

# YRITYSTEN LISTAUTUMISEDELLYTYKSET JA VALMIUDET FIRST NORTH -MARKKINAPAIKALLE

Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu

Pro gradu -tutkielma

2022

Tekijä: Sampo Närhi  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Antti Rautiainen



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

Tekijä Sampo Närhi	
Työn nimi Yritysten listautumisedellytykset ja valmiudet First North -markkinapaikalle	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 26.5.2022	Sivumäärä 78
<p>Tiivistelmä – Abstract</p> <p>Tämän pro gradu -tutkielman tavoitteena on kuvata yritysten kokemia muutoksia listautumisessa First North -markkinapaikalle sekä tutkia yritysten listautumismotivaation syitä sekä listautumisella tavoiteltavia hyötyjä. Työssä tuodaan esille, mitä kaikkea yrityksen toiminnassa voi muuttua listautumisen myötä sekä mitä hyötyjä ja mitä kustannuksia listautumisesta aiheutuu.</p> <p>Aikaisempaa tutkimusta listautumisista on paljon, mutta niissä on pääosin käsitelty pörssien päälistoja ja päälistalistautumisten motivaatiota. Aikaisempi teoria kuitenkin antaa lukuisia eri näkökulmia tutkielmaa varten. Työssä käydään läpi teoriaa listautumisen motivaatioista, hyödyistä ja kustannuksista. First North -markkinapaikan ominaispiirteet, sääntely ja listautumisprosessi ja sen edellytykset kuvataan tarkasti työssä läpi.</p> <p>Tutkimus on luonteeltaan laadullinen tutkimus ja aineisto on kerätty puolistrukturoiduilla teemahaastatteluilla. Haastateltavat saavat vapaasti kertoa omat kokemuksensa ja näkemyksensä listautumisesta First North -markkinapaikalle. Aineiston analysoinnissa on hyödynnetty teemoittelua ja teemat on kehitetty aikaisemman teorian pohjalta. Aineistosta tehdyt tulkinnat ja johtopäätökset liittyvät aikaisemman tutkimuksen teemoihin.</p> <p>Tutkimustulokset osoittavat First North -yritysten pääasiallisen listautumismotivaation olevan yrityksen strategian toteuttaminen. Listautumisesta saatavat hyödyt nähdään olevan välineitä strategian toteuttamisessa, mutta eri hyötyjen painopisteet vaihtelevat yritysten välillä. Yrityksen kokemat muutokset listautumisprosessissa koskettavat useimmiten taloushallintoa, tiedoksiantovelvollisuuden täyttämistä sekä hallintoa. Yrityksissä tarvittavat muutokset tulevat ilmi listautumisprosessissa tehtävissä due diligence - tarkastuksissa ja muutokset ja niiden laajuus vaihtelevat aina yritysten välillä. Listautumisesta aiheutuvat hyödyt nähdään suurempina kuin siitä aiheutuvat kustannukset ja yrityksen kannattaa listautua, jos se tukee yrityksen strategian toteutumista.</p>	
Asiasanat First North, listautuminen, monenkeskinen markkinapaikka, listautumisprosessi	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

# SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Tutkimuksen tausta .....	5
1.2	Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset .....	7
1.3	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto .....	8
1.4	Teoreettinen viitekehys.....	8
1.5	Tutkimuksen rakenne .....	11
2	LISTAUTUMISEN HYÖDYT JA HAITAT .....	12
2.1	Listautumisten motiivit yleisesti .....	12
2.2	Kasvun rahoittaminen uusilla rahoitusmuodoilla ja pääomarakenteen optimointi.....	14
2.3	Osakkeen likviditeetti ja yrityksen markkina-arvo .....	16
2.4	Yrityksen tunnettuus ja imago hyödyt.....	18
2.5	Listautuminen strategian mahdollistajana.....	19
2.6	Avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi .....	22
2.7	Listautumisen aiheuttamat kustannukset ja mahdolliset haasteet ...	23
2.7.1	Kustannukset .....	23
2.7.2	Toiminnan organisointi .....	24
2.7.3	Informaation epäsymmetrisyys ja agenttiongelmät.....	25
2.7.4	Omistajien vallan väheneminen.....	26
2.7.5	Informaatiovuoto .....	26
2.8	Taloushallinnon rooli ja muutokset listautumisessa .....	27
3	FIRST NORTH -MARKKINAPAIKKA JA LISTAUTUMISPROSESSI.....	34
3.1	Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä ja sen sääntelyn tausta....	34
3.2	Vaatimukset listautuvalle yritykselle .....	37
3.2.1	Yleiset edellytykset .....	37
3.2.2	Tiedonantovelvollisuus .....	39
3.2.3	Raportointiin, hallintoon ja tiedottamiseen liittyviä velvollisuuksia .....	40
3.3	Listautumisprosessi.....	40
3.4	Prosessin osapuolet ja heidän roolinsa .....	43
4	AINEISTO JA MENETELMÄ.....	44
4.1	Aineisto ja menetelmä.....	44
4.2	Luotettavuuden arviointi .....	45
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET .....	47
5.1	Yleistä .....	47
5.2	Listautumisessa tavoitellut hyödyt ja motiivit.....	48
5.2.1	Kasvunrahoittaminen ja uudet pääomaratkaisut.....	48
5.2.2	Osakkeen likviditeetti ja markkina-arvo.....	48
5.2.3	Listautuminen strategian mahdollistajana .....	50

5.2.4	Yrityksen tunnettuus ja imago hyödyt.....	52
5.2.5	Avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi.....	52
5.2.6	Muut motiivit.....	53
5.3	Listautumisprosessi.....	54
5.3.1	Prosessin kulku.....	54
5.3.2	Haasteet listautumisprosessissa.....	55
5.3.3	Tarvittavat muutokset .....	57
5.3.4	Osapuolien roolit.....	60
5.4	First North -markkinapaikan edellytykset ja kustannukset.....	61
5.4.1	Nasdaqin edellytykset .....	61
5.4.2	Muut edellytykset .....	62
5.4.3	Listautumisen kustannukset.....	63
6	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	65
6.1	Vastaukset tutkimuskysymyksiin .....	66
6.2	Tulosten rajoitteet ja jatkotutkimusehdotukset.....	70
	LÄHTEET .....	71
	LIITE .....	76

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Pörssilistautuminen on aikaa vievää ja stressaavaa yrityksen tärkeimmille sidosryhmille ja tämän takia yrityksellä tulisi olla selkeät taloudelliset motiivit listautua, sillä yrityksen toiminta voi kärsiä listautumisprosessin aikana (Burton, Helliär & Power, 2006).

Kasvuyritysten listautumisten määrä on kasvanut viime vuosina suuresti. Vuonna 2021 23 yritystä listautui First North -markkinapaikalle Suomessa (Pörssisäätiö, 2022). First North -markkinapaikan 51 yrityksestä siis melkein puolet listautuivat vuonna 2021. Tarkkoja syitä ei suosion kasvuun tiedetä, mutta selittäväenä tekijänä voi olla markkinapaikan tunnettuuden kasvu sekä viime vuosina yleisesti positiivinen kehitys taloudessa. First North -markkinapaikka sai alkunsa Euroopan Unionin alueella vuonna 2004 annetusta rahoitusmarkkinoita ja rahoitusvälineitä koskevasta Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivistä (engl. Markets in Financial Instruments Directive, lyh. MiFID) (Direktiivi 2004/39/EY). Direktiivi tuli voimaan 2007 ja sen tärkein tavoite oli edistää EU:n rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta, kilpailukykyä ja yhdenmukaistamista. Tarkoituksena oli tuoda lisää kilpailua Euroopan Unionin sisällä perinteisten pörssien ja muiden markkinapaikkojen välille. Samalla haluttiin tuoda vaihtoehtoiset markkinapaikat sääntelyn piiriin ja näitä alettiin kutsumaan monenkeskiseksi markkinapaikaksi ja monenkeskiseksi kaupankäyntijärjestelmäksi. (Direktiivi 2004/39/EY.)

Monenkeskiset markkinapaikat tarjoavat yrityksille ja sijoittajille vaihtoehdon perinteisen pörssin rinnalle. Monenkeskisen markkinapaikan tavoitteena on rahoituksen hankkiminen sellaisille yrityksille, jotka eivät kokoluokkansa puolesta pysty listautumaan pörssin päälistalle. Erytyspiirteensä monenkeskisellä markkinapaikalla on päällistä kevyempi sääntely ja listalleottovaatimukset. (Finanssivalvonta, 2011.)

Nasdaqin ylläpitämä First North -markkinapaikka on Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukainen monenkeskinen kauppapaikka

(Finanssivalvonta, 2011). Tällä hetkellä First North -markkina toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa sekä Islannissa (Nasdaq, 2019). Suomessa vuonna 2007 avattu Nasdaq First North on vaihtoehtoinen markkinapaikka, jonka tarkoituksena on tarjota pienemmille ja kasvuhaluukille yrityksille uusia mahdollisuuksia kasvaa organisesti ja uusien rahoitusvaihtoehtojen turvin (Finanssivalvonta, 2011).

Listautumisten suosio on noussut viime vuosina ja vuonna 2021 Suomen First North -markkinapaikalle listautui 23 yritystä (Pörssisäätiö, 2022). Tälläkin hetkellä useat yritykset Suomessa pohtivat listautumista First North -markkinapaikalle. Pienillä yrityksillä ei välttämättä, ennen listausprosessin alkua ole kauhean tarkkaa käsitystä mitä itse listautuminen vaatii yritykseltä. Mediassa uutisoidaan usein onnistuneista listautumista ja niissä kerätyistä suurista rahavaroista, mutta pörssilistautumisen edellytyksistä ja valmiuksista uutisoidaan harvemmin. First North -listautumisen edellytykset tulevat Nasdaq:ilta, säännöt on luotu siten, että periaatteessa mikä tahansa yritys pystyy ne täyttämään. Siltikään kaikki yritykset eivät listaudu. (Husman, haastattelu, 20.01.2022.) Muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta (mm. Witted Megacorp Oyj on kertonut avoimesti listautumisaikeistaan jo hyvin varhaisessa vaiheessa blogissaan sekä podcast-sarjassa), yritykset eivät kerro listautumisaikeistaan kuin muutamaa viikkoa ennen listautumisantia. Tietoa listautumiseen vaadittavien edellytyksien ja valmiuksien täyttämistä ei myöskään ole saatavilla kattavasti informaatiota. Nasdaq on julkaissut säännöissään vaadittavat edellytykset, mutta käytännössä tarvittavat muutokset yrityksen toimintaan on hämärän peitossa julkisuudelta. Näissä asioissa voi nähdä olevan ristiriitaa Suomen hallituksen esityksen 59/2007 kanssa, jossa nostettiin tavoitteeksi alentaa pienten ja keskisuurten yritysten listautumiskynnystä ja edistää niiden pääomanhankintaa. Tässä työssä pyritään tuomaan lisää tietoisuutta ja selkeyttä koskien listautumista First North -markkinapaikalle ja listautumisprosessista itsestään.

