



First North -markkinapaikalle 2021 listautuneiden yritysten valuaatio ja kurssikehitys

Joonas Sammalmaa

Haaga-Helia ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Amk-opinnäytetyö

2022

Tiivistelmä

Tekijä(t) Joonas Sammalmaa
Tutkinto Tradenomi
Opinnäytetyön nimi First North -markkinapaikalle 2021 listautuneiden yritysten valuaatio ja kurssikehitys
Sivu- ja liitesivumäärä 46 + 1
<p>Vuoden 2021 listautumismarkkina oli poikkeuksellisen vilkas, sillä Helsingin pörssiin sekä sen hallinnoimalle First North -markkinapaikalle listautui yhteensä 29 yritystä. Aikaisempi ennätys oli vuodelta 1999, jolloin listautuneita oli 28 kappaletta.</p> <p>Opinnäytetyön tarkoituksena oli selvittää First North -markkinapaikalle vuonna 2021 listautuneiden yritysten osakkeiden kurssikehitys kahden kuukauden ajanjaksolta listautumisen jälkeen. Lisäksi tarkasteltiin yritysten taloudellista tilannetta listautumishetkellä sekä selvitettiin, oliko listautumishetken taloudellisella tilanteella vaikutusta listautumisannin ali- tai ylihinnointiluun lyhyellä kahden kuukauden ajanjaksolla. Tutkimuksen lukemalla yksityishenkilö saa yleiskuvan 2021 First North -markkinapaikalle listautuneista yrityksistä sekä niiden osakkeen kurssikehityksestä listautumisannin jälkeen.</p> <p>Työn teoreettisessa viitekehityksessä käydään läpi rahoitusmarkkinoiden toimintaa, osakesijoittamista, Helsingin pörssiä ja sen hallinnoimaa First North Finland -markkinapaikkaa. Lähteinä on käytetty rahoitusalan ja osakesijoittamiseen liittyvää kirjallisuutta sekä internetsivustoja. Teoreettinen viitekehitys luo perustan tutkimukselle ja sen tulosten analysointiin.</p> <p>Opinnäytetyössä käytetty aineisto kerättiin yhtiöiden listautumisantien yhteydessä julkaisemista yhtiöesitteistä ja tilinpäätöksistä. Historialliset kurssitiedot kerättiin Helsingin pörssin internetsivuilta saatavalla olevasta historiallisesta datasta. Data ladattiin koneelle excel- tiedostona, jonka jälkeen laskettiin kurssikehitys kahden kuukauden ajanjaksolta. Opinnäytetyö toteutettiin kevään 2022 aikana.</p> <p>Tutkimuksen tulokset osoittivat, että kahdentoista listautujan kurssikehitys oli positiivinen ja kahdeksan negatiivinen kahden kuukauden jälkeen listautumisesta. Osakkeiden keskimääräinen kurssikehitys oli 21,5 prosenttia kahden kuukauden jälkeen listautumisesta, mikä osoitti listautumisantien olleen hyvä sijoituskohde lyhyellä aikavälillä. Taloudellisen tilanteen tarkastelu osoitti, että First North -markkinapaikalle hakeuduttiin hyvinkin erilaisista taloudellisesta tilanteesta. Joillakin yrityksillä ei liikevaihtoa ollut juuri ollenkaan ja joidenkin liiketoiminta oli hyvinkin kannattavalla tasolla. Tulokset osoittivat, että toteutuneella liikevaihdon kehityksellä saattoi olla vaikutusta listautumisannin alihinnointiluun tarkastellulla ajanjaksolla.</p>
Asiasanat Listautumisanti, First North Finland, pörssi, osakesijoittaminen

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimuskysymykset ja tutkimusmenetelmät	2
1.2	Opinnäytetyön rakenne	2
2	Rahoitusmarkkinat.....	4
2.1	Rahoitusmarkkinoiden tehtävät	6
2.2	Rahamarkkinat	6
2.3	Pääomamarkkinat	7
2.3.1	Pitkän koron markkinat ja arvopaperimarkkinat.....	7
2.4	Markkinoiden tehokkuus.....	8
2.4.1	Tehokkuuden eri luokat.....	9
2.4.2	Tehokkaiden markkinoiden ominaisuuksia.....	11
3	Osakesijoittaminen	12
3.1	Pitkän aikavälin tuotto	12
3.2	Osakkeen tuotto	13
3.3	Osinkojen ja myyntivoittojen verotus	14
3.4	Riski	15
3.5	Osakkeen arvonmääritys.....	16
3.5.1	Arvonmääritysmallit.....	18
3.5.2	Arvonmäärityksen tunnuslukuja	19
4	Helsingin pörssi.....	23
4.1	First North Finland.....	23
4.2	Listautuminen First North Finlandiin	24
4.2.1	Hyväksytyt neuvonantajat	26
4.2.2	Osakkeen likviditeetin varmistaminen	26
4.2.3	Tiedonantovelvollisuus ja sääntely	27
5	Tutkimuksen toteuttaminen ja tulokset.....	29
5.1	Tutkimuksen aineisto ja analysointimenetelmät.....	29
5.2	Tutkimustulokset	31
6	Johtopäätökset ja pohdinta.....	40
6.1	Tutkimuksen luotettavuus ja jatkotutkimusehdotukset	42
6.2	Opinnäytetyöprosessin ja oman oppimisen arviointi	43
	Lähteet.....	44
	Liitteet.....	47
	Liite 1. Tarkemmat tilinpäätöstiedot ja lasketut tunnusluvut	47

1 Johdanto

Vuonna 2021 elettiin varsinaista listautumisbuumin aikaa, sillä Helsingin pörssin päälistalle (Nasdaq Helsinki) ja Nasdaq First North Finland -markkinapaikalle listautui ennätysmäärä yrityksiä. Yhteensä vuoden 2021 aikana listautui 29 yritystä, joista peräti 23 yritystä listautui kasvuyhtiöiden suosimalle First North Finland -markkinapaikalle ja loput 6 yritystä Helsingin pörssin päälistalle. Edellinen ennätys oli vuodelta 1999, jolloin IT-huuman innoittamana pörssiin listautui 28 yritystä. Ensimmäinen koronavuosi 2020 ja sen aiheuttama epävarmuus markkinoilla saattoi luoda hieman patoumaa, joka realisoitui vuonna 2021 listautumishuumana (Pietarinen H & Welling R, 2021).

Yrityksillä on monia eri tapoja hankkia rahoitusta yritystoiminnan rahoittamiseksi ja pyörittämiseksi. Jokaisella rahoitusvaihtoehdolla on oma hintansa, esimerkiksi osakkeenomistajille pitää maksaa tuottoa joko osakkeen arvonnousuna tai osinkona ja pankkilainalle korkoa. (Nasdaq Helsinki 2017, 7.) Yksi tapa, jolla yhtiöt voivat hankkia rahoitusta julkisilta markkinoilta on pörssilistautuminen. Listautumisen yhteydessä yrityksen osakkeet tulevat julkisen kaupankäynnin kohteeksi, minkä jälkeen yksityissijoittajat voivat käydä niillä kauppaa.

Listautumisanneista on uutisoitu paljon viime vuosina ja ne ovatkin olleet sijoittajien suosiossa. Listautumisiin liittyen ja osakkeen kurssikehityksestä listautumisannin jälkeen on tehty paljon tutkimuksia viimeisten vuosien aikana. Yleinen oletama markkinoilla on ollut, että listautumisanterihin osallistuminen on tuonut yksityissijoittajille pikavoittoja osakemarkkinoilla. Pitkään jatkunut matala korkotaso on aiheuttanut sen, että muut sijoitusvaihtoehdot, esimerkiksi korkosijoitukset eivät ole olleet niin tuottavia viime vuosina. Tämän vuoksi osakemarkkinoille on ajautunut aiempaa enemmän tuottoa tavoittelevien yksityissijoittajien varoja. Varojen ja sijoittajien lisääntyminen osakemarkkinoilla on johtanut siihen, että yritysten on ollut helpompi kerätä rahoitusta liiketoiminnan kehittämiseen ja kasvun mahdollistamiseen. First North Finland -markkinapaikka mahdollistaa pienempien ja kasvuvaiheessa olevien yhtiöiden hakeutumisen rahoitusmarkkinoille sekä yksityissijoittajille mahdollisuuden sijoittaa yrityksiin jo niiden aikaisessa kasvuvaiheessa (Nasdaq OMX 2017, 21). First North -markkinapaikan hieman löysemmät säännöt ja vaatimukset verrattuna Helsingin pörssin päälistaan johtavat siihen, että listautuvien yhtiöiden taloudellinen tilanne voi olla hyvin erilainen. Osa yrityksistä on hakemassa rahoitusta todella varhaisessa liiketoiminnan vaiheessa ja osalla taas liiketoiminta voi olla hyvinkin vakaalla pohjalla.

Tämän opinnäytetyön aiheena on tehdä katsaus First North Finland -markkinapaikalle vuonna 2021 listautuneisiin yrityksiin ja tarkastella niiden taloudellista tilannetta sekä valuaatiota listautumishetkellä. Opinnäytetyössä tarkastellaan myös yrityksen osakkeen kurssikehitystä listautumisen jälkeen kahden kuukauden ajanjaksolta ja tutkitaan arvonnäärityksen taustamuuttujia. Lisäksi selvitetään, voidaanko taustamuuttujilla selittää listautumisannin yli- tai alihinnoittelu. Opinnäytetyön

lukemalla yksityishenkilö saa yleiskuvan siitä, minkälaisia yrityksiä First North -markkinapaikalle listautui vuonna 2021. On myös mielenkiintoista selvittää, miten erilaisista lähtökohdista yhtiöt astuivat arvopaperimarkkinoille. Listautumisen yhteydessä julkaistavissa yhtiöesitteissä yhtiöt luovat usein tarinaa liiketoiminnan tulevaisuuden kehityksestä ja onkin kiinnostavaa selvittää, onko lähtökohtien eroavaisuuksilla merkitystä osakkeen kurssikehitykseen lyhyellä, kahden kuukauden ajanjaksolla.

Opinnäytetyön aiheen valintaan vaikutti oma mielenkiinto sijoittamiseen, listautumisantien suosio ja halu selvittää minkälaisia yrityksiä vuonna 2021 listautui First North Finland -markkinapaikalle.

1.1 Tutkimuskysymykset ja tutkimusmenetelmät

Opinnäytetyön tavoitteena on kuvailla listautuneiden yritysten valuaatiota sekä taloudellista tilannetta listautumishetkellä ja tarkastella osakkeen arvon kehitystä kahden kuukauden ajanjakson aikana. Opinnäytetyössä pyritään löytämään vastauksia seuraaviin tutkimuskysymyksiin.

- Mikä on ollut First North -listautuneiden yritysten osakkeen kurssikehitys ensimmäisen kahden kuukauden aikana?
- Millainen on ollut listautuneiden yritysten taloudellinen tilanne ja valuaatio listautumishetkellä?
- Onko listautumisanneissa tapahtunut systemaattista yli- tai alihinnoittelua tarkasteluajan kohtana ja voidaanko sille löytää selittäviä tekijöitä?

Opinnäytetyöt toteutetaan yleensä joko kvantitatiivisena tai kvalitatiivisena tutkimuksena. Tutkimustavat eroavat toisistaan siinä, että kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus pyrkii ymmärtämään ilmiötä, kun taas kvantitatiivisessa eli määrällisessä tutkimuksessa lasketaan määriä. Kvantitatiivisen tutkimus pyrkii yleistämään ja kuvailemaan tutkimustuloksia tilastollisin menetelmin. (Kananen 2008, 10-11.) Tämä opinnäytetyö toteutetaan kuvailevana kvantitatiivisena tutkimuksena.

Opinnäytetyön teoreettisen viitekehyksen lähteenä käytetään lähtökohtaisesti rahoitusalaan ja osakkeen arvonmääritykseen liittyvää kirjallisuutta sekä aiheisiin liittyviä internetsivustoja. Tiedot osakekurssien kehityksestä kerättiin historiallisesta datasta sekä tunnuslukujen laskemiseen tarvittavat tiedot kerättiin yhtiöiden listautumisesitteistä ja tilinpäätöksistä.

1.2 Opinnäytetyön rakenne

Opinnäytetyö koostuu kuudesta luvusta, joista ensimmäinen on johdanto. Johdannon jälkeen käsitellään tutkimuksen teoreettista viitekehystä luvuissa kaksi, kolme ja neljä. Teoreettisen viitekehyksen jälkeen siirrytään lukuun viisi, jossa käydään läpi tutkimusmenetelmiä ja -tuloksia. Opinnäytetyön viimeinen luku sisältää pohdintaa tutkimuksen tuloksista.

Luvussa 2 käydään läpi rahoitusmarkkinoita. Luvussa perehdytään rahoituskirjallisuuden avulla siihen keitä rahoitusmarkkinoilla toimivat, mikä on niiden rooli kansantaloudessa, mistä rahoitusmarkkinat koostuvat ja mikä on niiden tehtävä. Viimeisenä luvussa käydään läpi mitä markkinoiden tehokkuus tarkoittaa ja mitä tehokkuuden eri luokat ovat.

Luvussa kolme analysoidaan osakesijoittamista. Osakesijoittamisen osalta tarkastellaan pitkän aikavälin tuottoa, mistä osakkeen tuotto koostuu, miten tuottoa verotetaan ja mitä osakesijoittamisen riski on. Luvun lopussa käydään läpi erilaisia osakkeen arvonmäärittymälajeja sekä tässä opinnäytetyössä käytettyjä arvonmäärittymisen tunnuslukuja ja niiden laskukaavoja.

Teoreettisen viitekehyksen viimeisessä luvussa neljä otetaan selvää Helsingin pörssistä ja sen historiasta. Seuraavaksi siirrytään opinnäytetyössäkin tarkasteltuun First North -markkinapaikkaan, sen ominaisuuksiin ja minkälaisille yrityksille se on suunnattu. Tämän jälkeen käydään teorian kautta läpi listautumisprosessia First North -markkinapaikalle ja esitetään isoimpia eroja listautumisvaatimuksissa Helsingin pörssin päälistan ja First North -markkinan välillä.

Tutkimuksen viides luku pitää sisällään aineiston analysointimenetelmien läpikäynnin ja miten aineisto kerättiin sekä tutkimuksen tulokset. Tulos osiossa etsitään vastauksia tämän opinnäytetyön tutkimuskysymyksiin selvittämällä osakkeiden kurssikehitys ensimmäisen kahden kuukauden ajankakselta listautumisesta, tarkastellaan yhtiöiden taloudellista tilannetta listautumishetkellä tunnuslukujen avulla sekä selvitetään, onko listautumisanneissa tapahtunut joillakin mittareilla systemaattista ali- tai ylihinnointia. Osakkeiden kurssikehitystä tarkastellaan neljänä ajankohtana, jotka ovat: yhden päivän tuotto, yhden viikon tuotto, yhden kuukauden tuotto sekä kahden kuukauden tuotto.

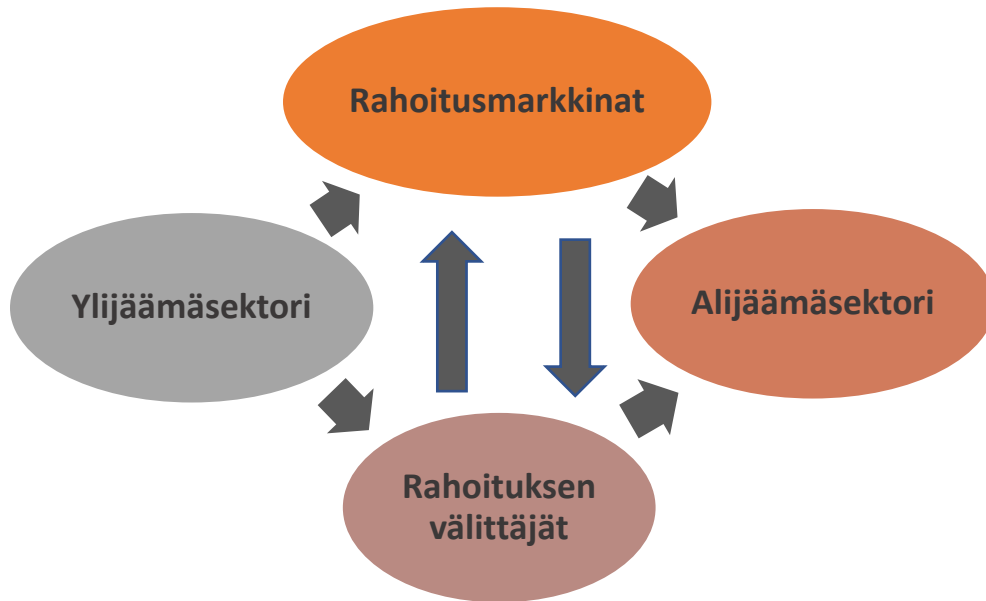
Opinnäytetyön viimeinen luku pitää sisällään johtopäätöksiä ja pohdintaa tutkimuksesta saaduista tuloksista. Lisäksi arvioidaan tutkimusmenetelmiä ja tutkimuksen luotettavuutta sekä esitetään muutamia jatkotutkimusehdotuksia.

2 Rahoitusmarkkinat

Rahoitusmarkkinoilla toimivat niin yritykset kuin sijoittajatkin ja ne toimivat näiden markkinoiden ehdoilla. Valmistaakseen palvelua tai tuotteita yritys tarvitsee pääomaa, jota on tarjolla rahoitusmarkkinoilla eri muodoissa (Knüpfer & Puttonen 2018, 51). Rahoitusmarkkinoilta yrityksille on saatavilla rahoitusta joko oman pääoman muodossa tai vieraan pääoman ehtoisena. Osakeyhtiöissä omistajien omia sijoituksia yritykseen kutsutaan omaksi pääomaksi ja vierasta pääomaa on esimerkiksi pankkilainat. (Nasdaq OMX 2017, 7.)

Tekijöitä, joita yritykset käyttävät tuottaakseen palvelua tai tavaraa kutsutaan fyysiseksi pääomaksi ja rahoituspääomaksi puolestaan kutsutaan niitä tekijöitä, joita käytetään fyysisen pääoman hankkimiseen, kuten osakkeet, lainat ja velkakirjat. Samaan aikaan kun yritys etsii eri rahoitusmuotoja, kotitaloudet kohtaavat puolestaan neljä rahoituspäätöksen perustyyppiä. Ensimmäinen on säästämisspäätökset, kuinka paljon nykyisistä tuloista on säästettävä tulevaisuuden varalle. Toisena ovat investointipäätökset, miten pystyn investoimaan säästetyn varallisuuden. Kolmantena ovat rahoituspäätökset, miten käyttäisi muiden ihmisten varoja (esimerkiksi laina) omien tarpeiden tyydyttämiseen. Neljäntenä ovat riskienhallintapäätökset, millä tavalla ja ehdoilla kotitaloudet ottavat harkittuja riskejä tai vähentävät taloudellista epävarmuutta. (Knüpfer & Puttonen 2018, 51-52.)

Nykyaikaisen rahoitusjärjestelmän toimivuus on koko yhteiskunnan etu ja varojen siirtymistä osapuolelta toiselle voidaan kuvailla seuraavanlaisesti. Varat siirtyvät ylijäämäsektorilta (tyypillisesti kotitaloudet) alijäämäsektorille (tyypillisesti yritykset), varojen siirto voi tapahtua alijäämäsektorille suoraan rahoitusmarkkinoiden kautta tai rahoituksen välittäjien kautta (esimerkiksi pankit). Välittäjien kautta kulkevaa rahavirtaa voidaan havainnollistaa esimerkillä, jossa kotitalous on tallettanut säästönsä pankkitilille ja pankki puolestaan käyttää saamansa varat antamalla lainan yritykselle. Kuvailussa tapauksessa kotitalous ei kuitenkaan ole suoraan velkasopimuksessa yrityksen kanssa. (Knüpfer & Puttonen 2018, 52-53.) Alla olevassa kuvassa (kuva 1) on havainnollistettu varojen siirtymistä sektorilta toiselle.



