € | 34,15 € | 34,18 € | 36,00 € | 46,50 € | 45,00 € | 5,5 % | 3,5 % | 3,6 % | 9,1 % | 40,9 % | 36,4 % |
| Verkkokauppa.com | 4.4.2014 | 23,00 € | 23,74 € | 23,00 € | 22,82 € | 24,30 € | 30,39 € | 29,80 € | 3,2 % | 0,0 % | -0,8 % | 5,7 % | 32,1 % | 29,6 % |
| Vincit Group | 17.10.2016 | 4,20 € | 6,10 € | 6,20 € | 6,08 € | 6,35 € | 7,00 € | | 45,2 % | 47,6 % | 44,8 % | 51,2 % | 66,7 % | |

Liite 2. First North Finland-yhtiöiden toimialat ja markkina-arvot 22.5.2017.

| Yhtiö | Toimiala | Markkina-arvo | Kokoluokka |
|-----------------------|---------------------------------|---------------|------------|
| Verkkokauppa.com | Kulutuspalvelut | 361 422 343 € | Mid cap |
| Detection Technology | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 220 585 483 € | Mid cap |
| Next Games | Kulutustavarat | 139 971 139 € | Small cap |
| Vincit Group | Teknologia | 83 195 314 € | Small cap |
| Talenom (LP) | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 78 883 493 € | Small cap |
| United Bankers | Rahoitus | 54 742 615 € | Small cap |
| Nixu | Teknologia | 52 760 450 € | Small cap |
| Cleantech Invest (LP) | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 51 281 885 € | Small cap |
| Privanet Group | Rahoitus | 39 850 704 € | Small cap |
| Fondia | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 38 772 042 € | Small cap |
| Herantis Pharma | Terveydenhuolto | 20 179 695 € | Small cap |
| Nexstim | Terveydenhuolto | 18 010 934 € | Small cap |
| Heeros | Teknologia | 13 702 383 € | Small cap |
| Ahola Transport | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 10 637 077 € | Small cap |
| Elite Varainhoito | Rahoitus | 9 883 566 € | Small cap |
| Piippo | Teollisuustuotteet ja -palvelut | 8 402 856 € | Small cap |
| Zeeland Family | Kulutuspalvelut | 7 199 025 € | Small cap |
| Savo-Solar | Öljy ja kaasu | 3 298 648 € | Small cap |
| FIT Biotech | Terveydenhuolto | 2 320 181 € | Small cap |