Etsimällä Google Scholar palvelusta hakusanoilla "First North, First North market, First North MTF, First North IPO" löytyy pääasiassa ainoastaan Pro gradu -tutkielmia. Aiheet ovat pääasiassa käsitelleet osakkeen alihinnoittelua listautumisanneissa. Valitsemani aihe on tämän takia myös ajankohtainen, sillä listautumisprosessista ja sen tuomista muutoksista yritykseen ei olla tehty kattavasti tutkimusta aikaisemmin.

Aikaisemmat tieteelliset tutkimukset ovat kyllä tutkineet pörssilistautumisia ja niiden motiiveja, mutta aineistona ja tutkimuksen kohteena on ollut päälistat ja sen yritykset. Pagano ym. (1998) mukaan merkittävin selittävä tekijä yrityksen listautumiselle on yrityksen tietty kokoluokka sekä esteenä pienen yrityksen listautumiselle listautumisen kustannukset. Aikaisemmat tutkimukset on tehty säänneltyjen päämarkkina yritysten aineistolla ja näiden tutkimusten tulokset voivat poiketa, kun tutkitaan vaihtoehtoista markkinapaikkaa kuten First North. First North -yritykset ja niiden listautumiset ovat kokoluokaltaan niin paljon pienempiä, että eivät

kokoluokan puolesta ole välttämättä ollut aikaisempien tutkimuksien aineistossa.

Tässä tutkimuksessa keskitytään listautumisella tavoiteltuihin hyötyjen lisäksi listautumisprosessiin ja tapahtumiin, mitä tapahtuu yrityksessä ennen yrityksen osakkeen julkista kaupankäyntiä. Keskiössä on listautumisprosessi, mitä muutoksia listautuminen on vaatinut yrityksen toimintaan ja miten se on vaikuttanut yritykseen ja sen toimintaan. Jo pelkästään pörssilistautumisen edellytysten täyttäminen voi tuoda suuria muutoksia yrityksen toimintaan. Tutkimuksessa selvitetään, miten aikaisempi teoria tukee pienempiä listautumisia ja vähemmän säänneltyä First North -markkinapaikkaa.

## 1.2 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on kuvata listautumisprosessia First North -markkinapaikalle, listautumisen edellytyksiä, motiiveja sekä vaatimuksia muutokseen yrityksessä. Tutkimuksessa tarkastellaan listautumisprosessin haasteita ja sen tuomia muutoksia yritykseen. Aihe on ajankohtainen, sillä First North -listautumisten määrä on kasvanut viimeisinä vuosina sekä aiheesta ei olla tehty merkittävässä määrin tutkimusta aikaisemmin. Tutkimuksen tuloksista on hyötyä myös listautumista miettiville yrityksille.

Tutkimuksessa käsitellään First North -listautumisen hyötyjä, edellytyksiä sekä yritysten valmiuksia ja niissä tapahtuvia muutoksia listautumisprosessin aikana. Huomiota saa myös se, että miten yritys on kokenut nämä muutokset, ts. ovatko muutokset esimerkiksi yllättäviä, positiivisia vai negatiivisia. Tutkimus rajoittuu Suomen First North -markkinapaikan yrityksiin. Tutkimuksessa ei tarkastella muita kuin Suomen markkinapaikkaa eikä First North Premier Growth -yrityksiä.

Tutkimuksen tutkimusongelmat ovat seuraavat:

- *Minkälaisia syitä yrityksellä on listautua First North -markkinapaikalle?*
- *Minkälaisia muutoksia, hyötyjä ja kustannuksia listautuminen ja listautumisten edellytysten täyttäminen tuo toimintaan?*

Tutkimuksessa on rajattu aineisto koskemaan Suomen First North Growth -segmenttiä. First North -markkinapaikalla on kaksi erilaista segmenttiä listautuvalle yhtiölle. Markkinapaikalla on First North Growth sekä First North Premier Growth -segmentit. Tässä tutkimuksessa käsitellään ainoastaan First North Growth -segmenttiä ja puhuttaessa First North -markkinapaikasta tarkoitetaan First North Growth -segmenttiä. Merkittävin ero näiden kahden eri segmentin välillä on se, että Premier Growth -segmentti on tarkoitettu yrityksille, jotka aikovat siirtyä päämarkkinalle lähitulevaisuudessa ja heidän tulee noudattaa myöskin IFRS-standardia taloudellisessa raportoinnissaan. Yritys voi siirtyä myös First North Premier Growth -listalle First North Growth -markkinapaikalta. Rajaus on tehty siksi, että tällä hetkellä Suomen First North -listalla on ainoastaan yksi Premier Growth -yritys. Tässä tutkimuksessa

keskitytään Suomen First North Growth -markkinapaikan yrityksiin ja käytetään termiä First North -markkinapaikka tai First North -lista ja tällä tarkoitetaan yksinomaan First North Growth -markkinapaikkaa ja sen yrityksiä.

### 1.3 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmä on kvalitatiivinen eli laadullinen lähestymistapa.

Tutkimus toteutettiin haastattelemalla 5 eri henkilöä eri kohdeyrityksistä. Haastattelut olivat puolistrukturoituja teemahaastatteluita. Haastatteluja oli yhteensä 5 kappaletta ja niiden kesto oli 40–55 minuuttia. Aineistona käytettiin myös yritysten julkisia listautumisesitteitä, yhtiön julkaisemia tiedotteita sekä Nasdaqin julkaisemia tilastoja. Suurin osa haastateltavista työskentelee First North -yritysten johtotehtävissä ja osa haastateltavista henkilöistä taas työskentelee suoraan First North -listautumisien parissa. Haastateltavat henkilöt:

- 1 pörssin edustaja
- 1 hyväksytty neuvonantaja
- 3 First North -yrityksen toimitusjohtajaa tai muuta johtoryhmään kuuluvaa henkilöä.

Haastateltavien henkilöiden edustamat yritykset toimivat eri toimialoilla. Haastattelujen kysymysrunko on liitteenä (Liite 1).

### 1.4 Teoreettinen viitekehys

Pörssilistautuminen on merkittävä askel yritykselle. Perinteisesti se on nähty luonnollisena kehityskulkuna yritykselle, mutta tämä näkemys on jo 1990-luvulla alkanut muuttua. Pörssilistautuminen voidaan nähdä listautumisen kustannusten ja agenttiongelmien kanssa vaihtokauppana listautumisen tarjoamien hyötyjen kanssa. (Zingales, 1995).

Pörssilistautumisen motivaatioihin ja siitä saataviin hyödyistä on tehty lukuisia eri tutkimuksia. Listautuessaan yritys kerää usein pääomaa listautumisannilla, mutta sen lisäksi yhtiö voi järjestää myöhemmin uusia osakeanteja ja näin kerätä pääomaa (Kim & Weisbach, 2008). Listautumalla yhtiö voi näin optimoida omaa pääomarakennettaan tasapainoillessaan lainarahoituksen ja oman pääoman välillä (Brav, 2009). Listautuminen lisää yhtiön raportointivelvollisuutta ja tiedonantoa mikä itsestään lisää yrityksen näkyvyyttä. Tällä itsessään voi olla pelkästään jo positiivinen vaikutus yrityksen toimintaan. Uusien rahoitusvaihtoehtojen lisääntyminen pienentää pääomankustannuksia, mutta voi sen lisäksi auttaa yrityksen asemaa lainaneuvotteluissa. Oman pääoman kustannus voi olla matalampi velkaantuneelle yhtiölle kuin vieraan pääoman kustannus. (Modigliani & Miller, 1963; Scott 1976; Rajan, 1992; Pagano, Panetta & Zingales, 1998). Listautuessaan



yritys saa osakkeelleen markkina-arvon, joka päivittyy jatkuvasti markkinoiden ollessa auki. Näin yrityksen osakkeen likviditeetti samalla paranee. Julkinen ja läpinäkyvä markkina-arvo helpottaa erilaisten yrityskauppojen toteuttamista. (Pagano ym. 1998; Brau & Fawcett, 2006; Bancel & Mittoo, 2009). Listautuminen saa myös usein paljon tilaa mediassa ja onkin oiva tapa lisätä yhtiön tunnettuutta potentiaalisten sijoittajien, analyytikoiden, asiakkaiden ja työntekijöiden keskuudessa. Lisääntyneen tunnettuuden myötä myös sidosryhmien sitouttaminen yhtiöön voi olla helpompaa. (Burton, Helliard & Power, 2006; Ritter & Welch, 2002; Pagano ym. 1998). Julkisen ja läpinäkyvän markkina-arvon avulla voidaan myös rakentaa kannustinjärjestelmiä yrityksen johdolle ja henkilöstölle ja näin sitouttaa henkilöstöä ja johtoa yritykseen. Yrityksen omistajat pystyvät myös seuraamaan ja monitoroimaan aikaisempaa paremmin yhtiön suoriutumista. (Mello & Parsons, 1998; Ritter & Welch, 2002; Pagano ym., 1998; Burton ym., 2006). Listautumisessa yritys saa lukuisia uusia omistajia sekä vanhat omistajat voivat hajauttaa omaa keskittynyttä omistustaan. Listautuminen voikin olla tietynlainen exit-strategia yrityksen alkuperäisille omistajille. (Burton ym., 2006; Zingales, 1995; Pagano ym., 1998). Listautuminen näin on mahdollistajana yrityksen kasvulle ja strategian toteutumiselle (Kim & Weisbach, 2008; Bancel & Mittoo, 2009; Chemmanur & He, 2011).

Paganon ym. (1998) empiirisessä tutkimuksessa tutkittiin syitä ja motiiveja listautumiselle. Paganon ym. (1998) tutkimus on erittäin tunnettu ja arvostettu pörssilistautumisiin ja niiden motivaatioihin liittyen. Huomioitavaa Paganon ym. (1998) tutkimuksessa on se, että aineistona he ovat käyttäneet italialaisia listautumisia ja vertaavat niitä yhdysvaltalaisiin. Tällä voi olla merkitystä tutkimuksen tuloksiin, etenkin jos vertaillaan tuloksia First North -listautumisiin. Paganon ym. (1998) mukaan yrityksen pörssilistautuminen todennäköisyyteen vaikuttaa vahvasti yrityksen koko ja toimialan markkina-arvo suhteessa tasearvoon. Yritykset listautuvat enemmänkin tervehdyttääkseen tasettaan, eikä niinkään rahoittaakseen tulevia investointeja ja kasvua. Listautuminen laskee lainarahoituksen kustannusta sekä lisää vallan jakaantumista yrityksessä. (Pagano ym., 1998).