Kuva 1. Rahoitusmarkkinoiden rooli kansantaloudessa (mukaillen Knüpfer & Puttonen 2018, 52)

Rahoitusmarkkinat jaetaan perinteisesti raha- ja pääomamarkkinoiksi. Rahamarkkinoilta saadaan lyhytaikaisia, kestoaltaan enintään vuoden mittaisia vieraan pääoman sijoituksia ja pääomamarkkinoihin puolestaan kuuluvat osakemarkkinat sekä yli vuoden mittaisen lainarahan eli ns. pitkän rahan markkinat. Yritykset maksavat saamalleen pääomalle korvausta, esimerkiksi lainoille yritykset maksavat ennalta määritettyä korkoa ja oman pääoman ehtooselle sijoitukselle korvaus maksetaan osinkoina tai arvonnousuna. (Nasdaq OMX 2017, 8.) Tässä opinnäytetyössä keskitytään tarkemmin osakemarkkinoiden toimintaan ja kappaleessa 3.2 käydään tarkemmin läpi osingon ja osakkeen arvonnousun vaikutus sijoittajille. Alla olevassa kuvassa (kuva 2) on havainnollistettu rahoitusmarkkinoiden jakautumien eri alueisiin.



Kuva 2. Rahoitusmarkkinoiden rakenne (mukaillen Knüpfer & Puttonen 2018, 55)

2.1 Rahoitusmarkkinoiden tehtävät

Tehokkaasti toimivilla rahoitusmarkkinoilla on neljä keskeistä tehtävää. Ensimmäinen niistä on varojen siirtäminen ylijäämä- (tulot isommat kuin menot) ja alijäämäsektorin (tulot pienemmät kuin menot) välillä mahdollisimman tehokkaasti. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että sijoitukset siirtyvät sektorien välillä mahdollisimman kustannustehokkaasti ja nopeasti. (Knüpfer & Puttonen 2018, 53.)

Toinen tärkeä rooli on ajantasaisen informaation välittäminen. Yritysten on pidettävä kirjaa liiketoiminnastaan ja jaettava tietoa säännöllisin väliajoin markkinoille. Ilman rahoitusmarkkinoilla olevaa ajantasaista tietoa, sijoittajien olisi vaikea verrata eri sijoituskohteiden riskejä ja tuottoja. (Nasdaq OMX 2017, 8.)

Kolmantena tehtävänä on riskin hajauttaminen. Rahoitusmarkkinoiden avulla sijoitettavissa olevan pääoman voi sijoittaa useampaan eri kohteeseen, jolloin sijoituksen riski pienenee huomattavasti. (Knüpfer & Puttonen 2018, 53-54.)

Neljäntenä, muttei vähäisimpänä roolina rahoitusmarkkinoilla on likviditeetin parantaminen. Yritykset tarvitsevat yleensä rahoitusta pidemmäksi aikaa kuin yksittäinen sijoittaja haluaa varansa sitoa. Likvideillä rahoitusmarkkinoilla sijoittajat voivat realisoida sijoituksensa rahaksi ilman, että yrityksen tarvitsee luopua pääomastaan. (Nasdaq OMX 2017, 8-9.)

2.2 Rahamarkkinat

Alle vuoden mittaisten eli lyhytaikaisten rahoitusinstrumenttien markkinoita sanotaan rahamarkkinoiksi. Suomalaisten rahamarkkinoiden matka kohti nykymuotoaan alkoi vuonna 1987 pankkien sijoitustodistusmarkkinoiden alkaessa kehittyä. Samoihin aikoihin Suomessa syntyivät myös Heli-borkorot, jotka tunnetaan nykyään euriborkorkona. Vaihdos tapahtui vuoden 1999 alussa, kun rahamarkkinat kasvoivat euroalueen laajuisiksi. Euriborkorolla hyvän luottokelpoisuuden omaavat pankit tarjoavat toisilleen euromääräisiä talletuksia. Euriborkorot voivat markkinatilanteen mukaan vaihdella nopeastikin, korko lasketaan yhden ja kahden viikon sekä 1, 2, 3, 6, 9, 12 kuukauden jaksoille. (Knüpfer & Puttonen 2018, 55-56.)

Pankkien sijoitustodistukset muodostavat isoimman osan rahamarkkinoista, muita rahamarkkinoiden sijoitusinstrumentteja ovat valtion velkasitoumukset ja kunta- ja yritystodistukset. (Knüpfer & Puttonen 2018, 55-56.) Rahamarkkinavälineet eroavat pääomamarkkinavälineistä paitsi voimassaoloajaltaan myös tyypillisesti sillä, että rahamarkkinoilla käydään kauppaa niin sanotuilla diskonttoinstrumenteilla. Tämä tarkoittaa sitä, että sijoitukselle ei makseta korkoa vaan sijoittajan tuotto

muodostuu arvopaperin arvonnoususta eli käytännössä sijoittaja ostaa arvopaperin alle sen nimellisarvon, mutta lainan erääntyessä saa nimellisarvon. (Knüpfer & Puttonen 2018, 56.)

2.3 Pääomamarkkinat

Pääomamarkkinat jakautuvat kahteen, yli vuoden mittaisen lainarahan eli ns. pitkän rahan markkinoihin sekä osakemarkkinoihin. Nämä voidaan jakaa vielä edelleen sekä ensi- että jälkimarkkinoihin. Ensimmäisiltä yritykseltä hakevat rahoitusta sekä oman pääoman että vieraan pääoman muodossa. Omaa pääomaa voidaan hankkia esimerkiksi osakeannilla ja vierasta pääomaa myymällä sijoittajille joukkovelkakirjoja. Jälkimarkkinoilla puolestaan sijoittajat käyvät keskenään kauppaa ensimmäisillä liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. (Nasdaq OMX 2017, 8.)

2.3.1 Pitkän koron markkinat ja arvopaperimarkkinat

Pitkän koron markkinat tunnetaan myös joukkovelkakirjamarkkinoina. Iso tai suuri laina, joka jaetaan useaan keskenään samaehtoiseen joukkovelkakirjaan, kutsutaan joukkovelkakirjalainaksi. Joukkovelkakirjat ovat jälkimarkkinakelpoisia eli niitä voidaan myydä sekä ostaa lainan liikkeeseenlaskun ja takaisinmaksun välillä niin arvopaperipörssissä kuin sen ulkopuolellakin. (Knüpfer & Puttonen 2018, 57.)

Arvopaperimarkkinat muodostavat pääomamarkkinoiden toisen puoliskon ja siitä näkyvintä osaa Suomessa näyttelevät Helsingin pörssissä suoritettavat kaupat. Yritysten osakkeilla voidaan käydä kauppaa myös pörssin ulkopuolella sillä erotuksella, että pörssissä listattujen yritysten osakkeilla tehdyistä kaupoista ei tule maksettavaksi varainsiirtovero. (Knüpfer & Puttonen 2018, 60.)

Osakeyhtiöt voivat hankkia osakemarkkinoilta oman pääoman ehtoista rahoitusta laskemalla liikenteeseen eli myymällä sijoittajille yhtiön uusia osakkeita. Tällä kutsutaan osakeanniksi eli yhtiön oman pääoman korotukseksi. (Nasdaq OMX 2017, 26.) Osakerahoituksen voidaan katsoa olevan hyvinkin pitkäaikaista rahoitusta, sillä oma pääoma sijoitetaan yritykseen ennalta määrittelemättömäksi ajaksi. Osakesijoittaja voi kuitenkin myydä ostamansa yhtiön osakkeen osakeannin jälkeen, mutta tällöin myynti tapahtuu jälkimarkkinoilla muille sijoittajille eikä yritykselle. (Knüpfer & Puttonen 2018, 60.)

Osakeanteja voidaan järjestää eri tavalla riippuen annin kohderyhmästä ja tarkoituksesta. Kun yhtiön osakepääomaa korotetaan myymällä sijoittajille uusia osakkeita, puhutaan uusmerkintäänistä. Suunnattu osakeanti tulee kyseeseen silloin, jos halutaan tarjota osakkeita vain tietyille sijoittajaryhmälle. Joissain tapauksissa uusmerkinnän yhteydessä toteutetaan rahastoanti. Rahastoannilla tarkoitetaan ilmaisemissiota, jossa yhtiö korottaa osakepääomaansa ilman osakkeenomistajien lisäsijoituksia. Rahastoannissa yritys ei saa käyttöönsä uutta rahaa vaan tarvittavat varat

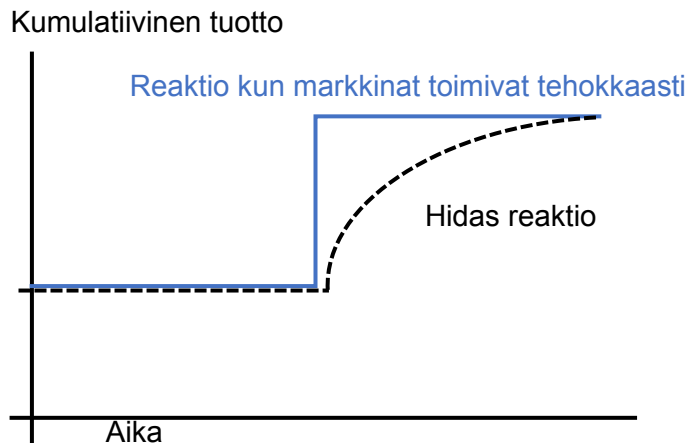
osakepääoman korotukseen otetaan joltakin muulta oman pääoman tililtä. (Knüpfer & Puttonen 2018, 62.) Yleisöantiin puolestaan voivat osallistua kaikki halukkaat tekemällä merkintävarauksia. Merkintähinta määrätään yleensä ennen merkintäajan alkamista. Yhtiön listautuessa pörssiin osakeannista puhutaan listautumisantina. (Nasdaq OMX 2017, 27.)

2.4 Markkinoiden tehokkuus

Rahoitusmarkkinoiden toimintaa ei pystytä selvittämään yksittäisen teorian avulla ja markkinoiden toiminnasta onkin esitetty monia toisiaan täydentäviä sekä niiden vaihtoehtoisia teorioita. Teoriat liittyen markkinoiden täydellisyyteen ja tehokkuuteen ovat olleet erittäin suosittuja, kun pyritään selvittämään rahoitusmarkkinoiden toimintaa. (Leppiniemi 2005, 112.)

Rahoituksen teoriassa on määritelty käsite täydellisistä rahoitusmarkkinoista arvopaperien hintojen ja tuottovaatimusten johtamiseksi. Rahoitusmarkkinoilla kuitenkin esiintyy esimerkiksi veroja ja vararikkokustannuksia, joita ei pitäisi teorian mukaan täydellisillä rahoitusmarkkinoilla olla. Koska todellisuudessa täydellisiä rahoitusmarkkinoita ei ole, rahoituksen teoria on korvattu monesti markkinatehokkuuden käsitteellä. (Leppiniemi 2005, 113-115.)

Perusoletuksena rahoituksen teoriassa on, että rahoitusmarkkinat ovat tehokkaat. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kaikki julkinen ja oleellinen tieto heijastuu heti tiedon tullessa julkiseksi arvopapereiden hintoihin. Eilisen päivän osakkeen tuotto eli hinnanmuutos ei kerro mitään seuraavan päivän tuotosta, sillä arvopaperin hinta muuttuu vain uuden informaation tullessa markkinoille. Alla olevassa kuvassa (kuva 3) havainnollistetaan tehokkaiden markkinoiden reaktiota suhteessa hitaaseen reaktioon, jossa sijoittajat eivät välittömästi käsittele uutisissa sisältyvää tietoa ja osakkeen kurssin asettuminen oikealle tasolle kestää kauemmin. (Knüpfer & Puttonen 2018, 168-169.)



Kuva 3. Tehottomien ja tehokkaiden markkinoiden reaktiot (mukaillen Knüpfer & Puttonen 2018, 168)

Vaikka rahoitusmarkkinat eivät olekaan aivan täydellisiä, ne voivat silti toimia tehokkaasti. Mikäli markkinat eivät toimisi tehokkaasti, pystyisivät sijoittajat saamaan ylisuuria tuottoja ilman niihin kohdistuvia riskejä. Tilanne, jossa sijoittajan on mahdollista tehdä voittoja ilman riskejä, kutsutaan arbitraasiksi. Arbitraasi saattaa kuulostaa sijoittajien näkökulmasta erittäin houkuttelevalta, mutta markkinoiden kannalta ne eivät ole toivottuja, sillä jonkun on voitto maksettava ja markkinoilla se on yleensä toinen sijoittaja. (Knüpfer & Puttonen 2018, 170-171.)

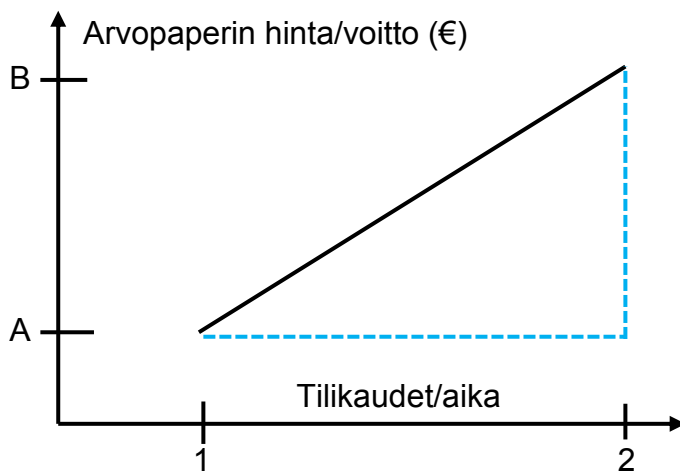
2.4.1 Tehokkuuden eri luokat

Rahoitusmarkkinat voidaan jakaa tehokkuudeltaan kolmeen eri kategoriaan ja niiden tehokkuus määräytyy sen mukaan, miten osakkeiden hinnat heijastuvat niiden arvoon vaikuttavaa tietoa. Markkinatehokkuuden eri luokat ovat heikko tehokkuus, puolivahva tehokkuus ja vahva tehokkuus. Joskus samoiltakin markkinoilta voidaan tehdä erilaisia johtopäätöksiä. Sillä yleensä markkinat toteuttavat tehokkuuden ehtoja silloin kun kaupankäynti on vilkasta ja arvopaperit vaihtavat omistajia. Hinnanmuodostus on yleisesti tehokkainta niiden osakkeiden kohdalla, joilla kauppaa käydään runsaasti verrattuna vähän vaihdettuihin osakkeisiin. (Leppiniemi 2005, 116.) Seuraavaksi käydään läpi tehokkuuden eri luokkia.

Heikosti tehokkailla markkinoilla arvopaperien hintoihin sisältyy kaikki tieto aikaisemmista osakkeiden hinnoista (Knüpfer & Puttonen 2018, 171). Tämä tarkoittaa sitä, että jos heikosti tehokkailla markkinoilla peräkkäisten päivien hinnanmuutokset ovat toisistaan riippumattomia ja näin ollen hinnanmuutosten trendejä ei ole mahdollista käyttää tehokkaasti ansaintamielessä hyväksi kaupankäynnissä (Leppiniemi 2005, 116-117). Tämän tyyppisillä markkinoilla ns. teknisestä analyysistä ei ole hyötyä, sillä sen tekijät pyrkivät analysoimaan osakkeiden menneitä kurssikehitystä ja

tekemään sen avulla päätelmiä tulevaisuuden kehityksestä (Knüpfer & Puttonen 2018, 171). Tehottomille markkinoille voi puolestaan syntyä sellaisia trendejä, joita teknisen analyysin tekijät voivat käyttää hyväksi arvopapereiden kaupankäyntiin liittyvissä päätöksissä (Leppiniemi 2005, 117).

Puolivahvat ehdot täyttävillä tehokkailla markkinoilla arvopaperien hintoihin heijastuvat kaikki julkisesti saatavissa olevat tiedot sekä tiedot historiallisista hinnan muutoksista. Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi yhtiöiden tulosjulkistukset, analyytikoiden raportit ja suhdanne-ennusteet on jo hinnoiteltu osakkeiden sen hetkiseen arvoon. (Knüpfer & Puttonen 2018, 171.) Tilinpäätösanalyysillä eli niin sanotulla fundamenttianalyysillä ei ole mahdollista lisätä kaupankäynnin tuloksellisuutta puolivahvasti tehokkailla markkinoilla, koska tilinpäätöstiedot ovat julkista tietoa (Leppiniemi 2005, 118). Pörssiyritysten täyttäessä jatkuvan tiedonantovelvollisuutensa ja markkinoiden ollessa puolivahvasti tehokkaat, arvopaperin hinnan pitäisi yhtiön tilikauden aikana tarkentua vastamaan sitä hintaa, mikä tilinpäätöksen mukaan olisi oikea (Leppiniemi 2005, 118). Alla olevassa kuvassa (kuva 4) havainnollistetaan hinnan tarkentumista tilikauden aikana vastaamaan yrityksen tekemää tulosta.



Kuva 4. Osakkeen hinnan muuttuminen ja yrityksen tulos (mukaillen Leppiniemi 2005, 118)

Kuvasta 4 ilmenee, että arvopaperin hinta on kasvanut olennaisesti tilikauden aikana ja se on korkeampi ajankohtana 2 kuin ajankohtana 1. Arvopaperin hinnan muodostuminen hinnasta A hintaan B johtuu yrityksen tilikauden aikana julkaisemista tiedotteista ja muista julkisista tiedoista koskien yrityksen menestystä. Markkinoiden käytössä olevan informaation myötä osakkeen arvo ei muutu kuvassa esiintyvän pilkku viivan tavalla, sillä ajankohtana 2 ilmestyvän tilinpäätöksen ei enää pitäisi vaikuttaa osakkeen hintaan, koska tilinpäätöksestä saatava tieto on ollut markkinoilla jo saatavilla. (Leppiniemi 2005, 118-119.)

Kun taas puhutaan vahvasti tehokkaista markkinoista, niin silloin osakkeiden hintoihin sisältyy tiedot historiallisista tuotoista sekä kaikki julkinen tieto, mukaan lukien kaikki sisäpiirin tieto (Knüpfer & Puttonen 2018, 171). Tällaisilla markkinoilla kenelläkään ei pitäisi olla semmoista monopolitietoa, jonka avulla pystyisi parantamaan omien osakekauppojen tuloksellisuutta. Todellisuudessa esimerkiksi yrityksen johdolla on käsissään tietoa, joka ei ole kerennyt vaikuttaa hinnanmuodostukseen ja tämän takia yritysjohdon kaupantekomahdollisuuksia on rajattu arvopaperimarkkinalainsäädännössä osakkeilla, joista heillä on julkistamatonta tietoa. (Leppiniemi 2005, 119-120.)

2.4.2 Tehokkaiden markkinoiden ominaisuuksia

Tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä myös tehokkailla markkinoilla, joten suuremman riskin sijoituksista pitääkin saada suurempi tuotto. Markkinoiden tehokkuus ei edellytä, että sijoituksen käypä arvo ja markkinahinta olisivat koko ajan sama. Teoriassa tämä tarkoittaa, että markkinahinta voi erota oikeasta arvosta ja olla sen ylä- tai alapuolella, mutta tällöisten poikkeamien on oltava sattumanvaraisia ja sitä myötä ennustamattomia. (Knüpfer & Puttonen 2018, 172). Poikkeamien satunnaisuudella tarkoitetaan, että arvopaperit voivat olla samalla todennäköisyydellä yli- tai alihinnoiteltuja milloin tahansa ja mikään yrityksen tunnusluku tai muu ominaisuus ei kerro markkinoilla mahdollisesta yli- tai aliarvostuksesta. Millään tietyllä investointistrategialla ei pitäisi pystyä löytämään jatkuvasti markkinoilta yli- tai aliarvostettuja osakkeita, jos markkinahinta poikkeaa satunnaisesti osakkeen käyvästä arvosta. Tehokkailta markkinoilta kenenkään ei pitäisi pystyä saamaan ylisuuria tuottoja millään sijoitustyyllillä. Ylisuurilla tuotoilla tarkoitetaan tuottoja, jotka ovat isompia kuin sijoituksen riski antaisi olettaa. (Knüpfer & Puttonen 2018, 172.)