Aikaisemmat tutkimukset ovat pitkälti linjassa toistensa kanssa ja eri tutkimukset painottavat eri motiiveja listautumisen syinä. Bancel & Mittoo (2009) havaitsivat, että kasvun rahoittaminen ja lisääntynyt näkyvyys nousee tärkeimmäksi tekijäksi listautumisen syitä ajatellen. Muut syyt vaihtelevat yrityksen ominaisuuksien, maan ja lakien mukaan. Merkittävä ero Paganon ym. (1998) tutkimukseen on, se että Paganon ym. mukaan listautumisen päämotivaationa ei ole kasvun ja investointien rahoittaminen. Ero voi selittyä aineiston maiden välisillä eroilla, aineistossa olevien yritysten eroilla sekä myös tutkimuksien välillä kuluneessa ajassa. Yritykset eivät välttämättä listaudu pelkästään yhden tietyn hyödyn takia vaan monen hyödyn kombinaation seurauksena.

Tunnistaessaan tarpeen listautumiselle ja aloittaessaan listautumisprosessin tulee listautumisedellytyksien miettiminen kyseeseen. Listautumisedellytykset First North -listalle tulevat Nasdaq:ilta. Edellytykset

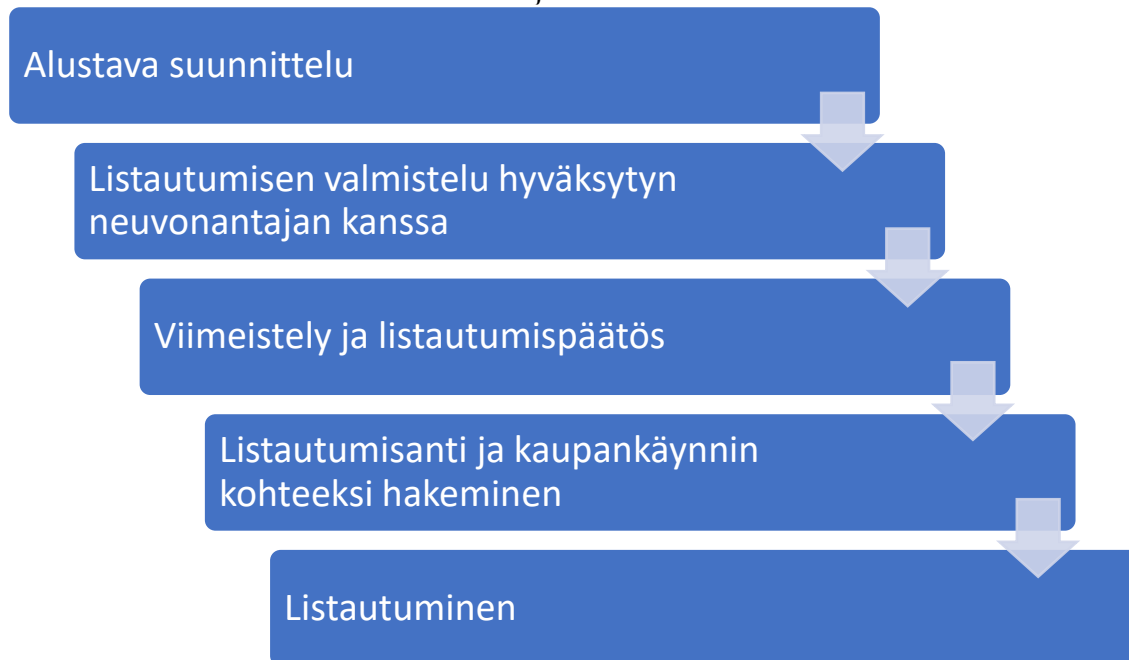
koskevat yrityksen osaketta, liiketoimintaa, hallintoa ja johtoa, tiedoksiantovelvollisuutta, käyttöomaisuutta sekä hyväksyttyä neuvonantajaa.

TAULUKKO 1 First North -listan ja päälistan edellytykset ja erot (Pörssisäätiö 2014).

Vaatus	First North <8 MEUR anti	First North >8 MEUR anti	Päälista
Yleiset yhtiötä ja osaketta koskevat edellytykset (juridinen pätevyys, vapaa luovutettavuus, arvo-osuusjärjestelmä ym.)	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Tilinpäätökset 3 vuodelta, toimintahistoria	Ei	Ei	Kyllä
IFRS-tilinpäätös	Ei	Ei	Kyllä
Riittävä tuloksenmuodostuskyky ja/tai 12 kuukauden käyttöpääoma	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Osakemäärä yleisön hallussa + riittävä kysyntä ja tarjonta	10 % yleisöllä + vähintään 300 osakkeenomistajaa tai 100 osakkeenomistajaa ja markkinatakaus	10 % yleisöllä + vähintään 300 osakkeenomistajaa tai 100 osakkeenomistajaa ja markkinatakaus	25 % yleisöllä + riittävä määrä osakkeenomistajia
Markkina-arvo	Ei	Ei	1 MEUR
Esite	Yhtiöesite	Listalleottoesite	Listalleottoesite
Raportointikyky ja -organisaatio	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Neljännesvuosiraportointi	Ei	Ei	Kyllä
Liputusilmoitukset	Ei	Ei	Kyllä
Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin (Corporate Governance) noudattaminen	Ei	Ei	Kyllä
Hyväksytty Neuvonantaja	Kyllä	Kyllä	Ei
Käsittely	Pörssi	Finanssivalvonta + Pörssi	Finanssivalvonta + Listauskomitea
Aikataulu	1-3 kk	2-4 kk	3-6 kk

Listautumisprosessista on luotu prosessikaavioita, miten prosessi useimmiten etenee. Kuviossa 1 on esitetty listautumisprosessin yleinen eteneminen. Listautumista miettivillä yrityksillä on jokaisella omat kohtansa, joihin heidän tulee panostaa erityisesti. Yrityksen listautumisprosessista ja sen tuomista muutoksista ei usein kerrota julkisuuteen. Etenkään siinä tapauksessa, jos yritys

on päättänyt olla listautumatta. Tämä voi johtua siitä, että epäonnistuneet tai peruutetut listautumisprosessit eivät tule julkisuuteen yrityksen imagoa ja mainetta suojellakseen. Listausprosessia kuvaillaan työlääksi ja raskaaksi eri artikkeleissa ja haastatteluissa.



KUVIO 1 Listautumisprosessi (Pörssisäätiö, 2014) mukailten.

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkielman rakenne jatkuu siten, että toisessa kappaleessa käydään läpi aikaisempaa tutkimusta pörssilistautumisen motiiveista, hyödyistä ja haitoista. Kolmannessa kappaleessa käsitellään tarkemmin monenkeskistä markkinapaikkaa, tarkoitusta ja sääntelyä. Kappaleessa käydään myös läpi First North -listautumisprosessia, listautumisen edellytyksiä, siihen osallistuvia osapuolia, sen kustannuksia. Neljännessä kappaleessa esitellään tutkimuksen aineisto ja tulokset. Viidennessä kappaleessa esitetään yhteenveto tutkimuksesta ja johtopäätökset. Kappaleessa vastataan tutkielman tutkimuskysymyksiin analysoimalla aineistoa ja vertaamalla sitä aikaisempaan tutkimukseen. Viidennessä kappaleessa otetaan myös kantaa tutkimuksen rajoituksiin sekä tuodaan esille mahdollisia muita tutkimusaiheita, joita on syntynyt tutkimusta tehdessä.

## 2 LISTAUTUMISEN HYÖDYT JA HAITAT

### 2.1 Listautumisten motiivit yleisesti

Listautuminen on yritykselle merkittävä askel ja tuo mukanaan uusia mahdollisuuksia. Perinteisesti listautuminen nähdään luonnollisena kehityskulkuna yritykselle, joka tapahtuu, kun yritys on saavuttanut tietyn kokoluokan tai kasvua varten tarvitaan entistä enemmän rahoitusta (Pagano ym., 1998). Talousjohtajat näkevät, että listautuminen on luonnollinen osa yrityksen kehitystä ja siitä saatavat hyödyt arvioidaan ylittävän kustannukset (Bancel & Mittoo, 2009)

On olemassa lukuisia eri teorioita ja näkemyksiä yritysten motiiveille listautua, mutta motivaatiota ei pystytä selittämään yhdellä teoriolla. Tämä johtuu, siitä, että listautuminen tarjoaa monia eri hyötyjä ja mahdollisuuksia, joiden painotus voi vaihdella yritysten välillä. (Bancel & Mittoo, 2009). Listautumisen motivaatioihin vaikuttaa eri asiat, esimerkiksi yrityksen koko, ikä ja omistajarakenne. Listautumista voidaan ajatella myös signaalointiteorian avulla. Yrityksillä, jotka ovat aliarvostettuja, mutta silti erinomaisia yrityksiä, on kannustimia signaloita positiivisia signaaleja julkisuuteen ja samalla välttää tekoja, jotka voitaisiin kokea negatiivisesti (Ang & Brau, 2003).

Motiiveja listautumiselle on lukuisia ja niiden painotus vaihtelee yritysten välillä. Brau & Fawcett (2006b) on tutkinut eri motiiveja miksi yritykset ovat listautuneet. Kyselytutkimuksessa selvitettiin 336 eri talousjohtajalta listautumisen motiiveja kymmenen eri tekijän kautta. Kyselyn perusteella 60 % vastaajista piti tärkeimpänä tekijänä osakkeen käyttämistä yrityskaupoissa vaihdannan välineenä, 50 % markkina-arvon muodostumista, 30 % imago ja maine hyötyjä. Vastaajista noin 44 % piti olennaisena myös omistajapohjan laajeneminen, sijoittajien omistuksien hajauttamisen ja pääoman kustannusten minimoinnin. Seuraavaksi tärkeimpinä vastaajista noin 30 % piti listautumisen tarjoaman mahdollisuuden pääomasijoittajien irtaantumiseen, lisääntyneen analyytikoiden mielenkiintoon ja sen, että ilman listautumista yrityksellä ei olisi

mahdollista saada yksityistä rahoitusta toiminnalleen. Kyselyssä vähiten merkitystä vastaajista (14 %) antoi sille, että lainarahoitus olisi liian kallista ilman listautumista. (Brau & Fawcett, 2006b).

Listautumisia on myös tutkittu epäsymmetrisen informaation näkökulmasta. Yrityksen täytyy tehdä valinta toiminnan rahoittamiseksi yksityisen pääomasijoittajan ja listautumisen välillä. Yrityksellä itsellään on enemmän tietoa omasta toiminnastaan, ja teorian mukaan yritykset listautuvat vasta siinä vaiheessa, kun julkisuudessa on riittävä määrä informaatiota yrityksestä. (Chemmanur & Fulghier, 1999.) Yrityksen päätöksen listautumiseen vaikuttavat kuusi eri kohtaa:

- 1) Keskimäärin listautuvat yritykset ovat vanhempia ja markkina-arvoltaan suurempia kuin yksityiset.
- 2) Listautumisen todennäköisyyteen vaikuttaa yrityksen projektien ja investointien onnistumisen arvioimisen vaikeusaste. Vertailtaessa kahta eri toimialaa, joissa projektien onnistumisen arvioinnin kustannukset ovat samankaltaiset, on todennäköisempää, että yritys mikä toimii toimialalla, joka sitoo enemmän pääomaa, listautuu aikaisemmin. Jos taas toimialoilla on samankaltaiset pääoma vaatimukset, mutta erottavana tekijänä on projektien onnistumisen arviointi, niin teorian mukaan yritykset, jotka toimivat toimialalla, joilla projektien onnistumisen arviointi on hankalampaa listautuvat myöhemmin.
- 3) Eurooppalaiset yritykset listautuvat myöhäisemmässä vaiheessa kuin Pohjois-Amerikkalaiset. Tätä selittää se, että Pohjois-Amerikkalaisessa listautumisprosessissa on mukana enemmän investointipankkeja sekä analyytikoita ja tämä vähentää yleisön informaatiokustannuksia.
- 4) Listautumisaallot tapahtuvat toimialoittain ja johtuvat tuottavuuden äkillisistä pyrähdyksistä tietyllä toimialalla. Kuumat markkinat näkyvät, myös kun samalla toimialalla jo listautuneiden yritysten arvostukset ovat korkealla.
- 5) Tiukan sääntelyn rationaalisuus vaikuttaa listautumisen mahdollisuuteen. Tutkimuksessa he nostavat esiin Lontoon pörssin vaatimuksen 3-vuoden kannattavasta toiminnasta, jotta voi listautua ja tämän sopivuuden esimerkiksi bioteknologian yrityksille. Usein korkean teknologian yritykset eivät ole vielä voitollisia, kun ne listautuvat vaan hakevat juuri rahoitusta listautumisellaan. Teorian mukaan tämän tapaisia rajoituksia ja sääntelyitä ei tulisi olla pörsseissä.
- 6) Listautumisella parannetaan yrityksen osakkeen likviditeettiä. Periaatteessa yksityinen osakeyhtiö voi myydä osakkeitaan suurelle omistajajoukolle, mutta tällöin yksittäisen sijoittajan informaatiokustannus kasvaisi suureksi eikä näin olisi välttämättä kannattavaa. (Chemmanur & Fulghieri, 1999).

Yritykset, joilla on korkea tarve investointien rahoittamiselle, matalammat informaation tuottamiskustannukset sekä toimialalla korkea markkina-arvo suhteessa tasearvoon listautuvat todennäköisemmin. Tätä tukee löydökset siitä,

että yritysten investoinnit ja kannattavuus nousee merkittävästi listautumisen jälkeen. (Aslan & Kumar, 2009.)

Yrityksen motivaatio listautumiseen voidaan ryhmitellä viiteen eri kategoriaan:

- a) Kasvunrahoittaminen uusilla rahoitusmuodoilla ja pääomarakenteen optimointi
- b) Osakkeen likviditeetti ja yrityksen markkina-arvo
- c) Yrityksen tunnettuus ja imago hyödyt
- d) Strategian mahdollistaminen
- e) Avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi

Nämä neljä eri kategoriaa eivät ole toisiaan poissulkevia, yrityksen motivaatio listautua voi koostua näiden neljän eri kategorian osista tai yhdistelmistä. Monet listautumisesta saatavista hyödyistä myös linkittyvät toisiinsa. Seuraavaksi käymme läpi näitä neljää eri kategoriaa.

## **2.2 Kasvun rahoittaminen uusilla rahoitusmuodoilla ja pääomarakenteen optimointi**

Pääomarakenteen optimointi on ensimmäisiä tutkittuja listautumismotiiveja. Modiglianin ja Millerin (1958) teorian mukaan yrityksen pääomarakenteella ei ole minkäänlaista vaikutusta yrityksen arvoon. Teoriaa on myöhemmin päivitetty, ottaen huomioon vieraan pääoman käytöstä syntyvät verohyödyt. Tämän myötä teoria muuttui siten, että yrityksen tulisi maksimoida vieraan pääoman määrä (Modigliani & Miller, 1963). Teoriaa on kritisoitu siitä, että se ei huomioi konkurssin mahdollisuutta ja, että teoria toimii vain optimaalisissa ja yksinkertaisissa olosuhteissa. Riippumatta teorian puutteista, se on yleisesti hyväksytty. Modiglianin ja Millerin teoriaa on päivitetty useaan otteeseen ja Scott (1976) on täydentänyt mallia huomioimalla riskin konkurssista. Tällä on pystytty todistamaan, että pääomarakenteella on merkitystä yrityksen arvoon ja pääoman kustannukseen. Optimaalinen vieraan pääoman määrään vaikuttaa yrityksen käyvän omaisuuden arvo, yrityksen koko ja kansallinen yritysveroaste. (Scott, 1976). Yrityksen arvoon ja rahoitusmuotoon vaikuttaa myös epäsymmetrinen informaatio, sillä mitä enemmän riskiä yrityksen tuotot sisältävät, sitä korkeampaa tuottovaadetta lainanantajat vaativat ja näin ollen optimaalinen velkataso on matalampi (Leland & Pyle, 1977).

Tulevien investointien ja kasvun rahoittaminen on monen yrityksen pääsyy listautumiselle (Ritter & Welch, 2002). Listautuminen ja osakeannit ovat erityisen houkuttelevia vaihtoehtoja yrityksille joilla on korkea investointiaste, korkea velkaantumisaste ja kasvu on voimakasta (Pagano ym., 1998). Tätä voidaan selittää siten, että yritykset haluavat tasapainottaa tasettaan keräämällä oman pääoman ehtoista rahoitusta listautumisannilla. Rahoituslähteiden kasvu on tärkeä motiivi listautumiselle etenkin pienten kasvuyhtiöiden kohdalla (Bancel & Mittoo, 2009). Listautumisen ansioista yrityksen ei tarvitse rahoittaa

toimintaansa pelkästään tulo-rahoituksen ja lainarahoituksen turvin (Brav, 2009). Listautuneet yritykset usein kasvattavat liikevaihtoa ja investointeja huomattavasti, mutta ongelmana on säilyttää operatiivinen tehokkuus ja kannattavuus voimakkaan kasvun seurauksena. Tätä on selitetty sijoittajien ylioptimistisilla odotuksilla yritystä kohtaan listautumisessa. (Jain & Kini, 1994.)

Merkittävä uusi rahoitusmuoto julkiselle osakeyhtiölle on osakeannit. Osakeanneissa yritys luo uusia osakkeita ja myy näitä institutionaalisille- ja piensijoittajille. Osakeanneissa alkuperäisten omistajien suhteellinen omistusosuus pienenee (Chemmanur & Fulghieri, 1999). Yritys voi järjestää listautumisen joko osakeantina tai osakemyyntinä tai näiden yhdistelmänä. Osakeannissa yritys luo uusia yrityksen osakkeita ja näitä osakkeita käytetään osakeannissa. Osakeannissa yritys saa listautumisesta kerättävät varat omaan käyttöönsä, kun taas osakemyynnissä alkuperäiset omistajat myyvät omistamiaan osakkeitaan ja saavat näistä vastineeksi rahaa. (Kim & Weisbach, 2008). Paganon ym. (1998) mukaan listautumisesta kerättävien varojen tärkein tarkoitus on pääomarakenteen tasapainottaminen. Tämä koskee etenkin yrityksiä, jotka ovat tehneet suuria investointeja ennen listautumista. Tätä tulosta on kiistetty myöhemmin, kuten Kim & Weisbach (2008) toteavatkin, että tärkein motiivi listautumisesta on primääriosakeannista kerättävien varojen käyttö tuleviin investointeihin. Eron tähän tekee kuitenkin yritykset, jotka järjestävät listautumisessaan sekundääriosakeanteja, eli myy osakkeitaan. Aslan ja Kumarin (2011) mukaan merkittävä motivaatiotekijä listautumiselle on listautumisen tuoma hyöty rahoituksen saatavuudelle ja sitä kautta mahdollistaen investoimisen kasvumahdollisuuksiin.

Listautumisella voidaan myös lisätä yritysten neuvotteluvoimaa lainaneuvotteluissa, laskea pankkilainojen korkoja (Pagano ym., 1998) ja lisätä rahoitusta tarjoavien tahojen mielenkiintoa yritystä kohtaan (Rajan, 1992). Tämä voidaan selittää sillä, että julkisista osakeyhtiöistä on paljon informaatiota saatavilla markkinoilla. Lisääntynyt luotettava informaation määrä vähentää informaation epäsymmetrisyyttä (Leland & Pyle, 1977). Julkiset osakeyhtiöt tuottavat informaatiota itse, osin vapaaehtoisesti ja myös regulaation johdosta sekä analyytikot tuottavat yrityksestä informaatiota. Tämä vähentää lainanantajien informaation keräämiskustannuksia ja näin laskee lainojen korkoa. Listautuneiden yritysten neuvotteluvoima kasvaa myös sen myötä, että heillä on lainarahoitukselle vaihtoehtona omanpääomanehtoinen rahoitusvaihtoehto. (Pagano ym., 1998; Rajan, 1992). Pienille yrityksille lainojen ehdot voivat olla toimintaa rajoittava tekijä ja yritysten lainaneuvotteluvoimat ovat usein hyvin rajallisia (Faulkender & Petersen, 2006).

Pagano ym., (1998) esittävätkin, että yritykset, joille ei ole tarjolla muita rahoitusvaihtoehtoja kuin korkeakorkoisia lainoja tarjoavat pankit, on listautuminen todennäköisempää. Listautumisella voidaan laskea lainojen korkoa sekä parantaa rahoituksen saatavuutta, sekä ajan kuluessa säästö lainankorkokuluissa voi kattaa kokonaan listautumisesta aiheutuneet kustannukset. (Pagano ym., 1998.) Näitä löydöksiä tukee myös agenttiteoria. Agenttiteorian mukaan omistajien ja velkojien intressit yritystä kohtaan voivat

poiketa toisistaan ja aiheuttaa yhdessä monitoroinnin kanssa agenttikustannuksia yritykselle, nostaan lainanantajan tuottovaatimusta myönnetylle lainalle. Vieraan pääoman kustannusten laskua voidaan siis selittää agenttikustannusten pienentymisellä lisääntyneen informaatio tuottamisen myötä. (Jensen & Meckling, 1976.)