Kaupankäynti tehokkailla markkinoilla tarkoittaa usein varallisuuden tuhoamista kaupankäyntikustannusten muodossa, joten kustannusten minimoiminen onkin voittajaresepti tehokkailla markkinoilla toimiessa. Osakkeiden satunnainen poimiminen ja suoraan indeksiin sijoittaminen on ylivoimainen vaihtoehto, sillä kaikkien muiden strategioiden kustannukset nousevat väistämättä analyysityön ja aktiivisen kaupankäynnin seurauksena. Poikkeamien ollessa sattumanvaraisia niin salakunhoitajat ja investointistrategit eivät tuo lisäarvoa tehokkaille markkinoille. (Knüpfer & Puttonen 2018, 172-173.)

Markkinat eivät muodostu tehokkaiksi kuitenkaan automaattisesti, vaan sijoittajien rahavainu ja luonnollinen halu olla muita edellä tekevät markkinoista tehokkaat. Tehokkaita markkinoita voi ajatella itse itseään korjaavana mekanismina, jossa tehottomuudet esiintyvät tasaisin väliajoin vain hävitäkseen saman tien sijoittajien löytäessä ja hyödyntäessä ne. (Knüpfer & Puttonen 2018, 173-174.)

3 Osakesijoittaminen

Osakeyhtiöissä omistajien sijoittamat varat muodostavat yrityksen osakepääoman, joka sitten jakautuu arvoltaan yhtä suuriin osiin osakkeita (Nasdaq OMX 2017, 17). Osake on siis osuus yhtiöstä ja ne syntyvät osakeanneissa, kun yhtiöt laskevat liikkeeseen uusia osakkeita (Saario 2021, 45). Ostaessaan yrityksen osakkeita sijoittajista tulee yrityksen osakkeenomistajia ja riippuen sijoitetun pääoman määrästä he omistavat yrityksestä osuuden, joka vastaa heidän omistamien osakkeiden määrää yrityksen osakkeiden kokonaismäärästä (Nasdaq OMX 2017, 17).

Toisin kuin vieras pääoma eli lainaraha niin osakepääoma on yritykseen sijoitettua rahaa, jota ei tarvitse maksaa takaisin. Tästä syystä osakesijoitus on pitkäaikainen sijoitus, koska tuotto on riippuvainen yrityksen pitkäaikaisesta menestyksestä. (Nasdaq OMX 2017, 27-18.) Osakeyhtiössä osakkeenomistajien vastuu on rajoitettu. Jos yrityksen liikeidea ei osoittaudu toimivaksi tai kilpailukykyiseksi, osakkeenomistajat voivat menettää vain sijoittamansa pääoman. (Saario 2021, 45.) Kuten tekstissä on aikaisemmin mainittu niin toimivien rahoitusmarkkinoiden ansiosta sijoittajat pystyvät kuitenkin myymään omistusosuutensa helposti jälkimarkkinoilla. Myynnistä on kuitenkin turha odotella suuria tuottoja, jos yrityksellä menee myynnin hetkellä huonosti. (Nasdaq OMX 2017, 17-18.)

Meni yrityksellä hyvin tai huonosti, on sen aina pystyttävä maksamaan lainojen lyhennykset ja korot, jotta se ei ajautuisi velkajärjestelyihin tai huonoimmassa tapauksessa konkurssiin. Osakkeenomistajat voivat siis saada osan yrityksen voitonjakokelpoisista varoista vasta sen jälkeen, kun lainanantajille on maksettu heille kuuluvat erät. Yrityksien ei ole kuitenkaan pakko maksaa osinkoa osakkeenomistajille, vaan he voivat esimerkiksi investoida voittovarot yrityksen kehittämiseen. (Nasdaq OMX 2017, 28).

Edellä mainituista syistä osakesijoitus on riskipitoisempi sijoitus kuin esimerkiksi yrityksen velkakirjan ostaminen. Osakemarkkinoilla kuitenkin riski ja tuotto kulkevat käsi kädessä, joten kantamalla suurempaa riskiä on myös mahdollista odottaa korkeampaa tuottoa sijoitukselle. (Nasdaq OMX 2017, 28.) Suurin mahdollinen tappio, jonka osakesijoituksella voi tehdä on sata prosenttia, mutta samaan aikaan osakkeilla on mahdollista saada tuottoa tuhansia prosentteja. (Saario 2021, 57.)

3.1 Pitkän aikavälin tuotto

Osakkeiden ostamiseen liittyy aina epävarmuutta eli riskiä, eikä koskaan voi varmuudella tietää minkälaisen tuoton tulee sijoitukselleen saamaan. Pitkällä sijoitusaikavälillä (25-30 vuotta) on kuitenkin erittäin todennäköistä, että osakkeiden tuotto on positiivinen. Osakekurssien nousu pitkällä aikavälillä perustuu siihen, että talouskin kasvaa pitkässä juoksussa koko ajan johtuen esimerkiksi

teknologian kehitymisestä. Talouden taantumia tulee, esimerkiksi finanssikriisi vuosina 2008-2009, mutta ne ovat väliaikaisia ja lopulta nousevat kuitenkin taantumaa edeltäneen tason yli. Niin Suomessa kuin muuallakin osakemarkkinoiden keskimääräinen tuotto pitkällä aikavälillä on ollut paras verrattuna useimpien muiden sijoitusvaihtoehtojen tuottoihin. (Nasdaq OMX 2017, 28-29.) Taulukossa 1 on esitetty eri sijoitusvaihtoehtojen keskimääräisiä vuosittaisia tuottoja pitkällä aikavälillä (25-30 vuotta).

Taulukko 1. Eri sijoituskohteiden keskimääräinen vuotuinen tuotto pitkällä aikavälillä, 25-30 vuotta (mukaillen Saario 2021, 54)

Helsingin pörssin osakkeet 1990- 2020	11 %
Sijoitusasunnot	4-9 %
Metsäomistukset	3-7 %
Valtion obligaatiot	2-5 %
Pankkitalletukset	2-3 %

3.2 Osakkeen tuotto

Osakkeesta saatava tuotto sijoittajille muodostuu yrityksen voitonjaosta osakkeenomistajille ja osakkeen arvonnoususta. Osakeyhtiöt voivat jakaa osan voitoistaan osakkeenomistajille kahdella tavalla, maksamalla osinkoa tai ostamalla omia osakkeitaan takaisin. (Nasdaq OMX 2017, 92-93.)

Yrityksen maksama osinko riippuu yrityksen osinkopolitiikasta. Passiivisella osinkopolitiikalla tarkoitetaan sitä, että yrityksen tilikausi ei juurikaan määritä osingon määrää. Käytännössä tämä tarkoittaa, että osinkoa maksetaan suhteellisen kiinteä määrä huonoina ja hyvinä aikoina. (Knüpfer & Puttonen 2018, 201.) Jos puolestaan yrityksen tekemä tilikauden tulos vaikuttaa vahvasti yrityksen maksamaan osingon määrään, puhutaan aktiivisesta osinkopolitiikasta (Knüpfer & Puttonen 2018, 201). Useimmat suomalaiset pörssiyritykset maksavat osinkonsa kerran vuodessa keväällä ja sen määrästä päätetään yhtiökokouksessa yhtiön hallituksen esityksestä. Yrityksen jakama osinko osakkeenomistajille voi olla maksimissaan voitonjakokelpoiset varat. (Nasdaq OMX 2017, 92-93.) Voitonjakokelpoiset varat saadaan, kun yrityksen tekemästä tuloksesta vähennetään kaikki pakolliset maksut, esimerkiksi verot, lainojen korot ja lyhennykset (Nasdaq OMX 2017, 28).

Toinen tapa jakaa yrityksen tekemää voittoa osakkeenomistajille on sen omien osakkeiden takaisinostaminen ja tämä yleistynyt huomattavasti viime aikoina (Nasdaq OMX 2017, 93). Tällä tarkoitetaan sitä, että yritys ostaa omia osakkeitaan pörssistä samalla tavalla kuin kuka tahansa muukin sijoittaja. Vaikkakin tässä tapauksessa varoja saavat itselleen vain ne sijoittajat, joilta yritys ostaa

osakkeita, on takaisinostamisella todettu kuitenkin olevan positiivinen vaikutus yrityksen osakkeen kurssiin. (Knüpfer & Puttonen 2018, 210-211.)

Osakkeen arvonnoususta saatava tuotto realisoituu sijoittajille kuitenkin vasta osakkeiden myynnin yhteydessä. Myyntivoitosta puhutaan silloin kun osakkeen myyntihinta on hankintahintaa korkeampi. Myyntitappiosta puolestaan puhutaan silloin, kun tuotto on negatiivinen eli myyntihinta on alhaisempi kuin ostohinta. (Nasdaq OMX 2017, 93.)

3.3 Osinkojen ja myyntivoittojen verotus

Myyntivoitot ja yrityksen maksamat osingot ovat sijoittajalle pääomatuloa ja täten ne kuuluvat pääomatuloverotuksen piiriin (Nasdaq OMX 2017, 113).

Listatusta yhtiöstä eli pörssiyhtiöstä saadusta osingosta osa on verotonta ja osa veronalaista. Osingon määrästä 85 prosenttia on veronalaista pääomatuloa eli osinkotuloa ja 15 prosenttia on verotonta tuloa. (Tuloverolaki 33 a §.) Pääomatulon veroprosentti vuonna 2021 oli 30 prosenttia 30 000 euroon asti ja 34 prosenttia 30 000 euroa ylittävästä osasta. Veron maksaminen tapahtuu käytännössä niin, että ennen kuin sijoittaja saa osingon pankkitililleen, osingon maksava yritys tekee osingon kokonaismäärästä 25,5 prosentin ennakonpidätyksen ja tilittää sen Verohallinnolle. (Vero 2022a.)

Pörssiosakkeiden ostamisesta aiheutuu tulon hankkimiskuluja, esimerkiksi osakkeiden ostamisesta ja myymisestä veloitettavat välityspalkkiot tai omaisuudenhoitopalkkiot. Ne vähennetään veronalaisesta osinkotulosta, mutta ensin niistä vähennetään omavastuu, joka vuonna 2021 oli 50 euroa. Esimerkiksi sijoittaja X saa pörssilistatulta yritykseltä osinkoa 11 000 euroa vuonna 2021 ja hän on vuoden aikana maksanut välitys- tai omaisuudenhoitopalkkioita 150e. Verotettava pääomatulo osingosta lasketaan seuraavanlaisesti:

$9\,350$ euroa (veronalainen osinkotulo $11\,000\text{e} \times 85\%$) – 100 euroa (välitys-/omaisuudenhoitopalkkiot 150e – omavastuu 50e) = $9\,250$ euroa (verotettava pääomatulo). Koska osinkotulo on alle $30\,000$ euroa, niin pääomatulosta maksetaan veroa $9\,250\text{e} \times 30\% = 2\,775$ euroa. Yhtiön tekemä ennakonpidätys on $11\,000\text{e} \times 25,5\% = 2\,805\text{e}$. Tässä tapauksessa sijoittaja saa osinkotulojen perusteella veronpalautusta 30 euroa ($2\,805\text{e} - 2\,775\text{e}$). (Vero 2022a.)

Myyntivoittoa eli luovutusvoittoa ja niiden veroja laskettaessa voidaan osakkeiden hankintahinta määrittää joko todellisena hankintahintana tai hankintameno-olettaman mukaan (Nasdaq OMX 2017, 113-114). Yksityissijoittaja voi näistä valita itselleen edullisimman vaihtoehdon. (Blomqvist & Malmivaara 2016, 109-110; Nasdaq OMX 2017, 113-114.) Myyntivoiton verotus on $30\,000$ euroon

asti 30 % ja sen ylittävästä osasta 34 %. Osakkeiden myynti on kuitenkin verotonta, jos kalenterivuoden kaikki myynnit ovat yhteensä enintään 1 000 euroa. (Vero 2022b.)

Käyttäessään todellista hankintahintaa myyntivoittoa laskettaessa sijoittaja voi vähentää osakkeista maksetun ostohinnan sekä hankkimiskulut, kuten välityspalkkiot ja toimitusmaksut. Jos hankintahinnan määrittämiseen käytetään hankintameno-olettamaa pitää ensiksi selvittää, kuinka kauan myydyt osakkeet ovat olleet omistuksessa. Jos osakkeet ovat olleet omistuksessa vähintään 10 vuotta, hankintameno-olettama on 40 prosenttia osakkeiden myyntihinnasta ja 20 prosenttia, jos osakkeet ovat olleet hallussa alle 10 vuotta. (Vero 2022b.)

3.4 Riski

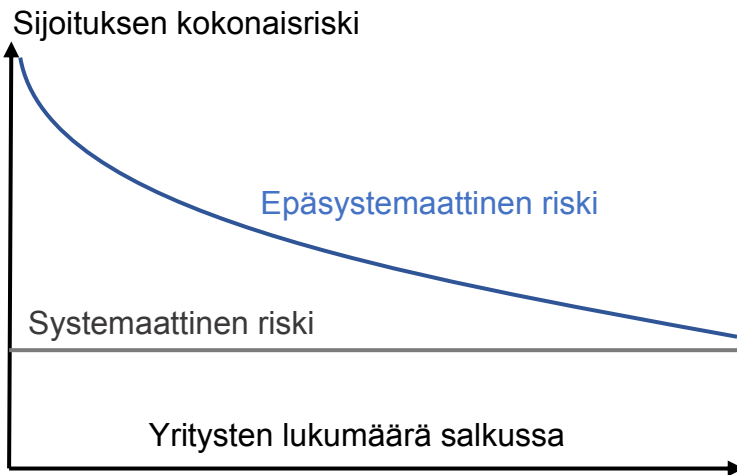
Yleisesti osakemarkkinoilla pätee kaava, jossa ottamalla suurempia riskejä on myös mahdollisuus saavuttaa isompia tuottoja (Nasdaq OMX 2017, 103). Tuotto- ja riskiodotukset yleensä keskimäärin realisoituvat pitkällä aikavälillä, mutta lyhyellä aikavälillä sijoituksen arvo voi myös laskea (Knüpfer & Puttonen 2018, 138). Osakesijoittamisen riski koostuu siitä, että sijoitus voi tulevaisuudessa myös menettää arvoaan eli osakekurssi laskee hankintahetken jälkeen tai tuotto jääkin odotettua pienemmäksi (Nasdaq OMX 2017, 101). Osakkeen arvon tulevaisuuteen liittyvä riski jaetaan yleensä yritykseen liittyvään riskiin eli yritysrisikkiin ja talouden yleiseen tilanteeseen eli markkinariskiiin (Kallunki & Niemelä 2012, 17). Sijoituksen kokonaisriski koostuu siis yritys- ja markkinariskistä (Nasdaq OMX 2017, 105).

Yritysrisikistä voidaan käyttää myös nimitystä epäsystemaattinen riski. Epäsystemaattinen riski koostuu yritysکوhtaisista muuttujista, joilla ei ole suoranaista vaikutusta muiden yritysten osakkeiden tuottoihin. Tämän kaltaisia tekijöitä voivat olla esimerkiksi johtajan irtisanoutuminen, merkittävän yhteistyökumppanin konkurssi tai yrityksen huonontuneet tulevaisuuden näkymät. (Knüpfer & Puttonen 2018, 148; Nasdaq OMX 2017, 101.)

Jokainen yritys on riippuvainen talouden yleisestä kehityksestä, ja sitä myötä niiden osakkeet ovat alttiita markkinariskille. Markkinariskistä käytetään myös nimitystä systemaattinen riski. Tekijöitä, jotka vaikuttavat koko markkinoille ovat esimerkiksi inflaatio-odotukset, korkotilanteen muutokset, verolainsäädäntö ja poliittinen ilmasto. (Knüpfer & Puttonen 2018, 149; Nasdaq OMX 2017, 101.)

Useat sijoittajat eivät sijoita pelkästään yhteen sijoituskohteeseen. Yrityksen osakkeeseen kohdistuvaa epäsystemaattista riskiä voidaankin pienentää hajauttamalla varat useamman yrityksen osakkeeseen. (Erkkilä 2020; Knüpfer & Puttonen 2018, 141.) Hajautuksen perusteena on se, että sijoittamalla varat useamman yrityksen osakkeeseen, osakkeet laskevat ja nousevat keskimäärin eri tavalla ja näin sijoittajan riippuvuus yhdestä osakkeesta vähenee (Nasdaq OMX 2017, 105, 107). Systemaattista riskiä ei pystytä markkinoilta poistamaan ja oikeastaan ainoa tapa vaikuttaa

siihen on ostojen ja myyntien ajallinen hajauttaminen (Erkkilä 2020). Kuvassa 5 havainnollistetaan, miten osakesijoitusten hajauttaminen eri yritysten osakkeisiin vaikuttaa sijoituksen kokonaisriskiin.



Kuva 5. Epäsystemaattinen ja epäsystemaattinen riski (mukaillen Nasdaq OMX 2017, 107; Knüpfer & Puttonen 2018, 148)

Suorilla osakesijoituksilla ei ole kuitenkaan käytännössä mahdollista tehdä täydellistä hajauttamista, mutta jo vähäiselläkin hajauttamisella on mahdollista vähentää merkittävästi epäsystemaattista riskiä eli yritysrisiä (Nasdaq OMX 2017, 107-108).

3.5 Osakkeen arvonmääritys

Riippuen tilanteesta ja yhteydestä, arvonmäärityksestä voidaan käyttää termejä osakkeen arvonmääritys tai yrityksen arvonmääritys. Nämä tarkoittavat samaa asiaa, mutta hieman eri näkökulmasta. Esimerkiksi osakesijoittajan tavoitteena on määrittää osakkeen arvo yrityksen taloudellisten fundamenttitekijöiden perusteella, jotta hän voi tarvittaessa tehdä päätöksen joko ostaa tai myydä osaketta. Vaikka arvonmäärityksessä yrityksen ja sen osakkeen arvo määräytyy tulevaisuuden kehityksen perusteella, niin lähtökohtana käytetään usein kuitenkin yrityksen toteutunutta tulosta tai kehitystä. (Kallunki & Niemelä 2012, 13-14). Arvonmääritystä voidaan käyttää myös yrityksen listautuessa pörssiin, sillä silloin yritykselle ei ole vielä olemassa olevaa markkinahintaa. Arvonmäärityksellä on oma paikkansa myös listattujen yritysten analysoinnissa, vaikkakin silloin yritykselle on jo muodostunut markkinahinta. (Knüpfer & Puttonen 2018, 242.)

Osakkeen arvonmääritys tehdään aina tietylle hetkelle, sillä arvonmäärityksessä käytetyt tulos- ja muut ennusteet muuttuvat usein nopeastikin. Arvonmäärityksestä saatua arvoa verrataan osakkeen sen hetken markkinahintaan, joka myös muuttuu markkinoilla jatkuvasti ja tämä sijoittajan

pitää tiedostaa tehdessään sijoituspäätöksiä. Sijoittaja voi suorittaa itse osakkeen arvonmäärityksen tai tarvittaessa käyttää analyytikoiden tekemiä arvonmäärityksiä. (Kallunki & Niemelä 2012, 32.)

Arvonmääritysprosessi voidaan jakaa kolmeen eri vaiheeseen ja niiden avulla pyritään määrittämään yrityksen tai sen osakkeen arvo markkinoilta saatavilla olevasta informaatiosta. Nämä kolme vaihetta ovat datan kerääminen, valitun menetelmän soveltaminen sekä johtopäätösten tekeminen saaduista tuloksista. Prosessin aluksi valittava menetelmä, jolla osakkeen arvoa voidaan lähteä määrittämään. (Seppänen 2017, 22-26) Arvonmäärityksen tekotapoja on monia. Yritystä ja sen osaketta voidaan tarkastella sen tämän hetken perusteella, mutta voidaan myös selvittää arvo odotetun tulevaisuuden menestyksen perusteella. Seuraavassa taulukossa (taulukko 2) on esitetty esimerkki yhtiöiden tilinpäätöksen tuloslaskelmasta, sen riveistä ja siitä miten rivit muodostuvat. Tuloslaskelman rivejä, kuten liikevaihtoa, liikevoittoa ja nettotulosta on käytetty laskettaessa tässä tutkimuksessa käytettyjä tunnuslukuja.