Yritykset menestyvät ja selviytyvät pörssissä paremmin, jos heillä on matala velkaantumisaste ja näin enemmän joustavuutta rahoituksessa. Menestykseen myös vaikuttaa, jos listautumisessa on ollut takaamassa arvostettu investointipankki tai pääomasijoittaja, ja jos yritys panostaa tutkimus- ja kehitystoimintaan ja näin yritys voi saavuttaa kilpailuetua aineettoman pääoman kertymisen avulla. (Hsu, Reed & Rocholl, 2010.)

### 2.3 Osakkeen likviditeetti ja yrityksen markkina-arvo

Listautuminen vaikuttaa yrityksen osakkeen likviditeettiin. Yksityisen osakeyhtiön osakkeita voidaan myös vaihtaa löytämällä toinen osapuoli kaupankäyntiin. Ongelmaksi yksityisen osakeyhtiön osakkeiden myymisessä voi nousta sopivan kaupankäyntiosapuolen löytäminen ja löytämisen kustannukset. Listautumalla pörssiin yritys saa osakkeelleen kauppapaikan. Listautumisen myötä osakkeen vaihdanta on nopeampaa ja kustannukset vaihdantaan pienenevät. Jos listautumisessa omistajat myyvät omia osakkeitaan he pääsevät näin hyötymään listautumisen tuomasta likviditeetin parannuksesta. Yrityksen osakkeen likviditeetti kasvaa sen osakkeen vaihdannan volyymin myötä, joten listautumisesta saatavat likviditeetti hyödyt voivat olla vähäisempiä pienemmille yrityksille. (Pagano ym., 1998.) Yrityksen likviditeetillä voidaan myös vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon. Amihud ja Mendelson (1986) käyttivät likviditeetin mittaamiseen osakkeen myynti- ja ostohinnan välistä erotusta. Mitä suurempi erotus on, niin sitä suurempaa tuotto-odotusta osakkeelta voidaan vaatia. Yrityksen parantaessa osakkeen likviditeettiä voi myös osakkeen arvo nousta. Listautuminen ja entistä paremman informaation julkaiseminen voidaan nähdä olevan tekoja, joilla parantaa osakkeen likviditeettiä. (Amihud & Mendelson, 1986.)

Listautumisessa yrityksen likviditeetin kannalta saattaa aiheuttaa ongelmia, jos annissa on suuri määrä allokoitu osakkeita institutionaalisille sijoittajille. Institutionaalisten sijoittajien sijoituksia voi koskea luovutukseen liittyviä rajoituksia ja näiden rajoitusten johdosta markkinoille ei välttämättä ole tarjolla vaihdettavia osakkeita. Näin pienetkin myynnit voivat aiheuttaa heiluntaa osakekurssiin. (Burton ym., 2006.)

Listautumalla yritys luo vaihdannan välineen, osakkeen, jolla on reaaliaikainen markkinoilla määritetty arvo. Joidenkin tutkijoiden mukaan merkittävin motivaatio listautumiselle on yrityksen osakkeen käyttäminen yrityskaupoissa vaihdannan välineenä. (Brau & Fawcett 2006a.) Bancelin ja Mittoon (2009) tutkimuksen mukaan 56 % talousjohtajista pitää yrityskauppojen mahdollistamisena tärkeänä motivaationa listautumiselle. Listautuminen



helpottaa merkittävästi myös markkina-arvon määrittelyä ja osakkeen käyttämistä yrityskaupoissa (Bancel & Mittoo, 2009). Yksityisen yhtiön todellisen markkina-arvon määrittäminen on hankalaa, se sisältää paljon epävarmuutta ja erimielisyyttä eri sidosryhmien välillä ja tällä on suora vaikutus yrityskauppojen neuvotteluihin. Listautuminen vähentää yrityksen markkina-arvon määrittämiseen liittyviä ongelmia. (Hsieh ym., 2011.)

Yrityskauppojen mahdollistaminen motivaationa listautumiseen tukee Celikyurtin, Sevilirin ja Shivdasanin (2010) tutkimus, jonka mukaan listautuneet yritykset kasvavat pääosin yrityskauppojen takia ensimmäisten viiden pörssissä olo vuoden aikana. Listautuneet yritykset myös toteuttavat yrityskauppoja useammin kuin yksityiset yritykset. Listautuneiden yritysten yrityskaupoista saatavat tuottavuuden kasvu on myös korkeampi. (Maksimovic, Phillips & Yang, 2013.) Listattujen yritysten yrityskauppa aktiivisuutta voidaan selittää sillä, että yrityksen osakkeita on mahdollista käyttää vaihdannan välineenä yrityskaupoissa (Brau, Francis & Kohers, 2003; Brau & Fawcett, 2006; Celikyurt ym., 2010; Hsieh ym., 2011.) Celikyurt ym., (2010) mukaan 31 % listautuneista yrityksistä tekevät ensimmäisenä vuotena pörssilistalla vähintään yhden yrityskaupan. Viiden vuoden aikana 77 % yrityksistä on tehnyt vähintään yhden yrityskaupan ja tyypillinen yritys tekee neljä yrityskauppaa viiden ensimmäisen vuoden aikana. Ainoastaan 19 % yrityksistä oli tehnyt yrityskaupan yksityisenä yhtiönä viisi vuotta edeltävänä ajanjaksona ennen listautumista. Yrityskaupat voivat nousta merkittävämmäksi kasvun ajuriksi listautuneelle yritykselle kuin investoinnit tai tutkimus- ja kehitystoiminta. (Celikyurt ym., 2010.)

Juuri listautunut yritys toteuttaa yrityskaupan myös todennäköisemmin, jos yrityksen markkina-arvo on huomattavasti korkeampi kuin ennalta arvioitiin listautumisannissa. Asia toimii myös käänteisesti, eli jos antihinta on korkeampi kuin toteutunut markkina-arvo, on epätodennäköisempää toteuttaa yrityskauppoja lähitulevaisuudessa. (Hsieh, ym., 2011.) Yritys, joka ei tee tuottoa, ei todennäköisesti toteuta yrityskauppoja listautumisen jälkeen. Yrityksen koko, ikä ja listautumisannin suuruus vaikuttavat vahvemmin yrityskauppojen todennäköisyyteen. (Signori, 2018.)

Yrityksen osakkeiden yliarvostus on merkittävä tekijä yrityskaupoissa, sillä korkeasti arvostetut yritykset kykenevät toteuttamaan yrityskauppoja paremmin ja tekevät niitä myös useammin kuin matalammin arvostetut yritykset. Yrityskauppa tilanteissa ostajan osake on usein arvostettu korkeammalle kuin myyjän osake. (Ang & Cheng, 2006.) Yleinen toimialan korkea osakkeen arvostus vaikuttaa myös listautumishaluihin yrityksissä. Listautumiset usein ajoittuvat hetkiin, jolloin arvostustasot ovat korkealla. (Pagano ym., 1998.)

## 2.4 Yrityksen tunnettuus ja imagohyödyt

Listautumisen motivaationa voi olla myös yrityksen imagon ja tunnettuuden parantaminen. Bancelin ja Mittoon (2009) mukaan, listautumalla voidaan parantaa ja lisätä yrityksen mainetta ja näkyvyyttä sekä samalla laajentaa osakkeiden omistajien joukkoa. Yli 80 % tutkimuksen talousjohtajista ovat samaa mieltä siitä, että listautuminen toimii eräänlaisena mainoskampanjana yritykselle ja lisää yrityksen tunnettuutta. Imagohyödyiksi rahoitusjohtajat listaavat maineen yritysten välillä, sidosryhmien huomion herättämisen, hyvä maine työnantajana sekä kansainvälisen huomion. (Bancel & Mittoo, 2009.)

Sijoittajat, jotka eivät ole tietoisia yrityksestä eivät myöskään ole eikä tule yrityksen omistajiksi. Jos yrityksen tavoitteena on kasvattaa omistajakuntaa, sen tulisi käyttää tarvittavat resurssit sen saavuttamiseksi. Omistajakunnan laajentaminen alentaa pääomankustannusta sekä nostaa yrityksen markkina-arvoa kasvaneen kysynnän myötä. Tämä vaikutus on sitä suurempi mitä pienempi ja tuntemattomampi yritys on. Yrityksen tunnettuuteen sijoittajien keskuudessa vaikuttaa myös muutkin tekijät kuin yritys ja sen teot. Medialla ja uutisilla on merkittävä vaikutus sijoittajien mielenkiintoon yritystä kohtaan. Sijoittajien mielenkiinto yritystä kohtaan voi nousta, vaikka julkaistava tieto ei olisi uutta ja aikaisemmat sijoittajat sen tietäisivät jo entuudestaan. Tämä johtuu siitä, että aikaisempi julkistus ei välttämättä ole saavuttanut tarpeeksi suurta huomiota tai levikkiä. Listautumisen järjestävällä pankilla on myös merkitystä sijoittajahuomioon, sillä jos valitulla investointipankilla on laaja sijoittajasuhdeverkosto, voi investointipankki rahoituksen keräämisen lisäksi houkutellessa uusia sijoittajia yritykseen. Uutiset ja muu media huomio ei välttämättä tarvitse koskettaa juuri kyseistä yritystä. Positiivinen media huomio yleisesti yrityksen toimialasta tai listautumisista voi vaikuttaa myös positiivisesti yrityksen sijoittajien mielenkiintoon. (Merton, 1987.) Burton ym., (2006) mukaan listautuminen tuo tietynlaista arvostusta yritykselle, joka näkyy siten, että ”yritys on nyt niin tärkeä, että meidän puheluihimme kannattaa vastata”.

Piensijoittajat ostavat usein sellaisten yrityksiä osakkeita, jotka saavat suurta mediahuomiota, huomattavan korkeaa vaihtovolyymien määrää tai osakkeita, joilla on erittäin korkeita päivätuottoja. Tämä selittyy, sillä, että ihmisten aika ja käytettävissä olevat resurssit eri sijoituskohteiden etsimiseen on rajallista. Sijoittajat eivät osta jokaista osaketta, jotka herättävät heidän huomionsa, mutta ostavat vain osakkeita, jotka ovat herättäneet huomion. Ammattimaiset sijoittajat ja rahastot eivät toimi kuitenkaan tutkimuksen mukaan tällä tavoin. Tämä selittyy, sillä että heillä on enemmän aikaa ja resursseja eri sijoitusvaihtoehtojen tutkimiseen. (Barber & Odean, 2008.)