Taulukko 2. Tuloslaskelman rivit (mukaiillen Kallunki & Niemelä 2012, 64)

Liikevaihto	200 000e
- Muuttuvat- ja kiinteät kulut	- 75 000e
= Käyttökate (EBITDA)	= 125 000e
- Poistot	- 20 000e
= Liikevoitto (EBIT)	= 105 000e
- Rahoituserät, netto	- 15 000e
= Tulos ennen veroja	= 90 000e
- Verot (veroprosentti 34%)	- 30 600e
= Nettotulos (Earnings, E)	= 50 300e

Liikevaihdolla tarkoitetaan yrityksen yhteenlaskettua myyntiä tilikauden aikana. Muuttuvat- ja kiinteät kulut koostuvat materiaaleista ja palveluista, jotka ovat suoraan liikevaihtoon liittyviä kustannuksia sekä henkilöstökuluista. (Optimalous 2022.) Käyttökate (EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) kuvaa yrityksen liiketoiminnan tulosta ennen poistoja, rahoituseriä sekä veroja. Se kertoo kuinka paljon jää katetta, kun myynnistä vähennetään liiketoiminnan toimintakulut. (Almatalent 2022.) Poistot ovat taseen aineettomista ja aineellisista (esim. koneistot, laitteet) hyödykkeistä tehtäviä suunnitelman mukaisia poistoja. Liikevoitto (EBIT, earnings before interest and taxes) kertoo yrityksen tekemän tuloksen ennen rahoituskustannuksia (esim. korkomenot tai tulot) ja veroja. Nettotulos on laskelman viimeinen rivi ja se näyttää kuinka paljon yritykselle jää viivan alle kaikkien kulujen jälkeen (Optimalous 2022.)

Arvonmäärittäminen jaotellaan usein kahteen kategoriaan, arvostuskertoimiin (tunnusluvut) ja arvonmäärittäsmalleihin. (Kallunki & Niemelä 2012, 185.) Seuraavissa kappaleissa esitetään nämä kategoriat. Tässä opinnäytetyössä keskitytään kuvailemaan yritysten taloudellista tilanne eri tunnuslukujen avulla listautumishetkellä.

3.5.1 Arvonmäärittäsmallit

Arvonmäärittäsmalleissa huomioidaan aina rahan aika-arvo. Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeen arvo on eri aikoina saatavien rahamäärien nykyarvo. Arvonmäärittäsmallit ovatkin yleisimmin niin kutsuttuja nykyarvomalleja, joissa tulevaisuuden oletetut rahavirrat diskontataan tarkasteluhetken ajankohtaan. Tulevaisuuden rahavirtoja voivat olla esimerkiksi osingot, kassavirta ja nettotulos. (Kallunki & Niemelä 2012, 219.) Diskonttaamisella tarkoitetaan kassavirtojen tekemistä keskenään vertailukelpoisiksi ja tämä toteutetaan diskonttokoron avulla. Diskonttokorko tarkoittaa samaa kuin sijoituksen tuottovaatimus. (Knüpfer & Puttonen 2018, 76-77; Kallunki & Niemelä 2012, 219.) Yrityksen markkina-arvo perustuu rahoitusteorian mukaan tulevaisuuden odotuksiin osakkeenomistajien saamista kassavirroista (Seppänen 2017, 22). Tämä tarkoittaa sitä, että arvonmäärittäsmalleja soveltaessa joudutaan tekemään ennusteita ja oletamia yrityksen tulevaisuudesta, jotka eivät välttämättä kuitenkaan toteudu. Oletusten ja ennusteiden tekemisen taustalla käytetään yleensä yritysten tilinpäätöstietoja ja vuosikertomuksia, joista selviää toteutunut kassavirta ja sen kehitys sekä kaikkea markkinoilla olevaa olennaista tietoa yrityksen tulevaisuudesta. (Kallunki & Niemelä 253-263.) Seuraavaksi esitellään lyhyesti osinko-, lisäarvo- ja vapaan kassavirran mallit, jotka ovat yleisimpiä arvonmäärittäsmalleja.

Osinkoperusteisessa mallissa yrityksen maksamat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle kuin se on luotettavasti mahdollisesta ja siitä eteenpäin käytetään osinkojen arvioitua kasvuvauhtia. Tulevat arvioidut osingot diskontataan käyttämällä korkokantana sijoituksen tuottovaatimusta. Osinkoperusteinen malli on muiden kehittyneempien arvonmäärittäsmallien lähtökohtana, esimerkiksi vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. (Kallunki & Niemelä 2012, 221-222).

Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen ja se on kehitetty osinkoperusteisesta mallista niin, että osinkojen sijaan mallissa käytetään yrityksen voittoja. Osakkeen arvo muodostuu lisäarvomallissa oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta sekä tulevista lisävoitoista, jotka diskontataan oman pääoman tuottovaatimuksella. (Kallunki & Niemelä 2012, 236-237.)

Kassavirtaperusteisessa mallissa seurataan pelkästään yrityksen käyttämän rahan liikkeitä eli tilikauden aikana tapahtuneita maksuja ja tuloja. Kassavirtalaskelmien käyttöä osakkeen arvonmäärittämisessä on usein perusteltu sillä, etteivät tilinpäätöksissä esiintyvät harkinnanvaraisuudet juuri-kaan vaikuta yrityksen kassavirtoihin. Kassavirtaperusteisen mallin käyttämiseen

arvonmäärityksessä liittyä tiettyjä etuja verrattuna muihin malleihin tai tunnuslukuihin. Sen avulla voidaan tutkia yrityksen tuloksen kasvutekijöitä ja myös tulevaisuuden kasvukehityksen edellytyksiä. Kassavirtamalleja on erilaisia ja ne poikkeavat toisistaan jonkin verran. Esimerkiksi vapaan kassavirran mallilla (free cash flow, FCF), jonka kaava on esitetty alempana, voidaan määrittää oman pääoman arvo. Se saadaan diskonttaamalla osakkeenomistajille kuuluva kassavirta liiketoiminnan kulujen, verojen ja korkokustannusten jälkeen (FCF) oman pääoman kustannuksella (r_e) alla olevan kaavan tavalla. (Kallunki & Niemelä 2012, 224-226.)

$$P_0 = \frac{FCF_1}{1+r_e} + \frac{FCF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_e)^3} + \dots$$

3.5.2 Arvonmäärityksen tunnuslukuja

Hyvin yleisesti arvonmäärityksessä käytetään myös yksittäisiä tunnuslukuja, joita voidaan kutsua myös hinta- ja arvostuskertoimiksi. Yksittäiset tunnusluvut voidaan laskea suhteuttamalla yrityksen arvo joihinkin yrityksen taloudellista tilaa kuvaaviin tilinpäätöksen fundamenttimuuttujiin (ks. taulukko 2). Yleisimpiä fundamenttimuuttujia ovat esimerkiksi liikevoitto (EBIT, Earnings before interest and taxes eli voitto ennen korkoja ja veroja), nettotulos (E, Earnings) ja liikevaihto (S, Sales). (Kallunki & Niemelä 2012, 189-191.) Tunnuslukujen avulla voidaan analysoida yrityksiä sekä niiden avulla voidaan mitata esimerkiksi yrityksen vakavaraisuutta ja kannattavuutta. Yritysten vertailu yksittäisen tunnusluvun avulla voi muodostua ongelmalliseksi, sillä eri toimialojen liiketoiminnassa on joskus isoja eroja (Knüpfer & Puttonen 2018, 235.) Seuraavaksi käydään läpi muutamia yleisiä tunnuslukuja, joita on myös tässä opinnäytetyössä käytetty yleiskatsauksen tekemiseen.

Liikevoittoprosentilla voidaan mitata yrityksen liiketoiminnan kannattavuutta suhteuttamalla yrityksen liikevaihto ja liikevoitto toisiinsa (Hämäläinen, Oksaharju & Walker 2021, 93). Luvun viitearvot yleisellä tasolla ovat: yli 10 prosenttia on hyvä, 5-10 prosenttia on tyydyttävä ja alle 5 prosenttia on heikko (Netvisor 2022). Liikevoittoprosentti saadaan jakamalla liikevoitto liikevaihdolla (Hämäläinen, Oksaharju & Walker 2021, 93).

$$\text{Liikevoitto \%} = \frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Liikevaihto}}$$

Liikevaihdon kasvuprosentilla voidaan mitata yrityksen liiketoiminnan laajentumisesta sekä arvioida yritysten myyntimenestystä ja sitä käytetäänkin usein lähtökohtana, kun aloitetaan arvioimaan tulevaa taloudellista kehitystä (Kallunki & Niemelä 2012, 56-57; Almatalent 2022). Yrityksen liikevaihdon eli myynnin kasvu koostuu useimmiten palvelu- tai tuotetarjonnan lisääntymisestä sekä myyntihintojen noususta. Yritykset voivat myös kasvattaa liikevaihtoa ostamalla uutta liiketoimintaa (esim. yritysosto) tai vastaavasti supistua myymällä jonkun osan liiketoiminnastaan. Tälle tunnusluvulle ei

ole annettu ohjeellisia viitearvoja ja se voi vaihdella voimakkaastikin eri toimialojen välillä. Minimim kasvulle asettaa vuotuinen inflaatio eli rahan arvon heikkeneminen. Yritys ei ole pystynyt tuottamaan reaalista kasvua eikä näin ollen ole pystynyt tuottamaan lisäarvoa osakkeenomistajilleen, jos kasvu on jäänyt alle vuotuisen inflaation. (Almatalent 2022.) Kasvu lasketaan prosentuaalisena muutoksena edellisestä vuodesta eli vähentämällä esimerkiksi uusimman tilikauden liikevaihdosta edeltävän tilikauden liikevaihto, joka sitten jaetaan edeltävän tilikauden liikevaihdolla. (Kallunki & Niemelä 2012, 56-57.) First North -markkinapaikalle hakeutuu yleensä kasvuvaiheessa olevia ja kasvua hakevia yrityksiä, joten tämä vaikutti tämän tunnusluvun ottamista tutkimukseen mukaan.

$$\text{Liikevaihdon kasvu \%} = \frac{\text{Liikevaihto (2021)} - \text{Liikevaihto (2020)}}{\text{Liikevaihto (2020)}}$$

Yrityksen vakavaraisuutta voidaan tarkastella esimerkiksi omavaraisuusasteella ja nettovelkaantumisasteella. Vakavaraisuudella voidaan tarkastella yrityksen taloudellista asemaa ja sitä minkälainen on yrityksen oman ja vieraan pääoman suhde. Nettovelkaantumisaste eli net-gearing saadaan jakamalla yrityksen nettovelat omalla pääomalla. (Hämäläinen ym. 2021, 99). Nettovelat saadaan vähentämällä yrityksen korollisista veloista (tyypillisesti pankkilainat) likvidit rahavarat eli rahat, pankkisaamiset ja arvopaperit (Knüpfer & Puttonen 2018, 240). Nettovelattoman yrityksen nettovelkaantumisaste on negatiivinen tai nolla. Jos puolestaan nettovelkaa on enemmän kuin likvidiä rahoitusomaisuutta, tunnusluku on positiivinen (Kallunki & Niemelä 2012, 55-56). Omavaraisuusaste puolestaan kuvaa yrityksen oman pääoman osuutta taseen koko pääomasta. Omavaraisuusaste ei kuitenkaan kerron velan absoluuttista määrää, eikä se ota myöskään huomioon yrityksen likvidejä rahavaroja, jotka nettovelkaantuneisuusaste ottaa huomioon. (Kallunki & Niemelä 2012, 54-55). Jos yrityksen taseessa on yhtä paljon vierasta ja omaa pääomaa, omavaraisuusasteeksi tulee 50 prosenttia (Hämäläinen ym. 2021, 100). Alla olevassa taulukossa (taulukko 3) on esitetty näiden tunnuslukujen viitteellisiä ohjearvoja.

$$\text{Nettovelkaantumisaste \%} = \frac{\text{Nettovelka}}{\text{Oma pääoma}}$$

$$\text{Omavaraisuusaste \%} = \frac{\text{Oma pääoma}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

Taulukko 3. Nettovelkaantumis- ja omavaraisuusaste prosenttien viitteelliset ohjearvot (mukailien Almatalent 2022)

Viitteelliset ohjearvot	Nettovelkaantumisaste %	Omavaraisuusaste %
Erinomainen	alle 10 %	yli 50 %
Hyvä	10-60 %	35-50 %
Tyydyttävä	60-120 %	25-35 %
Välttävä	120-200 %	15-25 %
Heikko	yli 200 %	alle 15 %

Osakkeen hinnan ja osakekohtaisen liikevaihdon suhdetta voidaan mitata P/S-luvulla (price per sales ratio). P/S-luvun etuja on sen helppokäyttöisyys, sillä yrityksen liikevaihtoon ei yleensä liity suurempia epäselvyyksiä ja se kertoo kuinka monen vuoden liikevaihtoa yrityksen sen hetkinen markkina-arvo vastaa. (Hämäläinen ym. 2021, 111-112.) P/S-luvut voivat olla eri toimialojen yrityksiä vertailtaessa hyvinkin erilaisia ja ne voivat erota toisistaan. Tämä johtuu eri toimialojen erilaisesta kulurakenteesta ja niiden tulosmarginaalista, joten pääsääntöisesti P/S-lukua kannattaa verrata vain saman toimialan yrityksiin. (Kallunki & Niemelä 2012, 209-210; Hämäläinen ym. 2021, 112.) P/S-luvulle ei ole olemassa viitteellisiä ohjearvoja, mutta mitä suurempi tunnusluvun arvo, sitä arvokkaampana sijoittajat pitävät yhtiötä suhteessa yrityksen sen hetkiseen liikevaihtoon. Korkean P/S-tunnusluvun omaavan pörssi-yhtiön odotetaan tuottavan tulevaisuudessa liikevoittoa kasvavissa määrin, jonka myötä osakkeesta voidaan maksaa enemmän nykyiseen liikevaihtoon nähden. Riski piilee kuitenkin siinä, että jos yrityksen kasvuvauhti on odotettua hitaampaa, se johtaa useimmiten osakkeen hinnan alenemiseen. (Nordnet 2022.) P/S-luku valikoitui sillä perusteella, että se voidaan määrittää myös tappiollisille yrityksille, toisinkuin esimerkiksi P/E-luku (price per earnings). P/S-luku voidaan laskea joko jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella liikevaihdolla tai yrityksen markkina-arvo jaettuna liikevaihdolla. (Hämäläinen ym. 2021, 111.) Markkina-arvo saadaan kertomalla osakemäärä osakkeen hinnalla.

$$P/S\text{-Luku} = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen liikevaihto}}$$

$$P/S\text{-Luku} = \frac{\text{Markkina-arvo}}{\text{Liikevaihto}}$$

Yrityksen liiketoiminnan arvoa voidaan mitata EV/EBIT kertoimella. EV (enterprise value) eli yritysarvo, käytetään myös termiä velaton arvo, saadaan laskemalla yhteen yrityksen markkina-arvo ja yrityksen nettovelat. Tunnusluku kertoo, kuinka monta vuotta yrityksellä menisi tehdä velattoman

arvonsa verran liike tulosta (EBIT), jos liike tulos pysyisi ennallaan. Yleensä yritys arvo on markkina arvoa isompi, mutta yrityksen likvidien varojen ollessa suuremmat kuin korolliset velat, on markkina arvo yritys arvoa suurempi. Hitaan kasvun yrityksillä EV/EBIT-luku on keskimääräistä matalampi ja puolestaan kasvuhakuisilla yrityksillä se on keskimääräistä korkeampi. Jos yrityksen tekemä liike tulos on heikko, vähentää se myös EV/EBIT-tunnusluvun arvoa ja liike tuloksen ollessa negatiivinen, ei tunnuslukua yleensä esitetä ollenkaan. Tunnusluku saadaan jakamalla yritys arvo liike voitolla alla olevien kaavojen tapaan. (AlmaTalent 2022). Taulukossa 4 on esitetty Helsingin pörssin yhtiöiden EV/EBIT-luvun mediaani kehitystä vuosina 2012-2016.

$$\text{EV/EBIT-luku} = \frac{\text{Yritys arvo}}{\text{Liike voitto}}$$

$$\text{EV/EBIT-luku} = \frac{\text{Markkina arvo} + \text{netto velat}}{\text{Liike voitto}}$$

Taulukko 4. Helsingin pörssin yhtiöiden EV/EBIT-luvun mediaani kehitys vuosien päätöskursseilla vuosina 2012-2016 (AlmaTalent 2022)

Vuosi	2012	2013	2014	2015	2016	keskimäärin
EV/EBIT	10,2	12,6	11,3	12,7	13,4	12,04

4 Helsingin pörssi

Helsingin pörssi on aloittanut toimintansa vuonna 1862. Taloudellisesti vaikeat ajat toivat omat haasteensa pörssin toimintaan ja lupaavan alun jälkeen kaupankäynti tyrehtyi. Vuosisadan loppua kohden organisoidun pörssitoiminnan tarve alkoi jälleen kasvamaan ja kauppaa alettiin käymään pörssihuutokaupoissa vuoden 1879 jälkeen. Pörssihuutokauppajärjestelmään ei oltu kovinkaan tyytyväisiä ja sen myötä kunnollisen pörssin perustaminen nousi ajankohtaiseksi. Toimenpiteiden seurauksena vuonna 1912 perustettiin Helsingin arvopaperipörssi (HAP). 1900-luvun aikana HAP oli ensiksi vapaamuotoinen taloudellinen yhteisö, kunnes vuonna 1984 se muuttui voittoa tavoittelemattomaksi osuuskunnaksi ja vuonna 1995 edelleen osakeyhtiöksi. (Nasdaq OMX 2017, 9.)

Toiminta sai vuoden 1997 lopulla kokonaan uuden ilmeen, kun HAP ja Suomen Optimeklarit Oy fuusioituivat. Fuusion seurauksena syntyi Helsingin arvopaperi- ja johdannaispörssi (HEX Oy). 2000-luvun alussa Tukholman pörssin omistava OM ja HEX yhdistyivät ja uudeksi nimeksi tuli OMX. Vuoden 2008 alkupuolella amerikkalaisen teknologiapörssin ostettua OMX:n uudeksi nimeksi muodostui Nasdaq OMX, sittemmin pelkkä Nasdaq. (Nasdaq OMX 2017, 9-10.) Helsingin pörssi eli Nasdaq Helsinki on osa Nasdaqin ylläpitämää Pohjois-Euroopan suurinta arvopaperimarkkinapaikkaa, johon kuuluvat lisäksi Tukholman, Kööpenhaminan, Islannin ja Baltian maiden pörssit (Saario 2021, 46).

Nykyään Helsingin pörssi ylläpitää Suomessa arvopaperipörssiä eli pörssin päällistä sekä monenkeskistä markkinapaikkaa, joka tunnetaan myös nimellä First North Finland (Finanssivalvonta 2020).

4.1 First North Finland

Rahoitusvälineiden markkinat direktiivi eli MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) astui voimaan 1.11.2007 ja sen myötä säänneltyjen markkinoiden eli pörssien rinnalle syntyi monenkeskisiä kauppapaikkoja. MiFIDin mukaan pörssit voivat järjestää kaupankäyntiä hieman kevyemmällä sääntövaatimuksilla monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän (Multilateral Trading Facility, MTF) puitteissa verrattuna säänneltyyn markkinaan. Suomessa monenkeskinen markkinapaikka tunnetaan paremmin nimellä First North Finland ja se on ollut osa Helsingin pörssiä 4.4.2011 alkaen. (Nasdaq OMX 2017, 21, 56; Pörssisäätiö 2014, 12).

First North -markkinapaikka on räätälöity yrityksille, jotka ovat kiinnostuneita rahoitusmarkkinoiden tarjoamista mahdollisuuksista. Se on vaihtoehto pienemmille, vastaperustetuille tai kasvuvaiheessa oleville yrityksille, joilla ei vielä ehkä ole edellytyksiä tai halua listautua päämarkkinalle eli pörssin päälliställe. First North tarjoaa yhtiöille listautumisen tarjoamat edut kuten näkyvyyden markkinoilla

ja jatkuvan sekä läpinäkyvän arvostuksen (Nasdaq OMX 2017, 21; Pörssisäätiö 2014, 12). Yksityssijoittajille First North -markkinapaikka tarjoaa joissakin tapauksissa mahdollisuuden sijoittaa yhtiöön jo sen varhaisessa kehitysvaiheessa, jolloin on mahdollisuus olla mukana yhtiön kasvussa ja menestyksessä jo yhtiön alkuaajoista lähtien. Näiden sijoitusten tuottomahdollisuudet ja riskit voivatkin olla päämarkkinoita suuremmat. Riskiä lisää muun muassa se, että First North -markkinapaikalle listattuihin yrityksiin kohdistuu löysemmät vaatimukset verrattuna päämarkkinaan. (Nasdaq OMX 2017, 21.)

4.2 Listautuminen First North Finlandiin

Listautuminen tuo yritykselle monia merkittäviä etuja. Uuden kerätyn pääoman lisäksi listautuminen tuo näkyvyyttä, mainetta sekä yritys saa läpinäkyvän ja reaaliaikaisen markkina-arvon. (Pörssisäätiö 2014, 6-7.) Bancel ja Mittoo (2009) tutkivat yrityksen motiiveja listautumiseen haastattelemalla listautuneiden yritysten talousjohtajia kahdestatoista eri Euroopan maasta. Haastatteluiden tulokset osoittivat, että yhtiön näkyvyyden lisääntyminen ja kasvun rahoittaminen olivat tärkeimmät hyödyt listautumiselle riippumatta yhtiön liiketoiminnasta, koosta ja sijainnista.

Yhtiön listautuessa pörssiin tai monenkeskiselle markkinapaikalle, järjestetään listautumisanti eli IPO (Initial Public Offering). Listautumisanti voi olla joko suunnattu anti tai merkintäoikeusanti, mutta se voi olla myös niiden yhdistelmä. (Nasdaq OMX 2017, 27.) Listautumisannin pääjärjestäjä vastaa useimmiten osakkeen hinnoittelusta eli siitä millä hinnalla osakkeita tarjotaan sijoittajille merkittäväksi. Osakkeen hinnoittelusta vastaavan tahon tehtävänä on hinnoitella anti niin, että listautumisanti toteutuu varmasti. (Barnes 2006, 177-180.) Jos osakkeiden kysyntä ylittää tarjolla olevien osakkeiden määrän, syntyy ylimerkintätilanne ja kaikki listautumisantiin osallistuneet eivät saa haluamaansa määrää yhtiön osakkeita. Kun osakekurssi nousee jälkimarkkinoilla listautumisannin jälkeen, voidaan puhua alihinnoittelusta. Silloin voidaan päätellä, että sijoittajat olisivat olleet valmiita maksamaan osakkeesta suuremman hinnan listautumisannin yhteydessä. Listautumisannin alihinnoittelu on järjestäjän kannalta hyvä asia, koska sillä tavalla he varmistavat osakkeille riittävän kysynnän sijoittajien keskuudessa ja järjestäjästä jää hyvä kuva sijoittajille. (Ibbotson 1975, 264). Vuosien 1994-2006 välisenä aikana listautumisantien välitön tuotto eli alihinnoittelu Helsingin pörssissä oli keskimäärin 15,6 prosenttia (Hahl, Vähämaa & Äijö 2013, 17).

Jos yhtiö harkitsee listautumista First North -markkinapaikalle, kannattaa sen olla yhteydessä pörssiin mahdollisimman aikaisin. Tämän jälkeen pörssi neuvoo ja avustaa yhtiötä hakemusprosessin eri vaiheissa. Listautuvan yrityksen on hyvä valita hyväksytty neuvonantaja mahdollisimman nopeasti sen jälkeen, kun on tehty päätös hakea listautumista. Hyväksytystä neuvonantajasta on kerrottu tarkemmin kohdassa hyväksytty neuvonantaja. Listautumisvaatimukset ovat hieman kevyemmät kuin Helsingin pörssilistalle haettaessa, joka helpottaa pienempien yhtiöiden hakeutumista

julkisen kaupankäynnin kohteeksi. First North yhtiön ei tarvitse esimerkiksi laatia tilinpäätöksiään kansainvälisten standardien mukaan (IFRS, International Financial Reporting Standards) vaan ne voivat julkaista tilinpäätöksen paikallisten tilinpäätösstandardien mukaan (FAS, Finish Accounting Standards). Yhtiöillä on myös apunaan hyväksytty neuvonantaja, toisin kuin päämarkkinalle listautuvilla yhtiöillä, joka auttaa yhtiötä toimimaan First North -markkinapaikalla ja neuvoo tarvittaessa esimerkiksi tiedottamiseen ja raportointiin liittyvissä asioissa. (Pörssisäätiö 2014, 12, 15.)

Listautumisprosessi First North -markkinapaikalle kestää pääsääntöisesti alle kolme kuukautta. Listautumisprosessi alkaa siitä, kun yhtiö tekee päätöksen listautua ja päättyy siihen, kun osakkeilla käydään ensimmäisen kerran kauppaa julkisesti. Aikataulu voi olla nopeampikin ja siihen voi vaikuttaa se, laatiiko yhtiö listalleottoesitteen vaiko kevyemmän yhtiöesitteen, joka on mahdollinen First North -markkinalla. Yhtiöesitteen sisällöstä säädetään erikseen First North -markkinapaikan säännöissä ja se on laajuudeltaan pienempi kuin päälistalle listautuessa vaadittava listalleottoesite. Yhtiöesitteen tekemisen pohjana käytetään Due Diligence -kysymyspatteristoa. Kysymyspatteriston tehtävänä on auttaa listautuvaa yhtiötä keräämään kaikki vaadittavat tiedot kaupankäynnin kohteeksi haettavista osakkeista. (Pörssisäätiö 2014, 15, 73-75.) Due Diligence sisältää muun muassa: 1. Esitteen oikeudellisten ja verotuksellisten riskien kuvauksista, 2. Olennaiset yhtiön sopimukset, 3. Yhtiön verotilanteen, 4. Asiakirjat ja yhtiöasiat, joilla on merkitystä listautumisen hyväksymisen kannalta, 5. Riita-asiat, 6. Liiketoimet, jotka liittyvät toimintaan läheisesti ja 7. Yhtiön hallituksen jäsenten ja johtajien rehellisyyden arviointi. (Listingcenter 2017, 15).

Yhtiön täytyy lisäksi liittää osakkeensa osaksi arvo-osuusjärjestelmää sekä sopia myös kaupankäyntitunnuksesta First North -markkinapaikkaa hallinnoivan pörssin kanssa. Yhtiöillä pitää myös olla internet-sivut, joilta täytyy löytyä sääntöjen edellyttämät dokumentit ja yhtiötiedotteet. Saadaksesen yhtiön osakkeet kaupankäynnin kohteeksi First North -markkinapaikalle, yhtiön ja hyväksytyn neuvonantajan on allekirjoitettava ja jätettävä hakemus pörssille vähintään kahdeksan arkipäivää ennen ensimmäistä osakkeiden suunniteltua kaupankäyntipäivää. Pörssi antaa hakemuksen toimittamisen jälkeen päätöksen kaupankäynnin aloittamisesta kaksi päivää ennen ensimmäistä kaupantekopäivää, jonka jälkeen listautuva yhtiö voi tiedottaa kaupankäynnin aloittamisesta. (Pörssisäätiö 2014, 15.) Alla olevassa taulukossa (taulukko 5) esitetään listautumisen vaatimuksen eroja Helsingin pörssin päämarkkinapaikan ja First North -markkinapaikan välillä.

Taulukko 5. Vaatimusten erot First North ja päämarkkinan välillä (mukaiillen Listingcenter Nasdaq 2017, 4; Nasdaq OMX 2017, 22; Pörssisäätiö 2014, 13)

Vaatimukset	First North	Päämarkkina
Yleiset yhtiötä koskevat edellytykset (juridinen pätevyys, arvosuusjärjestelmä ym.)	Kyllä	Kyllä
Esite	Yhtiöesite/listalleottoesite	Listalleottoesite
Tilinpäätös standardit	Paikalliset tilinpäätös standardit (Suomessa FAS)	IFRS
Tilinpäätökset 3 vuodelta	Ei	Kyllä
Markkina-arvo	Ei	Vähintään 1. euroa
Osakemäärä yleisön hallussa (free float) + riittävä kysyntä ja tarjonta	10 % + riittävä määrä osakkeenomistajia (300) tai markkinatakaus (100)	25 % + riittävä määrä osakkeenomistajia
Hyväksytty neuvonantaja	Kyllä	Ei (sääntöjen tuntemus)
Listautumisprosessin kesto	1-3 kk	3-6 kk

4.2.1 Hyväksytty neuvonantaja

Yhtiön on julkaistava hyväksytty yhtiöesite, joka pitää sisältää kaikki olennaiset tiedot liittyen yrityksen liiketoimintaan. Hyväksytyt neuvonantajan tehtäviin kuuluu varmistaa ja auttaa, että yhtiö täyttää First North -markkinapaikan vaatimukset kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä ja myös sen jälkeen. (Pörssisäätiö 2014, 15.) Neuvonantajien rooli on listautumisessa merkittävä ja ilman niiden olemassaoloa listautuminen on mahdoton toteuttaa. Taloudellinen neuvonantaja on tyypillisesti investointipankki, joka toimii usein myös projektijohtajana. Investointipankin tehtäviä listautumisessa on tyypillisesti listautumisprojektin projektijohto, yhtiön hyväksyttynä neuvonantajana (Certified Adviser, CA) toimiminen, listautuvan yhtiön arvonmäärityksen tukeminen, listautumisanin markkinointi ja myynti instituutiosijoittajille sekä yleinen neuvonanto ja yhtiön ohjaaminen listautumisprosessin aikana. Yhtiöllä voi olla myös oikeudellinen neuvonantaja, joka on usein asianajotoimisto. (Inderes 2022.)

4.2.2 Osakkeen likviditeetin varmistaminen

Osakkeen likviditeetin varmistaminen listautumisen yhteydessä on tärkeää. Likvidillä osakkeella kaupankäynti on helpompaa, koska silloin on aina helpompi löytää joku, jonka kanssa käydä kauppaa riippumatta siitä, oletko ostamassa vai myymässä. Likviditeetti vähentää riskiä osakkeen omistamisesta ja likvidi osake myös sopeutuu nopeammin uuteen hintatasoon, kun kiinnostus sitä

kohtaan kasvaa. Osakkeen korkea likviditeetti parantaa yleistä halukkuutta sijoittaa kyseiseen osakkeeseen. (Nasdaq 2022.)

Luonnollista likviditeettiä luovan ison sijoittajajoukon puuttuessa, osakkeen likviditeettiä voidaan parantaa likviditeetin tarjoajan (Liquidity provider) avulla. Pohjoismainen pörssi tarjoaa tätä palvelua parantaakseen kaupankäynnin laatua vähemmän vaihdetuilla osakkeilla ja samalla lisäämällä niiden volyyymia. Palvelussa likviditeetin tarjoaja ottaa vastuun yhtiön osakkeen likviditeetistä täydentämällä sijoittajajoukkoa asettumalla markkinoilta puuttuvan sijoittajan rooliin. Tarjoaja voi tarjota osakkeelle likviditeettiä sekä ostajana että myyjänä, mutta se voi tarjota likviditeettiä myös muiden intressien puuttuessa. Nasdaqin tekemän tutkimuksen mukaan yritykset, jotka ovat käyttäneet likviditeetin tarjoajaa, ovat pystyneet parantamaan osakkeen likviditeettiä ja lisäämään kaupankäynnin todennäköisyyttä minä tahansa päivänä. (Nasdaq 2022.)

Päästäkseen likviditeetin tarjoajaohjelmaan liikkeeseenlaskija (yhtiö) ja kauppajäsen (trading member) allekirjoittavat sopimuksen likviditeetin varmistamisesta, jossa määritellään sovitut ehdot. (Nasdaq 2022). Hyväksytty neuvonantaja voi toimia likviditeetin tarjoajana yhtiölle, jos hyväksytty neuvonantaja on kauppajäsen (Listingcenter 2017, 8).

4.2.3 Tiedonantovelvollisuus ja sääntely

Listatun yhtiön on tiedotettava sen taloudellisesta tilanteesta jatkuvasti ja säännöllisesti. Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on taata sijoittajille yhdenvertainen ja tasapuolinen mahdollisuus tiedonsaantiin, jotta heillä on riittävät tiedot arvion tekemiseen yhtiöstä ja sen osakkeesta. First North Finlandin tiedottamisvaatimukset perustuvat kauppapaikan sääntöihin ja markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (Market Abuse Regulation eli MAR-asetus). (Finanssivalvonta 2020.)

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat vaatimukset ovat pääosin samat First North -yhtiölle ja Helsingin pörssin päälistan yhtiölle, sillä First North -markkinapaikan säännöt perustuvat myös arvopaperimarkkinalakiin. Jatkuva tiedonantovelvollisuus tarkoittaa velvollisuutta julkistaa kaikki olennainen tieto, joka voi vaikuttaa osakkeen arvoon ilman aiheetonta viivytystä. (Pörssisäätiö 2014, 67.)

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus on First North -yhtiölle kevyempää kuin päälistan yhtiölle. First North -yhtiöiden tilinpäätöksissä ja puolivuositarkastuksissa ei tarvitse soveltaa IFRS standardeja, vaan ne voivat laatia tilinpäätökset suomalaista kirjanpitokäytäntöä noudattaen (Finnish Accounting Standards ei FAS). (Finanssivalvonta 2020; Pörssisäätiö 2014, 68.)

Arvopaperimarkkinalaissa kielletään sisäpiiritiedon väärinkäyttö. Tarkemmin sisäpiiritieto määritellään markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa eli MAR-asetuksessa. Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan

julkistamatonta, täsmällistä tietoa, joka liittyy liikkeeseenlaskijaan (yhtiöön) tai rahoitusvälineeseen (osakkeeseen) ja jolla olisi julkistettuna merkittävä vaikutus rahoitusvälineen hintaan. (Finanssivalvonta 2020.)

5 Tutkimuksen toteuttaminen ja tulokset

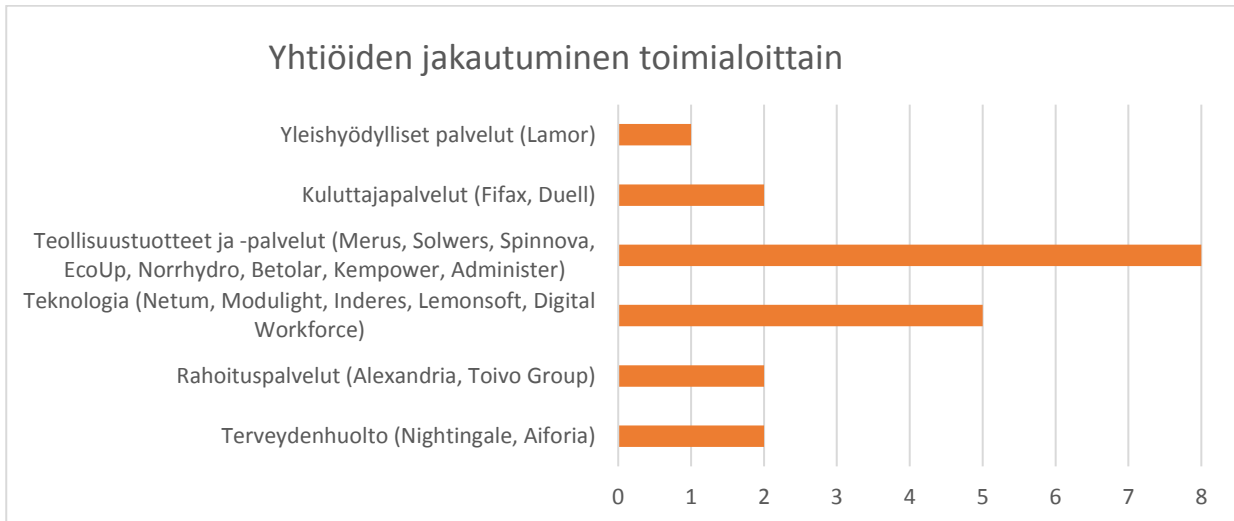
Tässä kappaleessa esitetään tarkemmin, miten tutkimus toteutettiin ja miten aineisto kerättiin. Tutkimus toteutettiin määrällisenä eli kvantitatiivisena tutkimuksena laskemalla listautumisantien tuottoja listautumisesta eteenpäin. Lisäksi kerättiin aineistoa yhtiöiden yhtiöesitteistä ja tilinpäätöksistä, joista laskettiin tutkimuksessa käytettyjä tunnuslukuja. Ensimmäisenä selvitetään listautuneiden yritysten osakkeen kurssikehitys kahden kuukauden ajanjaksolta listautumishetkestä. Seuraavaksi kuvaillaan yritysten taloudellista tilannetta sekä valuaatiota listautumishetkellä tunnuslukujen avulla, yksi tunnusluku kerrallaan. Kolmanneksi selvittäään, onko listautumisanneissa tapahtunut systemaattista yli- tai alihinnoittelua tarkasteluajankohtana ja voidaanko sille löytää selittäviä tekijöitä.

5.1 Tutkimuksen aineisto ja analysointimenetelmät

Kaikkiaan First North -listalle hakeutui vuonna 2021 23 yritystä. Kolme yritystä (Bioretec, Loihde ja Springvest) on jätetty pois tämän opinnäytetyön aineistosta. Bioretecin listautumisen yhteydessä järjestettiin suunnattu osakeanti instituutionaalisille sijoittajille ja rajatulle joukolle muita sijoittajia, joten tähän listautumisasiin eivät voineet kaikki halukkaat osallistua. Loihde ja Springvest tulivat First North -listalle suorittamalla teknisen listautumisen, joiden yhteydessä ei suoritettu osakeantia eikä -myyntiä. Tämän opinnäytetyön tarkastelussa on käytetty jäljelle jääneitä 20 yhtiötä ja ne on listattu alla.

- | | |
|------------------------------|------------------------------------|
| 1. Nightingale Health | 11. Fifax |
| 2. Alexandria Pankkiiriliike | 12. Lemonsoft Group |
| 3. Netum Group | 13. Norrhydro Group |
| 4. Merus Power | 14. Lamor Corporation Oyj |
| 5. Toivo Group | 15. Duell |
| 6. Solwers | 16. Digital Workforce Services Oyj |
| 7. Spinnova | 17. Betolar |
| 8. EcoUp | 18. Aiforia Technologies Oyj |
| 9. Modulight | 19. Kempower Oyj |
| 10. Inderes | 20. Administer |

Alla olevassa kuvassa (kuva 6) on esitetty yhtiöiden kappalemäärä toimialoittain. Yritykset jakautuvat kuuteen eri toimialaan, eniten yrityksiä (8 kpl) listautui teollisuustuotteet ja -palvelut toimialalle. Toiseksi eniten yhtiöitä (5 kpl) listautui teknologia toimialoilta.