Burtonin ym., (2006) haastattellessa listautuneiden yritysten johtajia ja neuvonantajia, merkittävämmäksi listautumismotivaatioksi nousi yrityksen näkyvyyden ja tunnettuuden lisääminen. Tällä yritykset tavoittelevat lisääntyneitä kiinnostusta sijoittajien ja asiakkaiden keskuudessa. Listautumisessa myös voidaan tavoitella yrityksen imagon ja statuksen

parantamista verrattuna yksityisiin kilpailijoihin, joka auttaa tulevaisuuden kasvun tavoittamisessa. Johtajien mukaan yritykset mieluummin solmivat sopimuksia ja asioivat listatun yhtiön kanssa yksityisen yhtiön sijaan. (Burton ym., 2006.) Näin lisääntynyt sijoittaja- ja asiakashuomio voi myös olla tukena yrityksen strategian toteuttamisessa.

Pienemmillä ja nuoremmilla pörssiyhtiöillä voi olla hankaluutena herättää tarpeeksi sijoittaja- ja mediakiinnostusta. Suuret yhtiöt usein parantavat sijoittaja- ja mediakiinnostusta lisäämällä raportointiaan kattamaan enemmän kuin lakisääteisen minimin. Tämä lakisääteisen raportoinnin lisääminen ei välttämättä herätä yhtä suurta sijoittaja- ja mediahuomiota pienempien yritysten kohdalla. Sijoittajasuhdetoiminnan kehittämällä ja panostamisella voi pienemmät yritykset parantaa yhtiön tunnettuutta, analyytikoiden kiinnostuneisuutta sekä mediahuomiota. Sijoittajasuhteiden kehittymisellä voidaan myös saavuttaa entistä enemmän institutionaalisten sijoittajien mielenkiintoa yritystä kohtaan. Sijoittajasuhdetoimintaan panostamalla ja tämän myötä sijoittaja- ja mediahuomion parantamisella on myös positiivinen vaikutus yrityksen markkina-arvoon. Nämä löydökset eivät välttämättä päde samassa laajuudessa suurempiin yrityksiin, sillä ne eivät kohtaa useinkaan samanlaisia ongelmia sijoittaja- ja mediahuomion kanssa. (Bushee & Miller, 2012.)

On huomattu, että kun yrityksellä menee hyvin ja osakekurssi kehittyi positiivisesti, niin tällä on positiivinen vaikutus asiakkaisiin. Sama pätee myös, siinä tilanteessa, kun yrityksellä menee huonommin. Asiakkaat ovat tällöin huolissaan yrityksen tulevaisuudesta ja voivat vaatia suurempia alennuksia. (Burton ym., 2006.) Tämä voi selittyä sillä, että osakekurssi perinteisesti oletetaan sisältävän kaiken tarjolla olevan informaation ja näin asiakkaat voivat kokea, että yrityksen neuvotteluasema asiakkaiden kanssa on heikentynyt huonontuneen tilanteen myötä.

## 2.5 Listautuminen strategian mahdollistajana

Motiiveja listautumiseen on lukuisia, yritykset voivat hakea listautumisella tiettyä etua tai hyötyä. Joillain yrityksillä listautuminen on strategian toteutumisen mahdollistaja. Yritykset voivat listautumisella koittaa vallata enemmän markkinaosuutta, tai hakea voimakasta kasvua ja näin karkottaa kilpailijat (Chemmanur & He, 2011). Hsun ym., (2010) mukaan ilmoitus listautumisaikeista sekä varsinainen listautuminen vaikuttaa sen kilpailijoiden liiketoimintaan negatiivisesti. Jos yritys ilmoittaa vetäytyvänsä listautumisaikeistaan vaikuttaa se kilpailijoiden osakekursseihin positiivisesti (Hsu ym., 2010).

Jos yritys toimii toimialalla, jolla ei ole vielä kilpailijoita pörssissä, niin listautumalla yritys pääsee nauttimaan ensilistautujan eduista, riskinä tässä on kuitenkin informatiovuoto kilpailijoille. Etenkin korkean teknologian aloilla kilpailijat voivat hyötyä toisen yrityksen listautumisesta, sillä he näkevät miten uusi teknologia menestyy pörssissä ja voivat sillä välin keskittyä oman

teknologian kehittämiseen. Tämä on ensilistautujalle haitallista, sillä myöhemmin listautuneiden kilpailijoiden tuotteet ja palvelut voivat olla ylivertaisia ensilistautujan teknologiaan. Tässä tutkimuksessa on käyty läpi aikaisemmin listautumisen motivaatioita ja hyötyjä, nämä samat hyödyt pätevät myös toimialojen ensilistautujiin. Ensilistautuja pääsee nauttimaan kasvaneesta näkyvyydestä markkinoilla, maineen ja uskottavuuden kasvusta verrattuna listaamattomiin kilpailijoihin. (Maksimovic & Pichler, 2001.)

Listautunut yritys voi toteuttaa aggressiivisempia strategioita markkinoilla, kuin listaamaton yritys, sillä listautumisessa yritys saa lukuisia uusia omistajia. Tämä voidaan selittää Markowitzin (1952) portfolioteorian avulla. Listautuneiden yhtiöiden omistajat hajauttavat omistuksiaan useisiin eri yrityksiin, joten yhden yrityksen arvon vaihteluilla ei ole niin suurta merkitystä hajautetun sijoitussalkun omistajalle (Markowitz, 1952). Toimialoilla, joilla kilpailu tapahtuu lähes identtisten tuotteiden välillä voi listautunut yritys harjoittaa erityisen aggressiivista strategiaa markkinoilla tuoton maksimoimiseksi. Aggressiivinen strategia vähentää yrityksen kilpailijoiden kannattavaa tuotantomäärää ja näin kasvattaa yrityksen omaa tuottoa. Listautumisen strateginen hyöty kasvaa, jos toimialalla kilpaillaan samoista asiakkaista, ja kysyntä kohtaa epävarmuutta. Listautuminen myös vaikuttaa epäsuotuisasti listautuneen yrityksen markkinakilpailijoihin pienentäen heidän markkinaosuuttaan. (Chod & Lyandres, 2011.)

Motivaationa listautumiselle voi olla myös alkuperäisten omistajien irtautuminen yhtiön omistuksesta, kokonaan tai osittain. Tutkittaessa kolmen vuoden ajanjaksoa listautumisen jälkeen on huomattu, että yrityksen omistuksen ja määräysvallan vaihtuvuus on kaksi kertaa yleisempää, kun verrataan vastaaviin yksityisiin yrityksiin. Omistuksen ja määräysvallan vaihtuvuus kasvaa entisestään, jos listatun yhtiön tytäryhtiö listautuu. (Pagano ym., 1998.)

Mahdollisuus vähentää omistusta yhtiöstä on tärkeää etenkin yhtiön suuromistajille. Pienissä yrityksissä alkuperäisillä perustajilla voi olla merkittävä osa yhtiöstä omistuksessaan ja näin he voivat vähentää omistustaan ja tuoda uusia osakkaita yritykseen. Pääomasijoittajille irtautuminen yhtiöstä listautumisen aikaan on myös tärkeää, sillä he haluavat usein sijoittaa rahaa edelleen mahdollistaen mahdollisimman korkean sijoituksen tuoton. (Burton ym., 2006.)

Yrityksellä voi olla erilaisia osakkeita, osakkeet voivat oikeuttaa pelkästään voitonjakoon tai myös äänioikeuteen. Osakeyhtiön määräysvalta määräytyy sille taholle, joka omistaa yli 50 % äänioikeuteen omaavista osakkeista (Kirjanpitolaki 1.luku 5§ 1. momentti). Alkuperäinen omistaja voi halutessaan listautuessa myydä pelkästään voitonjakoon perustuvaa osaketta listautumisessa ja pidättää näin määräysvallan itsellään. Listautuva yritys voi näin optimoida osakkeitaan listautumisannissa. (Pagano ym., 1998.) Zingalesin (1995) teoria on samassa linjassa Paganon ym. (1998) kanssa. Teorian mukaan listautuminen on tuottoa maksivoiva päätös yrityksen alkuperäiseltä omistajalta, sillä listatun yrityksen myyminen tuo suuremman tuoton kuin yrityksen myyminen ilman listautumista. Alkuperäinen omistaja maksimoi tuottonsa

myymällä osakkeet kahdessa eri vaiheessa. Ensiksi myymällä voitonjakoon perustuvat osakkeet ja tämän jälkeen neuvottelee äänioikeukset sisältävien osakkeiden myynnistä ostajan kanssa. Markkinat toimivat täysin tehokkaasti, kun kaupan kohteena on voitonjako-osuuksiin oikeuttavat osakkeet, sillä jokaisella sijoittajalla on mahdollisuus ostaa niitä. Äänioikeuteen oikeuttavien osakkeiden kaupankäynnissä markkinat eivät toimi tehokkaasti, sillä vain harvalla taholla on mahdollista hankkia määränemmistö äänioikeuksia sisältävistä osakkeista. Neuvottelemalla näiden muutaman ostaja ehdokkaan kanssa yrityksen äänioikeuksien enemmistön myynnistä alkuperäinen omistaja voi maksimoida tuottoensa. Teorian mukaan, alkuperäisellä omistajalla tulee olla myös yli 50 % määräysvallasta omistuksessaan sekä yrityksen ainoa motiivi listautumiselle on omistajien irtautuminen yhtiöstä. Listaamisprosessissa yrityksellä voi olla jo ideana yrityksen myynti ulkopuoliselle ja tätä voidaan edesauttaa arvostamalla yritys houkuttelevalla tasolla listautumisannissa. (Zingales, 1995.) Suurien määrien sisäpiiriomistuksessa olevien osakkeiden myyntiä listautumisessa voidaan pitää negatiivisena signaalina yhtiöstä ja sen arvosta (Brau & Fawcett, 2006a). Zingalesin (1995) teorian mukaan yrityksen pääomistaja säilyttää itsellään päätäntävällän yrityksestä listautumisvaiheessa myymällä pelkästään voitonjakoon oikeuttavia osakkeita. Tällaisessa tilanteessa markkinoilla on epäsymmetristä informaatiota yrityksen pääomistajan pimitäessä oikeita aikeitaan myydä yrityksen äänioikeutetut osakkeet myöhäisemmässä vaiheessa (Zingales, 1995).

Keskittynyt omistajuus yrityksessä myös suojaa sitä mahdollisilta yrityskaappauksilta. Tämän johdosta, etenkin pienten listautujien tulisi säilyttää itsellään äänioikeuksien enemmistö listautumisen jälkeenkin. (Pagano & Röell, 1998.)

Kuten aikaisemmin on mainittu, listautuminen voidaan toteuttaa joko osakeannilla tai olemassa olevien osakkeiden myynnillä tai näiden yhdistelmänä. Olemassa olevien osakkeiden myynnistä saatavat varat menevät niiden omistajilleen. Listautumisanneissa voi olla erilaisia sopimuksia pääomistajien ja pääomasijoittajien kanssa, jotka estävät osakkeiden myynnin tietyn ajanjakson ajan listautumisen jälkeen. Tällä yritys pystyy signaloimaan yrityksen pääomistajien uskoa yritykseen ja sen menestymiseen pörssimarkkinoilla. (Brau & Fawcett, 2006a.) Zingalesin (1995) teoriaa yrityksestä irtautumisesta vaiheittain tukee myös Mello ja Parsons (1998). Heidän mukaansa pörssilistautuminen on luotu myymään osakkeita pienissä määrin suurille määrille sijoittajia, eikä listautumisannissa kannata myydä suurta osaa äänivallasta. Etenkään jos sääntely estää osakkeiden erilaisen hinnoittelun erilaisille sijoittajille. Alkuperäisten omistajien on tehokkaampaa ja edullisempaa irtautua äänivallastaan listautumisen jälkeen. (Mello & Parsons, 1998.) Listautuminen mahdollistaa siis alkuperäisten omistajien irtautumisen yhtiöstä (Zingales, 1995, Mello & Parsons, 1998). Alkuperäisten omistajien irtautumisessa voi tapahtua myös informaation peittelyä listaamisprosessin eri vaiheissa ja epäsymmetrisen informaation hämmentämistä. (Ang & Brau, 2003). Omistajien ei kannata irtautua yhtiöstä, jos se on listautumisvaiheessa vielä nuori ja tappiollinen

kasvuyritys. Osakkeilla ei välttämättä ole kysyntää, jos niistä halutaan luopua suurissa määrin irtautumisesta aiheutuvan negatiivisen signaloinnin takia. (Signori, 2018.) First North -markkinapaikalle listautuvat yritykset ovat usein nuoria kasvuvaiheen yrityksiä, joten yrityksen pääomistajien ei välttämättä kannata irtautua yrityksestä listautumisvaiheessa.

Jos yrityksellä ei ole listautumisannissa kerätylle pääomalle aitoa tarvetta, jää pääoman tulevaisuuden tuotto usein heikommaksi. Tällainen käyttäytyminen antaa viitteitä siitä, että listautumisella ei ole ollut muuta tarkoitusta kuin optimaalisen markkinatilanteen hyödyntäminen yrityksen arvon ja omistajien omistuksen arvon maksimoimiseksi. (Greenwoord, 2005.)

## 2.6 Avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi

Yrityksen listautuessa se saa lukuisia uusia omistajia. Yrityksen tulisi miettiä jo etukäteen, miten listautumisen jälkeen omistus pohja muotoutuu, sillä yrityksen omistus pohjan rakenne vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon. Suurin osa omistajista ovat passiivisia ja omistavat vain pienen osan äänivallasta, mutta suuremmat aktiiviset omistajat monitoroivat ja valvovat yrityksen toimintaa jatkuvasti ja tällä on yrityksen arvoa nostattava vaikutus. Suuret omistajat myös vaikuttavat johdon monitoroinnin ja kontrolloinnin tehokkuuteen positiivisesti. (Mello & Parsons, 1998.) Listautuneet yritykset ovat alttiita yritys kaappauksille sekä johto altistuu jatkuvaan monitorointiin osakemarkkinoilla. (Pagano ym., 1998). Keskittynyt omistajuus sekä matala osakkeen likviditeetti voi alentaa monitoroinnin tuomia hyötyjä (Holmström & Tirole, 1993). Yksityiset yritykset, joissa on enemmän kuin yksi osakkeenomistaja, voivat kärsiä ylimonitoroinnista.

Listautuessa yritys saa julkisen markkina-arvon, jota voidaan hyödyntää monitoroinnissa ja kannustinjärjestelmien rakentamisessa. Listautuneen yrityksen johdon palkka voi olla osittain sidottuna yrityksen osakekurssin arvoon. Osakekurssin arvo määräytyy tehokkaan markkina -hypoteesin mukaan kaiken saatavilla olevan tiedon mukaan. Osakekurssi määräytyy siis objektiivisesti kolmannen osapuolen mukaan ja on arvio yrityksen toiminnan menestymisestä ja johtamisesta. (Holmström & Tirole, 1993.)

Suunniteltaessa listautumista on yrityksen myös kannattavaa rakentaa tehokas kannustinjärjestelmä, jotta se voi sitouttaa avainhenkilöstön ja johdon yritykseen. Yleinen tapa sitouttaa henkilöstöä ja johtoa on osakeoptiot. Huomioitavaa on se, että osakeoptioiden tuotot ovat hyvin volatiileja lyhyelläkin aikavälillä ja tästä voi seurata tarpeetonta riskinottoa yritykselle. Osakeoptiot voivat olla erittäin tehokkaita sitouttamaan, jos johdolla on saman aikaan omistuksessaan huomattava osakeomistus yrityksestä. Tällä tavalla voidaan yhtenäistää yrityksen ja johdon tavoitteet, samalla vähentäen agenttikustannuksia. (Pukthuanthong, Roll & Walker, 2007.)

Kannustinjärjestelmää ja osakepalkkioita mietittäessä on hyvä ottaa huomioon, niiden mahdolliset negatiiviset vaikutukset, etenkin jos omistajuus ja johto on eriytynyt. Jos kannustinjärjestelmä on sidottu tiukasti yhtiön

osakekurssiin, voi yhtiön johto yrittää nostattaa osakekurssia nostaakseen yrityksen osakekurssia lyhyellä aikavälillä ja näin ansaitakseen suuremmat palkkiot. Tästä voi koitua yhtiölle ongelmia pitkällä aikavälillä, jos yritys on esimerkiksi lähtenyt laajentumaan yrityskaupoilla nopeasti ja tekemällä huonoja päätöksiä. (Jensen, Murphy, Wruck, 2004.)

Listautuneella yrityksellä voi olla lukuisia eri omistajia ja yksittäisellä osakkeenomistajalla voi olla pieni motivaatio seurata yrityksen johdon toimia, jotta voisi estää mahdolliset negatiiviset toimet yrityksen kannalta. Tehokkaan monitoroinnin kannalta yrityksellä tulisi olla osakkeenomistajia, joilla on suuri omistusosuus yrityksestä, koska heillä olisi siten suurempi motivaatio monitoroida yrityksen johtoa. (Pagano & Räell, 1998.)

## **2.7 Listautumisen aiheuttamat kustannukset ja mahdolliset haasteet**

### **2.7.1 Kustannukset**

Listautumisesta aiheutuu lukuisia eri kustannuksia yritykselle. Listautumisessa suoria kustannuksia aiheutuu mm., hyväksytyltä neuvonantajalta, taloudelliselta ja lailliselta neuvonantajalta, Nasdaqilta, sijoittajasuhteiden hoitamisesta sekä finanssivalvonnasta. (Nasdaq, 2019b.) Nämä ovat kustannuksia, joilta listautuva yritys ei voi välttyä, mutta osaan voi hieman vaikuttaa. Nasdaq määrittelee edellä mainitut eri osapuolten kustannukset pakollisiksi, mutta näiden lisäksi aiheutuu muita suoria ja epäsuoria kustannuksia. Muita kustannuksia listautumisesta aiheutuu esimerkiksi raportointiprosessien ja velvoitteiden muuttumisesta ja sääntöihin sopeutumisesta. Sääntöjen ja velvoitteiden noudattamisesta ja joustavuuden menettämisestä myös aiheutuu yrityksille kustannuksia.

Seuraavassa taulukossa on Nasdaqin perimiä kustannuksia First North -listautumisesta. Taulukossa olevien kustannusten lisäksi Nasdaq perii myös muita pienempiä kustannuksia.

TAULUKKO 2 Arvioituja listautumiskustannuksia (Nasdaq, 2021)

Hakemuksen kustannus First North -markkinapaikalle	30 000 €
Kertaluontoinen listautumisen muuttuva kustannus, jos markkina-arvo ylittää 100 miljoonaa euroa	15 € jokaista miljoonaa kohden markkina-arvossa, maksetaan kiinteän vuosimaksun yhteydessä.
Max. Kustannus	48 000 €
Hakemus toiselle First North -markkinapaikalle	-50 % ensisijaisesta hakemuksen kustannuksesta
Hakemuksen kustannus vaihdosta First North Premier Growth -markkinapaikalle	10 000 €
Vuosittainen kiinteä kustannus listoilla olemisesta	10 100 € - 42 500 € (riippuu yrityksen edellisen vuoden keskimääräisestä markkina-arvosta)
Osakeannit (kiinteä kustannus + 1 % annin koosta)	2 630 € - 21 000 €

Listautumisesta aiheutuu myös rekisteröintimaksista sekä arvo-osuusjärjestelmään liittymisestä (Nasdaq, 2021). Kustannuksia aiheutuu myös valituista neuvonantajista, tilintarkastajalta sekä muut käytetyt palvelut, kuten viestintä- ja mainostoimisto. Listautumisesta aiheutuu myös epäsuoria kustannuksia. Listautumisprosessin suorat kustannukset First North -markkinapaikalle on arviolta kaiken kaikkiaan 0,5–1 miljoonaa euroa. Suorat listoilla olemisen kustannukset ovat noin 100–150 tuhatta euroa. Tämä sisältää markkinapaikalle maksettavat maksut sekä myös yrityksen lisääntyneet kustannukset esimerkiksi henkilöstön palkkauksesta. (Inderes, 2022.) Listautuessaan yritys sitoutuu noudattamaan pörssin sääntöjä ja pörssiyhtiöitä säänteleviä lakeja. Tiedonantovelvollisuus lisää yhtiön työmäärää ja näin sitoo ja vaatii resursseja sen täyttämiseksi. (Pagano & Röell, 1998.)

Listautumisen kustannukset ovat monin osin kiinteitä, eivätkä ne kasva merkittävästi suhteessa annin kokoon, joten listautuminen on pienemmälle yrityksille suurempi panostus (Pagano, ym. 1998).

### 2.7.2 Toiminnan organisointi

Listautuminen on työläs prosessi yrityksen johdolle. Burton ym. (2006) mukaan listautumisprosessissa suurin haaste on yrityksen johdon operatiivisen toiminnan hoitaminen samaan aikaan listautumisvalmisteluiden kanssa. Operatiivinen toiminta voi kärsiä listautumisprosessin aikana sen takia, että yrityksen johdolla ei yksinkertaisesti riitä aikaa hoitamaan molempia asioita täydellä kapasiteetilla. Yksi ratkaisu tähän on perustaa erillinen listautumistiimi yritykseen, joka hoitaa listautumisvalmistelut ja muut jatkavat normaalisti toimintaansa. (Burton ym., 2006.)