Kuva 6. Yritysten kappalemäärä toimialoittain

Historialliset kurssitiedot on kerätty nasdaqomxnordic -verkkosivulla olevista historiatiedoista, jotka ladattiin tietokoneelle excel- tiedostona. Historialliset kurssitiedot kerättiin 18.4.2022. Opinnäytetyön tarkoituksena oli selvittää osakkeiden kurssikehitys lyhyellä aikavälillä (2 kuukautta). Kahden kuukauden ajanjakso määrätty sen perusteella, että kaikille tutkimuksen yrityksille pystyttiin selvittämään kurssikehitys saman pituiselle ajanjaksolle. Kurssikehityksestä on laskettu prosentuaalinen kehitys/tuotto. Prosentuaalinen tuotto lasketaan jakamalla arvonnousu sijoituksen alkuarvolla (Nasdaq OMX 2017, 95).

$$Tuotto \% = \frac{\text{Uusi hinta} - \text{Listautumishinta}}{\text{Listautumishinta}} = \frac{\text{Arvonnousu}}{\text{Listautumishinta}}$$

Osakkeen kurssikehitystä mitataan tässä tutkimuksessa neljällä aikaperiodilla; ensimmäisen päivän-, ensimmäisen viikon-, ensimmäisen kuukauden- ja kahden kuukauden tuotto. Ensimmäisen päivän tuotto lasketaan yllä olevan kaavan avulla niin, että uusi hinta on ensimmäisen päivän päätöskurssi ja listautumishinta on osakkeen listautumisannissa ollut merkintähinta. Ensimmäisen viikon tuotto lasketaan samalla tavalla, mutta uutena hintana on osakkeen päätöskurssi 7. päivää listautumisesta. Yhden ja kahden kuukauden tuotot on laskettu samaan tyyliin, mutta 30. ja 60. päivää listautumisesta. Jos kyseiset päivät eivät ole olleet pörssissä kaupantekopäiviä, päätöskurssina on käytetty edellisen kaupantekopäivän päätöskurssia. Teoriaosiossa aikaisemmin kerrottiin, että osakesijoituksen tuotto voi muodostua sijoittajille osakkeen arvonnousuna ja yrityksen maksamina osinkoina. Koska tarkastelujakso on lyhyt, tuloksissa on huomioitu vain osakkeen kurssikehitys edellä mainittuina ajankohtina.

Aineistoa kerätessä luettiin yritysten listautumisen yhteydessä julkaisemia yhtiöesitteitä ja tilinpäätöksiä. Tutkimuksessa mukana olleiden yritysten määrän ja lyhyen tarkastelujakson takia

listautumishetken taloudellista tilannetta ja valuaatiota on kuvailtu vain eri tunnuslukujen avulla, kassavirtaperusteista arvonmäärittämissä ei ole käytetty. Yhtiöesitteistä ja tilinpäätöstiedoista kerättiin sekä laskettiin valittuja tunnuslukuja (ks. 3.5.2). Yhtiöesitteissä yritykset toivat hieman eri seikkoja esille, joten joitakin tunnuslukuja täytyi myös itse laskea. Tunnuslukuja laskettaessa on käytetty viimeisintä kokonaista tilikautta ennen listautumista ja niiden avulla on kuvailtu yritysten taloudellista tilannetta sekä valuaatiota listautumishetkellä. Tunnuslukujen laskentaan liittyvä aineisto on kerätty ajanjaksolla 1.3.2022- 31.3.2022.

5.2 Tutkimustulokset

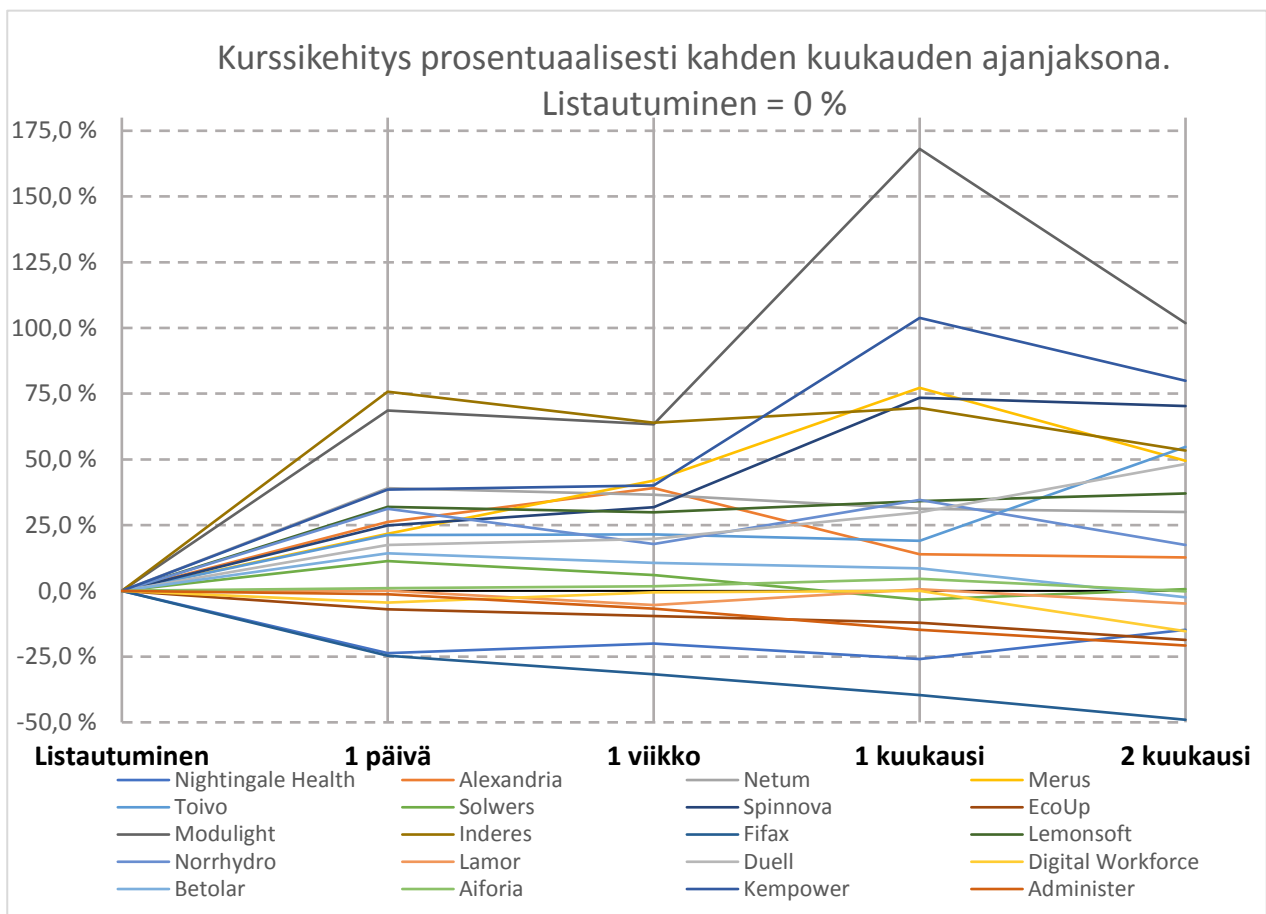
Ensimmäisenä tulososissa tarkastellaan yhtiöiden osakkeiden tuoton kehitystä listautumisannin jälkeen. Alla olevasta taulukosta (taulukko 6) selviää osakkeiden listautumispäivä, listautumisannissa ollut osakkeen merkintähinta ja osakkeiden kurssikehitys sekä tuotto valittuina ajankohtina.

Taulukko 6. Osakkeiden kurssikehitys ja tuotto valittuina ajankohtina

Yhtiö	Listaus- pvm	Merkintä- hinta	1.pvä päätös	1.pvä tuotto	1vko päätös	1vko tuotto	1kk pää- tös	1kk tuotto	2kk pää- tös	2kk tuotto
Nightingale	19.3.2021	6,75e	5,15 €	-23,7 %	5,40 €	-20,0 %	5,00 €	-25,9 %	5,75 €	-14,8 %
Alexandria	11.5.2021	6,47e	8,17 €	26,3 %	9,00 €	39,1 %	7,37 €	13,9 %	7,29 €	12,7 %
Netum Group	2.6.2021	3,20e	4,45 €	39,1 %	4,37 €	36,6 %	4,20 €	31,3 %	4,16 €	30,0 %
Merus Power	8.6.2021	5,62e	6,84 €	21,7 %	7,98 €	42,0 %	9,96 €	77,2 %	8,40 €	49,5 %
Toivo Group	11.6.2021	2,10e	2,55 €	21,3 %	2,55 €	21,4 %	2,50 €	19,0 %	3,25 €	54,8 %
Solwers	18.6.2021	7,50e	8,35 €	11,3 %	7,95 €	6,0 %	7,25 €	-3,3 %	7,55 €	0,7 %
Spinnova	24.6.2021	7,61e	9,50 €	24,8 %	10,03 €	31,8 %	13,20 €	73,5 %	12,96 €	70,3 %
EcoUp	29.9.2021	7,56e	7,03 €	-7,0 %	6,84 €	-9,5 %	6,64 €	-12,2 %	6,15 €	-18,7 %
Modulight	30.9.2021	6,49e	10,94 €	68,6 %	10,60 €	63,3 %	17,40 €	168,1 %	13,10 €	101,8 %
Inderes	11.10.2021	25,00e	43,94 €	75,8 %	41,00 €	64,0 %	42,40 €	69,6 %	38,35 €	53,4 %
Fifax	25.10.2021	2,55e	1,92 €	-24,7 %	1,74 €	-31,8 %	1,54 €	-39,6 %	1,30 €	-49,0 %
Lemonsoft	17.11.2021	11,82e	15,60 €	32,0 %	15,35 €	29,9 %	15,85 €	34,1 %	16,20 €	37,1 %
Norrhydro	1.12.2021	3,15e	4,14 €	31,3 %	3,71 €	17,8 %	4,24 €	34,6 %	3,70 €	17,5 %
Lamor	8.12.2021	4,83e	4,83 €	0,0 %	4,57 €	-5,4 %	4,86 €	0,6 %	4,60 €	-4,8 %
Duell	24.11.2021	5,16e	6,06 €	17,4 %	6,18 €	19,8 %	6,70 €	29,8 %	7,65 €	48,3 %
Digital Work- force	3.12.2021	6,58e	6,29 €	-4,4 %	6,54 €	-0,6 %	6,58 €	0,0 %	5,57 €	-15,3 %
Betolar	9.12.2021	5,74e	6,56 €	14,3 %	6,35 €	10,6 %	6,23 €	8,5 %	5,60 €	-2,4 %
Aiforia	10.12.2021	5,01e	5,06 €	1,0 %	5,10 €	1,8 %	5,24 €	4,6 %	5,00 €	-0,2 %
Kempower	14.12.2021	5,74e	7,95 €	38,5 %	8,04 €	40,1 %	11,70 €	103,8 %	10,33 €	79,9 %
Administer	17.12.2021	4,86e	4,80 €	-1,3 %	4,53 €	-6,8 %	4,14 €	-14,8 %	3,85 €	-20,8 %

Listautumiset First North -markkinapaikalle painoutuivat selkeästi vuoden 2021 loppuvuodelle. Kahdestakymmenestä listautujasta peräti yksitoista yhtiötä listautui vuoden viimeisen (lokakuu-jouluku) kvartaalin aikana, kaksi yhtiötä listautui kolmannen (heinäkuu-syyskuu) kvartaalin aikana, kuusi yhtiötä toisen (huhtikuu-kesäkuu) kvartaalin aikana ja vain yksi yhtiö listautui vuoden ensimmäisen (tammikuu-maaliskuu) kvartaalin aikana.

Alla olevassa kuvassa (kuva 7) on esitetty viivagraafina osakkeiden prosentuaalinen kurssikehitys kahden kuukauden ajanjaksolta listautumisen jälkeen.



Kuva 7. Osakkeiden prosentuaalinen kurssikehitys kahden kuukauden ajanjaksolla

Neljätoista listautuneen yhtiön osakkeen kurssikehitys oli nouseva ensimmäisen kaupantekopäivän jälkeen. Neljän yhtiön osakekurssi puolestaan laski ja yhden yhtiön osakekurssi pysyi ennallaan (Lamor Corporation). Parhaiten ensimmäisenä päivänä tuottaneita olivat selkeästi Inderesin osake 75,8 prosentin nousulla ja Modulight, jonka kurssinousu oli 68,6 prosenttia. Huonoimmin tuottivat Fifax, jonka osakekurssi laski ensimmäisenä päivänä 24,7 prosenttia ja Nightingale Health, jonka osakekurssi putosi 23,7 prosenttia.

Ensimmäisen viikon kohdalla edelleen neljäntoista yrityksen osakekurssi oli positiivisen puolella, kärjessä sama kaksikko (Inderes 64 %, Modulight 63,3 %) kuin ensimmäisen kaupantekopäivän jälkeen. Muita merkittäviä yli 40 prosenttia tuottaneita olivat Merus Power (42 %) ja Kempower (40,1 %). Ensimmäisen viikon jälkeen huonoimmin tuottaneita olivat ensimmäisen päivän tapaan Fifax, jonka kurssi oli laskenut 31,3 prosenttia listautumisesta ja Nightingale Health (-20 %).

Ensimmäisen kuukauden kohdalle parhaiten tuottaneiden osakkeiden kohdalla oli tapahtunut muutoksia. Modulightin osakekurssi oli harpannut 168,1 prosentin nousuun listautumishinnasta. Myös Kempowerin osake oli yli 100 prosentin (103,8 %) nousussa tässä vaiheessa. Muita merkittäviä nousijoita olivat Merus Power (77,2 %) ja Spinnova (73,5 %). Aikaisemmin kärkipaikkaa pitänyt Inderes oli 69,6 prosentin kehityksellä viidenneksi parhaiten tuottanut. Yli 10 prosentin laskijoita oli tässä vaiheessa Fifax (-39,6 %), Nightingale Health (-25,9 %), Administer (-14,8 %) ja EcoUp (-12,2 %).

Kahden kuukauden jälkeen listautumishetkestä kahdentoista yhtiön osakekurssi oli noussut ja kahdeksan yhtiön osakekurssi oli laskenut. Suurimman tuoton ensimmäisten kahden kuukauden aikana tarjosi Modulight (101,8 %), jonka osakekurssi yli kaksinkertaistui kahden kuukauden aikana. Muita yli 50 prosentin nousijoita oli Kempower (79,9 %), Spinnova (70,3 %), Toivo Group (54,8 %) ja Inderes (53,4 %). Huonoiten tuotti Fifax (-49 %), jonka osakekurssi melkein puolittui kahden kuukauden aikana. Muita yli 10 prosenttia laskeneita olivat Administer (-20,8 %), EcoUp (-18,7 %), Digital Workforce (-15,3 %) ja Nightingale (-14,8 %).

Seuraavaksi selvitetään yhtiöiden osakkeiden yhteenlaskettuja tuottoja, katsotaan suurimman ja pienimmän tuoton eroja sekä tarkastellaan tuottojen keskihajonnan kehittymistä. Näitä lukuja on laskettu alla olevaan taulukkoon (taulukko 7).

Taulukko 7. First North 2021 listautuneiden yhteenlasketut tuotot valittuina ajanjaksoina

	1 päivän tuotto	1 viikon tuotto	1 kk tuotto	2 kk tuotto
Keskiarvo	18,1 %	17,5 %	28,6 %	21,5 %
Mediaani	19,4 %	18,8 %	16,5 %	15,1 %
Maksimi	75,8 %	64,0 %	168,1 %	101,8 %
Minimi	-24,7 %	-31,8 %	-39,6 %	-49,0 %
Keskihajonta	0,262	0,262	0,494	0,394
Vaihteluväli	1,005	0,958	2,077	1,508

Yllä olevasta taulukosta selviää, että keskiarvallisesti listautumisten tuotto on ollut parasta ensimmäisen kuukauden kohdalla. Siinä missä listautuneiden osakkeiden tuoton keskiarvo on kahden kuukauden aikana noussut, on osakkeiden yhteenlaskettu mediaanituotto ollut suurimmallaan ensimmäisen kaupantekopäivän jälkeen. Ensimmäisen kaupantekopäivän jälkeen mediaanituotto on laskenut tasaisesti tarkasteltuina ajanjaksoina.

Tuoton keskihajonta pysyy samana tarkasteltaessa ensimmäisen päivän ja ensimmäisen viikon tuottoa. Tämän jälkeen keskihajonta lähtee selvään nousuun ja on korkeimmillaan ensimmäisen kuukauden kohdalla, josta se hieman laskee, kun katsotaan sitä kahden kuukauden kohdalla. Saman asian voi huomata, kun katsotaan suurimman ja pienimmän tuoton vaihteluväliä. Ensimmäisen kaupantekopäivän jälkeen vaihteluväli suurimman ja pienimmän tuoton välillä on 100,5 %, kun kahden kuukauden päästä vastaava luku 150,8 %. Tästä voidaan päätellä, että vaikka tuottojen keskiarvo on ollut nouseva kahden kuukauden ajanjaksolla, niin hyvän ja huonon sijoituskohteen tuotot erkanevat toisistaan enenemissä määrin ajanjakson pidentyessä.

Seuraavassa osiossa tutkitaan listautuneiden yritysten taloudellista tilannetta ja valuaatiota listautumishetkellä. Tunnuslukujen laskentakaavat ja viitteelliset ohjearvot on esitetty aiemmin tutkimuksen teoriaosiossa (ks. 3.5.2) ja tarkemmat tilinpäätöstiedot löytyvät liitteestä 1, joista osa tunnusluvuista on laskettu. Alla olevasta taulukosta (taulukko 8) löytyvät tutkimuksessa käytetyt tunnusluvut.

Taulukko 8. Yhtiöiden tunnuslukuja listautumishetkellä

Luvut tuhatta €	Liike- vaihto 2020	Liike- vaihto 2019	Liikevaih- don kasvu %	Liiketulos %	Nettotu- los	P/S- luku	Oma- varai- suus- aste %	Nettovel- kaantu- misaste %	EV/EBIT
Nightingale	1 781 €	2 063 €	-14 %	-188 %	-3 731 €	229,4	94 %	-87 %	N/A
Alexandria	34 836 €	29 932 €	16 %	19 %	3 883 €	1,9	61 %	-56 %	7,9
Netum	17 541 €	13 377 €	31 %	11 %	1 331 €	2,1	44 %	-8 %	18,1
Merus Power	6 500 €	10 302 €	-37 %	-6 %	- 465 €	4,7	32 %	105 %	N/A
Toivo Group	4 250 €	3 074 €	38 %	169 %	5 127 €	25,8	43 %	88 %	18,6
Solwers	32 649 €	25 802 €	27 %	11 %	2 675 €	1,9	45 %	119 %	21,5
Spinnova	254 €	758 €	-66 %	-2155 %	- 5 644 €	1535,3	54 %	-15 %	N/A
EcoUp	26 146 €	27 395 €	-5 %	8 %	1 446 €	2,6	36 %	101 %	35,3
Modulight	10 062 €	7 192 €	40 %	47 %	3 732 €	27,5	49 %	41 %	59,5
Inderes	8 707 €	4 958 €	76 %	16 %	1 158 €	4,7	38 %	-37 %	28,9
Fifax	1 242 €	701 €	77 %	-587 %	- 8 395 €	53,2	18 %	48 %	N/A
Lemonsoft	13 588 €	10 629 €	28 %	29 %	2 976 €	15,8	62 %	-44 %	54,2
Norrhydro	19 908 €	20 757 €	-4 %	15 %	1 909 €	1,7	21 %	102 %	12,7
Lamor	45 600 €	48 100 €	-5 %	5 %	800 €	2,9	47 %	42 %	59,8
Duell	76 756 €	59 432 €	29 %	9 %	3 332 €	1,7	17 %	89 %	18,9
Digital Workforce	19 095 €	17 162 €	11 %	-3 %	- 906 €	3,8	-6 %	156 %	N/A
Betolar	6 €	7 €	-14 %	-22883 %	- 1 385 €	18601,4	78 %	-46 %	N/A
Aiforia	849 €	639 €	33 %	-310 %	- 2 756 €	152,1	17 %	146 %	N/A
Kempower	3 252 €	327 €	894 %	-68 %	103 €	98,0	8 %	547 %	N/A
Administer	43 678 €	45 285 €	-4 %	7 %	1 955 €	1,6	38 %	53 %	25,6

Yhtiöiden listautumishetken liikevaihtoa ja sen kehitystä tarkasteltaessa huomataan, että kaksi toista yhtiötä (60 %) kahdestakymmenestä on pystynyt kasvattamaan liikevaihtoa edellisestä tilikaudesta. Suurimman prosentuaalisen liikevaihdon kasvun on onnistunut tekemään Kempower, jonka liikevaihto kasvoi 894 prosenttia vertailukaudesta. Isoin prosentuaalinen lasku liikevaihdossa

oli Spinnovalla, jonka liikevaihto laski 66 prosenttia vertailukaudesta. Silmiin pistää erityisesti Betolarin vain 6000 euron liikevaihto ja Spinnovan 254 000 euron liikevaihdot verrattuna Duellin (76,7 miljoonaa euroa) ja Lamorin (45,6 miljoonaa euroa) liikevaihtoihin. Luvuista voidaan päätellä, että yhtiöt ovatkin listautuessa olleet hyvinkin erilaisissa vaiheissa omassa liiketoiminnassaan.

Liiketulosprosentilla pystytään havainnoimaan yhtiöiden liiketoiminnan kannattavuutta vertailemalla liikevaihtoa ja liikevoittoa toisiinsa. Liikevoittoprosentissa on tutkimuksessa mukana olleiden yhtiöiden välillä suuria eroja. Kahdeksalla yhtiöllä kahdestakymmenestä tunnusluku negatiivinen ja se voi tarkoittaa, että yrityksellä on operatiivisia vaikeuksia. Betolarin ja Spinnovan kohdalla voidaan puhua hyvin aikaisen vaiheen liiketoiminnasta sillä liikevaihtoa ei käytännössä ole, joten liiketulosprosentti painuu myöskin roimasti negatiivisen puolelle. Alle viiden prosentin liiketulosta voidaan yleisesti pitää heikkona ja tämän rajan alapuolelle jäi 40 prosenttia listautujista (8 yhtiötä). Kahdeksan yhtiön liiketulosprosentti puolestaan ylittää 10 prosentin rajan, jota voidaan yleisesti pitää hyvän liiketulosprosentin viitearvona. Parhaimpia olivat Toivo Group 168 prosenttia ja Modulight 47 prosenttia.

65 prosenttia (13 yhtiötä) listautujista pystyi tekemään positiivisen nettotuloksen listautumista edeltävällä kokonaisella tilikaudella. Positiivisesta nettotuloksesta voidaan päätellä, että yhtiö on pystynyt varsinaisella liiketoiminnallaan selviytymään lainojensa koroista sekä investointien ja käyttöpääoman omarahoituksesta. Listautujista seitsemän ei tässä onnistunut edellisellä kokonaisella tilikaudella ennen listautumista ja heidän nettotuloksensa oli negatiivinen. Suurimmat nettotulokset onnistuivat tekemään Toivo Group, Alexandria Pankkiiriliike ja Modulight. Isoin miinusmerkkinen tulos oli puolestaan Fifaxilla, jonka kurssikehitys oli myöskin kahden kuukauden ajanjaksolla huonoin.

P/S-luku eli price per sales ratio kertoo kuinka monen vuoden liikevaihtoa (oletetaan, että liikevaihto pysyy samana) yrityksen markkina-arvo vastaa. P/S-luku valittiin tutkimuksen tunnusluvun takia, että se voidaan laskea myös tappiolliselle yritykselle. Luvuista voidaan havaita, että listautumishetkellä yritysten P/S-luvut ovat hyvinkin erilaisia ja niiden vaihteluväli on suuri. Yhden toista yrityksen P/S-luku on alle 5, joka on jokseenkin vielä maltillinen lukema listautuvalle yritykselle. Yrityksiä, joiden P/S-luku oli listautumishetkellä yli 50, löytyi kuusi kappaletta. Suurimmat P/S-luvut olivat Betolarilla ja Spinnovalla, joiden liikevaihto vuonna 2020 oli hyvin vähäistä tai olematonta. Muita yhtiöitä, joiden listautumishetken markkina-arvo perustuu suurelta osin (P/S-luku yli 50) tulevaisuuden odotuksiin ja ennusteisiin liikevaihdon kehityksestä ovat Betolarin ja Spinnovan lisäksi Nightingale, Aiforia, Kempower sekä Fifax.

Yhtiöiden vakavaraisuutta mitattiin tutkimuksessa omavaraisuusaste- ja nettovelkaantumisaste prosenttien avulla. Listautuneista 65 prosentilla (13 yhtiötä) omavaraisuusprosentti oli vähintään

hyvällä tasolla eli yli 35 prosenttia. Välttävä tai heikko omavaraisuusaste oli puolestaan 30 prosentilla listautujista (6 yhtiötä). Nettovelkaantuneisuutta tarkasteltaessa puolestaan huomataan, että listautuneista yhtiöistä kuusi on käytännössä nettovelattomia (tunnusluku on negatiivinen) eli joko yhtiöllä ei ole korollista velkaa ollenkaan tai se voitaisiin maksaa takaisin yrityksen kassavaroista. Yhteensä kymmenen yhtiön nettovelkaantuneisuusaste on vähintään hyvällä tasolla (tunnusluku pienempi kuin 60 % tai negatiivinen). Välttävä (120- 200 %) tai heikko (yli 200 %) nettovelkaantuneisuusaste on kolmella yrityksellä, joista silmiin pistää Kempowerin 547 prosenttia, joka on reilusti yli heikon tason viitearvon. Yhdentoista yrityksen tunnusluvut olivat viitteellisten arvojen perusteella molemmilla tarkastelluilla mittareilla vähintään hyvällä tasolla. Näistä voisi mainita Nightingale Healthin, Alexandria Pankkiiriliikkeen, Spinnovan ja Betolarin, joiden tunnusluvut olivat molemmissa erinomaisia. Kolmen yhtiön tunnusluvut olivat molemmissa joko heikon tai välttävän viitearvoissa, nämä yhtiöt olivat Digital Workforce Services, Aiforia Technologies ja Kempower.

EV/EBIT-tunnusluku kertoo, kuinka monta vuotta yrityksellä menisi tehdä velattoman arvonsa verran liike-tulosta (EBIT), jos sen liike-tulos pysyisi ennallaan. Nopean kasvun yrityksillä tunnusluku on pääsääntöisesti suurempi ja pienen kasvun yrityksillä pienempi. Yrityksen liike-tuloksen ollessa negatiivinen, tunnuslukua ei pääsääntöisesti esitetä. Miinusmerkkisen liike-tuloksen omaavia yrityksiä oli yhteensä kahdeksan kappaletta (40% listautujista). Jäljelle jääneiden kahdentoista yhtiön EV/EBIT-luvun mediaani oli 23,6, joka on reilusti korkeampi kuin Helsingin pörssin yhtiöiden mediaani luku vuosien 2012-2016 aikana (kts. kappale 3.5.2). First North -markkinapaikalle pääsääntöisesti listautuu enemmän kasvuhakuisia yrityksiä kuin mitä Pörssin päälisalla on listautuneena.

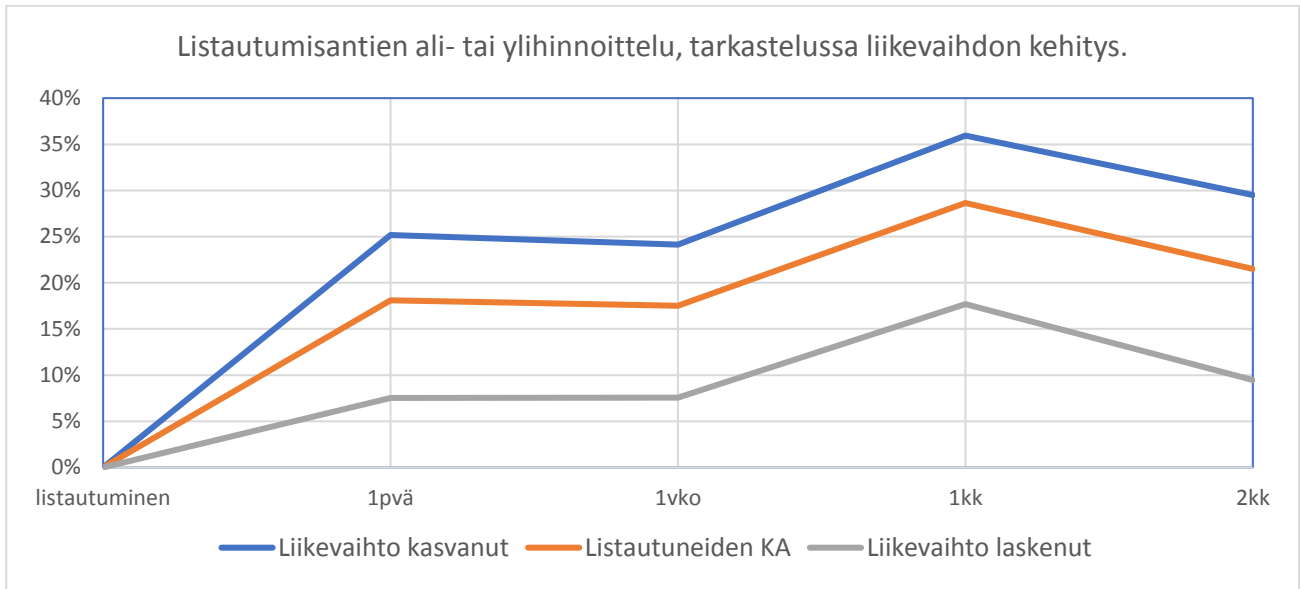
Alla olevasta taulukosta (taulukko 9) selviää ylimerkatut listautumisannit sekä yhtiöt, jotka käyttivät listautumisannin yhteydessä vakauttamisjärjestäjää osakkeen likviditeetin varmistamiseksi 30 päivää listautumisen jälkeen.

Taulukko 9. Listautumisannin ylimerkintä ja vakauttamista käyttäneet yhtiöt

	Ylimerkintä	Vakauttaminen
Nightingale Health	Kyllä	Kyllä
Alexandria Pankkiiriliike	Kyllä	Ei
Netum Group	Kyllä	Ei
Merus Power	Kyllä	Ei
Toivo Group	Kyllä	Kyllä
Solwers	Kyllä	Ei
Spinnova	Kyllä	Kyllä
EcoUp	Kyllä	Ei
Modulight	Kyllä	Kyllä
Inderes	Kyllä	Ei
Fifax	Ei	Kyllä
Lemonsoft Group	Kyllä	Kyllä
Norrhydro Group	Kyllä	Ei
Lamor Corporation Oyj	Kyllä	Kyllä
Duell	Kyllä	Kyllä
Digital Workforce Services	Kyllä	Kyllä
Betolar	Kyllä	Kyllä
Aiforia Technologies Oyj	Ei	Kyllä
Kempower Oyj	Kyllä	Kyllä
Administer	Kyllä	Kyllä

Kahdestakymmenestä listautumisesta First North Finland -markkinapaikalle 90 prosenttia (18 yhtiötä) ylimerkittiin eli sijoittajat merkitsivät osakkeita enemmän kuin niitä oli tarjolla. Vain kahdessa listautumisannissa (Fifax ja Aiforia) ei tullut yli merkitsemistilannetta ja ne toteutettiin suunnitellusti. Kolmentoista yhtiön (65 prosenttia) listautumisannin yhteydessä annettiin annin pääjärjestäjille tai vakauttamisjärjestäjille mahdollisuus toteuttaa vakauttamistoimenpiteitä kolmenkymmenen päivän ajan ensimmäisestä osakkeen kaupankäyntipäivästä lähtien. Vakauttamistoimenpiteitä oli mahdollista tehdä vain ja ainoastaan vakauttamistarkoituksessa eli tilanteissa, joissa pyrittiin takaamaan osakkeen likviditeettiä yli- tai alikysyntä tilanteissa.

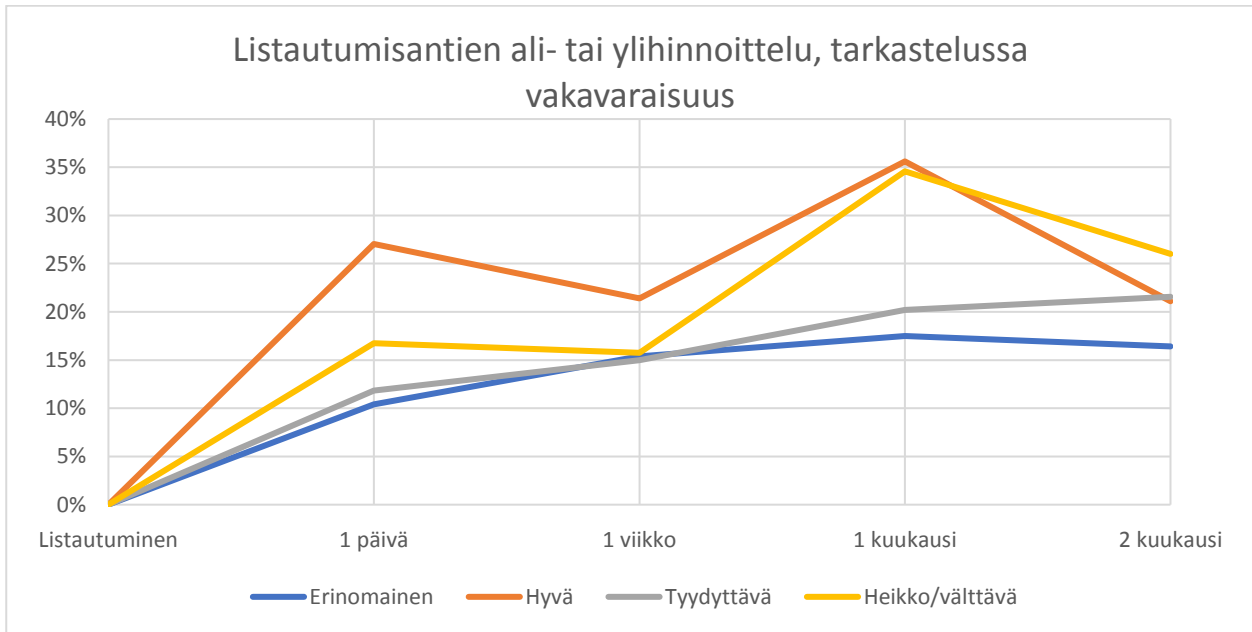
Seuraavaksi selvitetään, onko listautumisanneissa tapahtunut systemaattista ali- tai ylihinnoittelua tarkasteluajankohtana valituilla muuttujilla. Alla olevassa kuvassa (kuva 8) on esitetty osakekursien kehityksen keskiarvo tarkasteluajanjakson aikana yhtiöille, joiden liikevaihto oli noussut vertailukaudesta, keskiarvo yhtiöille, joiden liikevaihto oli laskenut vertailukaudesta sekä kaikkien listautuneiden yhtiöiden osakekurssien kehitys. Liikevaihtoa kasvattaneita yhtiöitä oli listautujista yhteensä kaksitoista ja kahdeksan yhtiön liikevaihto oli laskenut.



Kuva 8. Listautumisten ali- tai ylihinnointi, tarkastelussa liikevaihdon kehitys

Kuvasta kahdeksan selviää, että listautumisannit olivat keskiarvallisesti enemmän alihinnoiteltuja (ks. 4.2) liikevaihtoaan kasvattaneiden yhtiöiden osalta verrattuna yhtiöihin, joiden liikevaihto oli laskenut vertailukauteen verrattuna. Ensimmäisen päivän kohdalla ero oli 17 prosenttia, viikon kohdalla 16 prosenttia, kuukauden kohdalla 18 prosenttia ja kaksi kuukautta listautumisesta ero oli 20 prosenttia.

Seuraavaksi tarkastellaan yhtiön vakavaraisuuden vaikutusta listautumisannin alihinnointiluun. Yhtiöt jaettiin neljään kategoriaan niiden omavaraisuus- ja nettovelkaantuneisuusasteen mukaan. Ensimmäiseen kategoriaan (erinomainen) lukeutui neljä yhtiötä (Nightingale, Alexandria, Spinnova, Betolar), joilla yllä mainitut tunnusluvut olivat erinomaisella tasolla. Toiseen kategoriaan (hyvä) kuului seitsemän yhtiötä (Netum, Modulight, Inderes, Fifax, Lemonsoft, Lamor, Administer), joiden molemmat tunnusluvut olivat vähintään hyvällä tasolla. Kolmannessa kategoriassa (tydyttävä) olevien neljän yhtiön (Merus, Toivo, Solwers, EcoUp) molemmat tunnusluvut olivat vähintään tyydyttävällä tasolla. Neljännen kategorian (heikko/välttävä) viidellä yhtiöllä (Norrhydro, Duell, Digital Workforce Services, Aiforia, Kempower) molemmat tunnusluvut olivat heikolla tai välttäväällä tasolla. Alla olevassa kuvassa (kuva 9) on esitetty yllä mainittujen kategorioiden kurssikehityksen keskiarvot kahden kuukauden ajanjaksolta.



Kuva 9. Listautumisten ali- tai ylihinnoittelu, tarkastelussa vakavaraisuus

Kuvasta yhdeksän selviää, että kaikissa valituissa vakavaraisuuden kategorioissa listautumisannit olivat keskiarvallisesti alihinnoiteltuja tarkastellulla ajanjaksolla. Ensimmäisen päivän ja viikon jälkeen alihinnoittelua oli eniten yhtiöillä, joiden vakavaraisuus oli hyvällä tasolla. Tilanne kuitenkin tasoittuu, kun tarkastellaan tilannetta kahden kuukauden päästä listautumisesta. Kahden kuukauden kohdalla eniten alihinnoiteltu kategoria koostuikin heikon tai välttävän vakavaraisuuden yhtiöistä.

6 Johtopäätökset ja pohdinta

Opinnäytetyössä ensimmäisenä oli tarkoitus selvittää listautuneiden yhtiöiden osakkeiden kurssikehitystä kahden kuukauden ajanjaksolta listautumisen jälkeen. Kurssikehitystä tarkasteltiin ensimmäisen päivän, ensimmäisen viikon, ensimmäisen kuukauden ja kahden kuukauden jälkeen listautumisesta. Ensimmäisen kaupantekopäivän perusteella neljäntoista yhtiön listautumisanti oli alihinnoiteltu eli osakkeen kurssi oli noussut merkintähinnasta (ks. 4.2). Tarkasteltaessa tilannetta kahden kuukauden kohdalla, vaihtuvuutta ali- tai ylihinnoiteltujen listautumisantien kohdalla ei ollut juurikaan tapahtunut. Osakkeet, joiden tuotto oli ensimmäisen päivän jälkeen positiivinen, oli edelleen kahden kuukauden kohdalla positiivinen lukuun ottamatta kahta osaketta. Osakkeet, joiden tuotto ensimmäisen päivän jälkeen oli negatiivinen, pysyivät tarkastellun ajanjakson aikana negatiivisen puolella.

Vuonna 2021 First North -markkinapaikalle listautuneiden yhtiöiden osakkeiden keskimääräinen tuotto oli ensimmäisen päivän kohdalla 18,1 prosenttia ja kahden kuukauden päästä 21,5 prosenttia. Aiemman tutkimuksen perusteella Helsingin pörssin listautumisantien keskimääräinen välitön tuotto on ollut vuosina 1994-2006 15,6 prosenttia (Hahl, Vähämaa & Äijö 2013, 17). Vuonna 2017 julkaistussa opinnäytetyössä selvitettiin First North Finland -markkinapaikalle listautuneiden yhtiöiden listautumisantien ali- tai ylihinnoittelua. Kyseisessä tutkimuksessa oli mukana kaksikymmentä yhtiötä vuosilta 2011-2017 ja tutkimuksessa saatujen tulosten perusteella ensimmäisen päivän keskimääräinen tuotto oli 3,9 prosenttia. (Tanttu, A. 2017) Tämän tutkimuksen perusteella alihinnoittelu on ollut suurempaa kuin pitkän ajan Helsingin pörssin listautujien aikaisempi keskiarvo sekä huomattavasti suurempaa verrattuna aikaisempiin First North listautumisiin ensimmäisen päivän kehityksen mukaan. 90 prosenttia listautumisanneista oli ylimerkittyjä eli kysyntää oli enemmän kuin tarjontaa. Tämä mahdollisesti aiheutti jälkimarkkinoilla tilanteen, jossa hinta nousi kysynnän ollessa kova. Ensimmäisen päivän positiivinen tuotto on mahdollisesti herättänyt kiinnostusta osaketta kohtaan, joka on kantanut tarkastellun lyhyen aikavälin ajan. Negatiivinen tuotto on puolestaan voinut herättää päinvastaisia ajatuksia sijoittajissa.

Sijoittajien tekemiin sijoituspäätöksiin on mahdollisesti vaikuttanut yleinen markkinatilanne, joka on viime vuosina ollut varsin poikkeava. Koronapandemia aiheutti osakekurssien äkillisen romahtamisen keväällä 2020 ja sen jälkeen osakekurssit nousivat yleisellä tasolla aina vuoden 2021 loppupuolelle asti. Tämä saattoi kasvattaa kiinnostusta sijoittamista kohtaan ja se on mahdollisesti vaikuttanut listautumisantien suosioon.

Tutkimuksessa keskityttiin kurssikehitykseen lyhyellä kahden kuukauden ajanjaksolta, joten tulokset voivat olla hyvinkin erilaisia tarkastelujakson ollessa pidempi. Pääsääntöisesti sijoittajat etsivät

osakemarkkinoilta tuottoja pitkällä aikavälillä ja osakesijoituksen tekemiseen liittyy aina epävarmuutta eli riskiä siitä minkälaisen tuoton tulee sijoitukselleen saamaan (ks. 3.1 & 3.4).

Toisena selvitettiin listautuneiden yhtiöiden taloudellista tilannetta listautumishetkellä valittujen tunnuslukujen avulla. First North -markkinapaikka on vaihtoehto pienemmille, vastaperustetuille sekä vasta kasvuvaiheessa oleville yhtiöille (ks. 4.1), joten odotettavissa oli, että yritysten taloudelliset ja liiketoiminnalliset tilanteet voivat olla hyvin erilaisia. Yhtiöiden taloudellista tilannetta tarkasteltaessa selvisi, että First North Finland -markkinapaikalle listautui varsin kirjava joukko yhtiöitä erilaisista tilanteista. Yleisesti First North -markkinapaikasta puhutaan kasvuvaiheen yritysten paikkana, joten olikin mielenkiintoista huomata, että listautujista vain 60 prosenttia (12 yhtiötä) yhtiöistä oli pystynyt listautumista edeltävänä tilikautena kasvattamaan liikevaihtoaan edellisestä tilikaudesta. Koronavuosi 2020 saattoi vaikuttaa omalta osaltaan kasvuvaiheen yhtiöiden liikevaihdon kehitykseen vertailukauteen verrattuna.

Yhtiöiden tekemää tulosta tarkasteltiin liikevoittoprosentin ja nettotuloksen avulla. Tuloksista selvisi, että kahdellatoista listautujalla liiketoiminta oli kannattavalla pohjalla ja kolmetoista yhtiötä pystyi tekemään positiivisen nettotuloksen. Kuuden yhtiön liikevoittoprosentti ja nettotulos painui roimasti miinusmerkkiseksi. Tuloksista voidaan päätellä, että hieman yli puolet listautujista listautuivat kannattavalla liiketoiminnalla. Hieman alle puolilla oli puolestaan liiketoiminta alkuvaiheessa tai niillä oli muusta syystä operatiivisia vaikeuksia liiketoiminnassaan.

Yhtiöiden vakavaraisuutta tarkasteltiin omavaraisuusasteen sekä nettovelkaantuneisuusasteen avulla. Yhteensä yhdentoista (55 % listautuneista) yrityksen viitearvot olivat molemmissa yli hyvän tason ja vain kolmella yhtiöllä tilanne oli välttävä tai heikko (ks. 3.5.2). Yleisesti katsottuna voidaan siis todeta, että yhtiöiden vakavaraisuus oli hyvällä pohjalla. Tästä voitaneen päätellä, että listautumisesta kerättyjä varoja ei käytetty pelkästään lainojen maksamiseen. Tutkimuksessa ei eroteltu listautumisannin yhteydessä tapahtuvia osakemyyntejä, joten olisi mielenkiintoista tarkastella myös kuinka paljon listautumisannissa kerättyjä varoja suuntautui nykyisille omistajille.

First North -markkinapaikalle hakeutuu yleensä kasvuhakuisia yrityksiä. P/S-luvut voivat erota paljon eri toimialojen välillä (ks. 3.5.2). Noin puolilla listautuneista P/S-luku oli korkea, joten voidaan päätellä, että listautumishetken hinnoittelulla yhtiöiden odotetaan tekevän tulevaisuudessa kasvavaa liikevoittoa. Erityisesti huomiota herätti Betolar ja Spinnova, jotka listautuivat käytännössä ilman liikevaihtoa. Listautumishetken korkeaan hinnoitteluun saattoi vaikuttaa positiiviset odotukset ja ennusteet talouden kehittymisestä. Nämä mahdollisesti heijastuivat myös sijoittajien riskinottokykyyn ja he olivat näin ollen valmiita maksamaan osakkeista korkeaa hintaa.

Taloudellisen tilanteen tarkastelu yleisellä tasolla osoitti, että First North -markkinapaikalle listautui erilaisissa liiketoiminnan vaiheessa olevia yrityksiä. Listalle hakeutui vasta liiketoiminnan alkuvaiheessa olevia (esim. Betolar), kasvuvaiheessa olevia (esim. Kempower) ja yrityksiä, joiden liiketoiminta oli jo vakaalla pohjalla, mutta eivät vielä olleet valmiita päälistalle listautumiseen (esim. Duell).

Systemaattista ali- tai ylihinnointia tarkasteltiin yhtiöiden liikevaihdon kehityksen ja vakavaraisuuden näkökulmasta. Tulokset osoittivat, että keskiarvallisesti liikevaihtoon kasvattaneiden yhtiöiden listautumiset olivat 16-20 prosenttia enemmän alihinnoiteltuja kuin yhtiöiden, joiden liikevaihto oli laskenut. Vakavaraisuutta tarkasteltaessa ei voida sanoa, että sillä olisi ollut yhteyttä listautumisen ali- tai ylihinnointiluun. Kahden kuukauden kohdalla keskiarvallisesti eniten kurssinousua oli tapahtunut heikon tai välttäjän vakavaraisuuden yhtiöillä ja vähiten yhtiöillä, joiden vakavaraisuus oli erinomaisella tasolla. Otanta on kuitenkin sen verran pieni, että yksittäiset isot kurssinousijat tai laskijat voivat vaikuttaa saatuihin tuloksiin. Voidaan kuitenkin yleisesti päätellä, että listautumista edeltävällä liikevaihdon kehityksellä oli vaikutusta listautumisannin ali- tai ylihinnointiluun.

6.1 Tutkimuksen luotettavuus ja jatkotutkimusehdotukset

Tutkimuksen aineisto kerättiin itsenäisesti yhtiöiden julkaisemista yhtiöesitteistä ja tilinpäätöksistä. Kaikista yhtiöesitteistä ja tilinpäätöksistä ei löytynyt suoraan kaikkia tässä opinnäytetyössä käytettyjä tunnuslukuja. Tutkimuksessa käytetty aineisto pyrittiin keräämään huolellisesti, mutta lasketut tunnusluvut voivat kuitenkin jossain määrin sisältää virheitä, sillä osa niistä on itse laskettu tilinpäätöstiedoista. Yksittäisetkin virheet voivat vaikuttaa tutkimuksessa saatuihin tuloksiin, sillä tutkimuksessa mukana olleita yhtiöitä oli kaksikymmentä.

Osakkeiden kurssikehityksen data ladattiin Helsingin pörssin internetsivulta, josta sitten itse laskettiin toteutunutta kurssikehitystä. Vaikka kurssikehityksen data ladattiin suoraan koneelle niin kurssikehitys laskettiin itse manuaalisesti. Itse laskettaessa on mahdollisuus yksittäisiin virheisiin, jotka mahdollisesti ovat johtaneet vääristyneeseen kurssikehitykseen.

Tässä tutkimuksessa ei eroteltu listautumisantien yhteydessä tapahtuneita osakemyyntejä. Osakemyynissä listautumisantia edeltävät osakkeenomistajat myyvät omistamiaan osakkeita yleisölle, joten olisi mielenkiintoista tutkia tarkemmin, kuinka paljon tätä tapahtui listautumisanneissa ja oliko osakemyynnillä vaikutusta kurssikehitykseen. Laskeeko listautumisannin yhteydessä tehtävä osakemyynti uusien sijoittajien mielenkiintoa yhtiötä ja sen tulevaisuutta kohtaan. Tämän opinnäytetyön tuloksista voidaan myös huomata, että muutamien yhtiöiden valuaatio perustui tulevaisuuden kasvuodotuksiin. Mielenkiintoista olisi muutaman vuoden päästä tutkia kuinka hyvin ennusteet pitivät paikkaansa.

6.2 Opinnäytetyöprosessin ja oman oppimisen arviointi

Opinnäytetyön tekeminen oli prosessina hyvin opettavainen. Aiheen valintaan vaikutti oma mielenkiinto osakesijoittamista kohden. Aiheen rajaaminen on hyvin tärkeässä osassa prosessia ja sen huolellinen tekeminen helpotti kirjoittamista. Teoreettisen viitekehyksen kirjoittaminen ja kirjallisuuden tutustuminen laajensivat omaa ymmärrystä osakesijoittamisesta sekä rahoitusmarkkinoista. Aineiston keräämisessä tuli myös analysoida monta yhtiöesitettä ja olikin mielenkiintoista tutustua niihin laajemmin. Opinnäytetyön tekeminen töiden ohessa vaati ajankäytön hallintaa ja suunnittelua, jotta prosessissa pysyttiin aikataulussa.

Lähteet

AlmaTalent 2022. Tunnuslukuopas. EV/EBIT- luku. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/ev-ebit-luku/>. Luettu: 4.5.2022.

AlmaTalent 2022. Tunnuslukuopas. Liikevaihdon kasvu-%. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/toiminnan-laajuus/liikevaihdon-kasvu-prosentti/>. Luettu: 4.5.2022.

AlmaTalent 2022. Tunnuslukuopas. Nettovelkaantumisaste-% (Net gearing). Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/vakavaraisuus/nettovelkaantumisaste-prosentti-net-gearing/>. Luettu: 1.5.2022.

AlmaTalent 2022. Tunnuslukuopas. Omavaraisuusaste-%. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/vakavaraisuus/omavaraisuusaste-prosentti/>. Luettu: 1.5.2022.

Bancel, F. & Mittoo, U. R. (2009). Why Do European Firms Go Public? European Financial Management, 15(4), 844-884. Luettavissa: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>. Luettu: 10.4.2022.

Barnes, E. 2006. Getting IPO pricing right: Vive la France. Initial Public Offering an International Perspective. Butterworth-Heinemann. Oxford.

Blomqvist, A. & Malmivaara, T. 2016. Osakeyhtiön varojenjako ja verotus. Talentum Pro. Helsinki.

Erkkilä, J. 2020. Mistä sijoitusriskissä on pohjimmaltaan kyse? Salkunrakentaja. Luettavissa: <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/01/sijoitusriski/>. Luettu: 2.4.2022.

Finanssivalvonta 2020. Listautuminen. Onko yhtiösi listautumassa? Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>. Luettu: 9.4.2022.

Hahl, T. Vähämaa, S. & Äijö, J. 2013. Value versus growth in IPOs: New evidence from Finland. Research in International Business and Finance. Luettavissa: https://www.researchgate.net/publication/256061938_Value_versus_Growth_in_IPOs_New_Evidence_from_Finland. Luettu: 25.4.2022.

Hämäläinen, K., Oksaharju, J. & Walker, R. 2021. Laatuguru: näin valitset voittajaosakkeet. Otavan Kirjapaino Oy. Keuruu.

Ibbotson, R.G. 1975. Price performance of common stock new issues. Journal of Financial Economics 2.

- Inderes, Antti Luro. 2022. Listautujan tietopaketti: mitä yrityksen pörssilistautuminen vaatii? Luettavissa: <https://group.inderes.fi/fi/palvelut/listautujalle>. Luettu: 10.4.2022.
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmäärittäminen: onnistunut sijoituspäätös. Talentum. Helsinki.
- Kananen, J. 2008. Kvantti. Kvantitatiivinen tutkimus alusta loppuun. Jyväskylän ammattikorkeakoulun julkaisuja – sarja. Jyväskylän yliopistopaino. Jyväskylä.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2018. Moderni rahoitus. 10. painos. Alma Talent Oy. Helsinki.
- Leppiniemi, J. 2005. Rahoitus. 4. painos. WSOY. Helsinki.
- Listingcenter Nasdaq 2017. Going public: listing guide to Nasdaq First North. Luettavissa: https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Listing_Guide_to_Nasdaq_First_North.pdf. Luettu: 10.4.2022.
- Nasdaq 2022. Liquidity Enhancement. Luettavissa: <https://www.nasdaq.com/solutions/liquidity-enhancement>. Luettu: 10.4.2022.
- Nasdaq Helsinki. First North Growth market listings 2021. Uutinen. Luettavissa: <http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/listauksia/firstnorth/2021>. Luettu: 28.2.2021.
- Nasdaq Helsinki. Main market listings 2021. Uutinen. Luettavissa: <http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/listauksia/main-market/2021>. Luettu: 28.2.2021.
- Nasdaq OMX Helsinki. 2017. Opi Osakkeet. 11. painos.
- Netvisor 2022. Talouden tunnusluvut tutuiksi. Luettavissa: <https://netvisor.fi/media/Tunnusluvut-tutuiksi-opas.pdf>. Luettu: 1.5.2022.
- Nordnet 2022. P/S- luku. Luettavissa: <https://www.nordnet.fi/blogi/koulu/osakkeet/p-s-luku/>. Luettu: 4.5.2022.
- Optimalous 2022. Tase, tuloslaskelma ja tilinpäätös haltuun. Luettavissa: <https://www.optimalous.fi/tase-tuloslaskelma-ja-tilinpaatos-haltuun/>. Luettu 19.5.2022.
- Pietarinen H & Welling R, Helsingin Sanomat 2021. Helsingin pörssin listautumisennätys meni rikki. Luettavissa: <https://www.hs.fi/talous/art-2000008423572.html>. Luettu: 20.3.2022.

Pörssisäätiö 2014. Listautujan käsikirja. Monenkeskinen markkinapaikka Suomessa. Luettavissa: https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja_2014_final-low.pdf. Luettu: 9.4.2022.

Saario, S. 2021. Näin sijoitan pörssiosakkeisiin – opas nuorelle. 2. painos. Alma Talent Oy. Helsinki.

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonnäytäys. Alma Talent. Helsinki.

Tanttu, A. 2017. First North Finland-listautumisantien kannattavuus sijoituskohteena. Haaga-Helia ammattikorkeakoulu. Liiketalouden koulutusohjelma. Opinnäytetyö.

Tuloverolaki 30.12.1992/1535 muutoksineen.

Vero 2022a. Listatusta yhtiöstä saadut osingot. Luettavissa: <https://vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osingot/listatusta-yhti%C3%B6st%C3%A4-saadut-osingot/>. Luettu: 27.3.2022.

Vero 2022b. Osakkeiden myynti. Luettavissa: https://vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osakkeiden_myynti/. Luettu: 27.3.2022.

Liitteet

Liite 1. Tarkemmat tilinpäätöstiedot ja lasketut tunnusluvut

Luvut tuhatta €	Liikevaihto 2020	Liikevaihto 2019	Liikevaihdon kasvu	Liiketulos/ EBIT 2020	Liikevoitto %	Kauden tulos 2020	merkintähinta	Osakkeiden lukumäärä	P/S- luku	Markkina-arvo	Korolliset nettovelat 2020	Omavaraisuusaste %	Nettovelkaantumisaste %	Yritysarvo = EV	EV/EBIT
Nightingale Health	1 781 €	2 063 €	-14 %	- 3 342 €	-188 %	- 3 731,00 €	6,75 €	60 529 454	229,4	408 574 €	4 934 €	94,0 %	-87,0 %	413 508 €	-123,7
Alexandria Pankkiiriliike	34 836 €	29 932 €	16 %	6 752 €	19 %	3 883,00 €	6,47 €	9 998 430	1,9	64 690 €	- 11 666 €	61,2 %	-56,5 %	53 024 €	7,9
Netum Group	17 541 €	13 377 €	31 %	2 016 €	11 %	1 331,30 €	3,20 €	11 535 000	2,1	36 912 €	- 416 €	44,2 %	-8,2 %	36 496 €	18,1
Merus Power	6 500 €	10 302 €	-37 %	- 360 €	-6 %	- 465,00 €	5,62 €	5 411 645	4,7	30 413 €	2 096 €	32,3 %	105,1 %	32 509 €	-90,3
Toivo Group	4 250 €	3 074 €	38 %	7 189 €	169 %	5 127,00 €	2,10 €	52 151 288	25,8	109 518 €	24 033 €	42,8 %	88,1 %	133 551 €	18,6
Solwers	32 649 €	25 802 €	27 %	3 539 €	11 %	2 675,00 €	7,50 €	8 487 155	1,9	63 654 €	12 400 €	44,7 %	118,7 %	76 054 €	21,5
Spinnova	254 €	758 €	-66 %	- 5 473 €	-2155 %	- 5 644,00 €	7,61 €	51 243 605	1535,3	389 964 €	- 1 372 €	54,0 %	-15,0 %	388 592 €	-71,0
EcoUp	26 146 €	27 395 €	-5 %	2 113 €	8 %	1 446,00 €	7,56 €	8 868 210	2,6	67 044 €	7 558 €	36,2 %	101,0 %	74 602 €	35,3
Modulight	10 062 €	7 192 €	40 %	4 712 €	47 %	3 732,00 €	6,49 €	42 616 936	27,5	276 584 €	3 924 €	49,0 %	41,1 %	280 508 €	59,5
Inderes	8 707 €	4 958 €	76 %	1 388 €	16 %	1 158,00 €	25,00 €	1 633 362	4,7	40 834 €	- 756 €	38,2 %	-37,3 %	40 078 €	28,9
Fifax	1 242 €	701 €	77 %	- 7 290 €	-587 %	- 8 395,00 €	2,55 €	25 901 929	53,2	66 050 €	2 327 €	17,8 %	48,0 %	68 377 €	-9,4
Lemonssoft Group	13 588 €	10 629 €	28 %	3 906 €	29 %	2 975,60 €	11,82 €	18 173 726	15,8	214 813 €	- 3 099 €	61,6 %	-44,3 %	211 714 €	54,2
Norrhydro Group	19 908 €	20 757 €	-4 %	3 044 €	15 %	1 909,00 €	3,15 €	10 782 076	1,7	33 964 €	4 655 €	21,1 %	101,7 %	38 619 €	12,7
Lamor Corporation Oyj	45 600 €	48 100 €	-5 %	2 400 €	5 %	800,00 €	4,83 €	27 502 424	2,9	132 837 €	10 700 €	46,8 %	41,6 %	143 537 €	59,8
Duell	76 756 €	59 432 €	29 %	7 282 €	9 %	3 332,00 €	5,16 €	25 454 574	1,7	131 346 €	6 369 €	17,0 %	89,4 %	137 715 €	18,9
Digital Workforce Services Oyj	19 095 €	17 162 €	11 %	- 600 €	-3 %	- 905,50 €	6,58 €	11 020 023	3,8	72 512 €	- 951 €	-6,5 %	156,3 %	71 560 €	-119,2
Betolar	6 €	7 €	-14 %	- 1 373 €	-22883 %	- 1 385,00 €	5,74 €	19 444 011	18601,4	111 609 €	- 644 €	77,7 %	-45,6 %	110 965 €	-80,8
Aiforia Technologies Oyj	849 €	639 €	33 %	- 2 632 €	-310 %	- 2 756,00 €	5,01 €	25 779 316	152,1	129 154 €	1 294 €	16,8 %	146,0 %	130 448 €	-49,6
Kempower Oyj	3 252 €	327 €	894 %	- 2 220 €	-68 %	103,00 €	5,74 €	55 542 920	98,0	318 816 €	2 879 €	8,4 %	547,3 %	321 695 €	-144,9
Administer	43 678 €	45 285 €	-4 %	2 890 €	7 %	1 955,00 €	4,86 €	14 194 110	1,6	68 983 €	5 034 €	38,3 %	53,2 %	74 017 €	25,6