Listautumisen yhteydessä voi yrityksen henkilöstössä tapahtua muutoksia. Yhtiön kasvusuunnitelmat tai listautumisprosessissa tehtävät toimenpiteet voi vaatia lisähenkilöstön rekrytointia. Yrityksen kannattaa myös arvioida minkälaisia riskejä avainhenkilöiden menettämiseen liittyy sekä miten



näihin riskeihin voidaan niiden toteutuessaan reagoida. Yrityksen tulee organisoida etenkin taloushallinnon työskentely siten, ettei vaarallisia työyhdistelmiä pääse syntymään, esimerkiksi laskujen hyväksymisessä ja maksamisessa. (Pörssisäätiö, 2016.)

First North -markkinapaikka on tarkoitettu nuorille ja kasvuhakuisille yrityksille. Listautumisvaiheessa yrityksen toiminta ei välttämättä ole vielä voitollista ja liikevaihtokin voi olla olematonta. Tällaisia yrityksiä on listautunut First North -markkinapaikalle useita, kuten esim. Spinnova Oyj. First North-markkinapaikalle listautumisessa ei ole este, jos yritys ei ole voitollinen eikä ole minimiliikevaihto rajaa. Yritys, joka on tappiollinen tai liikevaihto on olematonta listautuessaan voi kohdata hankaluuksia osakkeen likviditeetin ja volatiliteetin suhteen. Yrityksen listautumisanti voi olla myös vahvasti alihinnoiteltu, joten yritys ei pysty keräämään annista yhtä suurta määrää varoja kuin oli suunniteltu. (Signori, 2018.)

Yrityksen kulttuuri voi myös muuttua listautumisen johdosta. Etenkin yrityksissä, joissa on ollut ennen listautumista yksi pääomistaja, joka on päättänyt asioista. Aikaisemmin hän on voinut tottua, että hänen ei tarvitse selitellä päätöksiään ja on ollut itsensä pomo, mutta listautumisen jälkeen hän on myös vastuussa toiminnastaan yrityksessä muille osakkeenomistajille. Listautumisen takia voidaan joutua myös palkkaamaan uutta henkilöstöä yrityksen johtoon ja tämä voi aiheuttaa muutoksia myös kulttuuriin. Listautuminen voi tuoda monia eri haasteita yritykselle, ja jokainen yritys kohtaa omien heikkouksien ja vahvuuksien mukaan omat haasteet. Joillekin yrityksille listautumisesitteen teko voi teettää erityistä haastetta, kun taas toiselle yritykselle voi listautumisen markkinointikierrokset pääomasijoittajille olla hyvinkin haasteellisia. (Burton ym., 2006.)

### 2.7.3 Informaation epäsymmetrisyys ja agenttiongelmät

Yleisesti ottaen yrityksen omistajat tietävät yrityksestään enemmän, kuin muut sidosryhmät. Etenkin ennen listautumista informaatio voi olla hyvin harvojen ihmisten käsissä. Chemmanurin ja Fulghierin (1999) mukaan yritykset listautuvat vasta kun yrityksestä on saatavilla tarpeeksi luotettavaa informaatiota markkinoilla. Lelandin ja Pylon (1977) mukaan informaation epäsymmetria vaikuttaa osakkeen hintaan negatiivisesti. Informaation epäsymmetrialla on myös vaikutus osakkeen alihinnoitteluun (Rock, 1986). Informaation epäsymmetria voi olla pienelle ja nuorelle yritykselle suurempi ongelma kuin suuremmalle ja vanhemmalla yrityksellä, sillä nuorella yrityksellä on usein pienempi näkyvyys mediassa eikä sillä vielä ole todisteena usean vuoden tuloksetekokykyä. Tämän johdosta potentiaaliset sijoittajat joutuvat käyttämään enemmän aikaa yrityksen toiminnan tilan arvioimiseen oman sijoituspäätöksen tekemistä varten. (Chemmanur & Fulghieri, 1999).

Pagano ym., (1998) esittävätkin, että yrityksen listautumisen todennäköisyyteen vaikuttaa vahvasti yrityksen koko ja vanhemmat yritykset listautuvat todennäköisemmin kuin nuoret yritykset.

Jos yrityksellä on omistajia, jotka omistavat suuren osan yrityksestä he voivat vähentää yrityksen agenttiongelmia johdon ja omistajien välillä. Jatkuvan johdon monitoroinnin seurauksena he pystyvät toimimaan nopeasti ja mahdollisesti jopa syrjäyttämään huonosti suoriutuvan johdon. (Pagano & Röell, 1998.) Listautumiseen osallistuu useita eri tahoja yrityksen johdon ja vanhojen ja uusien omistajien lisäksi. Näillä kaikilla tahoilla voi olla erilaisia tavoitteita tai aikajäniteitä toiminnassaan yrityksen kanssa.

#### **2.7.4 Omistajien vallan väheneminen**

Omistajien vallan säilyttäminen voi olla merkittävin syy miksi yritys päättää pysyä yksityisenä yrityksenä. Listautumista miettiessä yritysten tulisi pohtia haluaako se kerätä omanpääomanehtoista rahoitusta ja samalla menettää valtaa yrityksestä. (Brav, 2009.)

Souitaris, Zerbinati, Peng ja Shepherd (2020) ovat tutkineet perustajien irtautumista yhtiöstä listautumisen jälkeen. Listautuminen tarjoaa yrityksen perustajille ja pääomistajille oivan mahdollisuuden kerätä rahaa kasvua varten tai omistajien irtautumiselle yhtiöstä. Tutkittaessa ensimmäisiä 24 kuukautta listautumisen jälkeen, keskimäärin 60 % perustajista pysyy yrityksessä, 25 % irtautuu kokonaan yhtiöstä, 10 % pysyy yrityksen omistajana, mutta lähtee johtotehtävistä ja 5 % pysyy johtotehtävissä, mutta myy osakkeensa. Perustajien irtautumista yhtiöstä selitetään perustajien vallan vähenemisellä. Tutkimuksen mukaan yrityksen perustajien irtautumiseen vaikuttaa se, että kuinka paljon heillä on valtaa vaikuttaa yritykseen. Perustaja-osakas voi turhautua toimimaan yrityksen johdossa ja omistajana jos hän kokee, että hänellä ei ole mahdollista enää vaikuttaa yrityksen toimintaan ja viedä sitä siihen suuntaan, kun itse kokee parhaakseen. Tällaisessa tapauksessa on todennäköistä, että perustajaosakas irtautuu kokonaan yrityksestä. Osittainen irtautuminen yhtiöstä johtuu yleisemmin perustajaosakkaan omista tavoitteista. Perustaja-osakkaat voivat tahtoa perustaa uuden yrityksen tai mahdollisesti jäädä eläkkeelle. Irtautuminen ei välttämättä ole kuitenkaan negatiivinen asia yritykselle, sillä eri vaiheessa yrityksen elinkaarta tarvitaan erilaisia johtajia tai pääomistajia. (Souitaris ym., 2020.)

Jos yrityksen pääomistaja miettii rahoituksen hakemista pääomanehtoisesti, tulee hänen myös ottaa huomioon, että samalla hän luopuu osasta päätäntävällästä yrityksestä (Amihud, Lev, Travlos, 1990).

#### **2.7.5 Informaatiovuoto**

Pörssin sääntöjen ja eri lakien johdosta pörssi yhtiöiden tulee julkaista entistä enemmän informaatiota toiminnastaan. Tämän johdosta yritys voi joutua julkaisemaan tietoja koskien tutkimus ja tuotekehityksen tuotteistaan ja palveluistaan. (Pagano ym., 1998.)

Listautuessa yrityksen tulee entistä enemmän antaa tietoa itsestään markkinoille, tämä julkistettu informaatio voi sisältää luottamuksellista tietoa yrityksestä tai sen toiminnasta. Yritykset listautuvat epätodennäköisemmin, jos

niillä on pieni markkinaosuus, toimialalla kilpailu on kireää ja yritykselle on tärkeää tiedon luottamuksellisuuden säilyttäminen yrityksen sisällä. (Signori, 2018)

Listautuneen yhtiön tulee noudattaa pörssin sääntöjä sekä arvopaperimarkkinalakia. Julkisen osakeyhtiön tulee tiedottaa toiminnastaan säännöllisesti ja tämä on merkittävä muutos verrattuna yksityiseen osakeyhtiöön. Listautumisessa tulee myös pohtia listautumisen haittoja ja suhteessa hyötyihin. Listautumisen haittapuolena on informaatiovuoto, jossa tärkeää ja salaista tietoa voi vuotaa kilpailijoille. Tämä tietovuoto voi johtua myös lakisääteisestä tiedoksiantovelvollisuudesta. Tämä informaation vuoto voi myös vaikuttaa kilpailijoiden päätökseen listautumisesta. (Maksimovic & Pichler, 2001.) Listautumisen yhteydessä tapahtuva tietovuoto voi koskea esimerkiksi yrityksen taloudellisesta tilaa, kannattavuutta sekä myös strategiaa. Osakkeen korkea arvostus voi myös vaikuttaa kilpailijoiden listautumiseen.

Listautumisessa tapahtuvaa informaatiovuotoa voi myös kuvata tehokkaiden markkinoiden hypoteesin kautta. Listautumisessa yrityksestä tulee uutta informaatiota markkinoille ja näin yrityksen osakkeen hinnan määräytyy kaiken tarjolla olevan informaation valossa ja osakkeen hinta voi olla eri kuin mitä listautumisannissa. (Fama, 1970.)

Luotettavan ja läpinäkyvän informaation jakamisesta markkinoille ei ole pelkästään haittaa yritykselle. Bravin (2009) mukaan yritykset, joista on tarjolla enemmän läpinäkyvää ja luotettavaa tietoa markkinoilla, hankkivat rahoitusta todennäköisemmin verrattuna yksityisiin yrityksiin, jotka eivät tiedota toiminnastaan yhtä avoimesti. Yrityksen läpinäkyvyyden lisääminen listautumisvaiheessa vähentää listautumisen kustannuksia. Jos yritys tarjoaa sijoittajille listautumisesitteen lisäksi yrityksen aikaisempien tilikausien tilintarkastettuja raportteja, se vähentää huomattavasti sijoittajien näkökulmasta informaation epäsymmetriaa. (Ang & Brau, 2002.)

## 2.8 Taloushallinnon rooli ja muutokset listautumisessa

Yrityksen taloushallinnon muutokset alkavat viimeistään listautumisen edellytyksiä selvittäessä. Taloushallinnon kokemat muutokset johtuvat pitkälti First North -markkinapaikkojen ja listayhtiöitä säänteleviä lakien velvollisuuksien täyttämistä. Taloushallinnon rooli listautumisprosessissa korostuu erityisesti yhtiö- tai listautumisesitteen laadinnassa sekä due diligence -selvitysten tekemisessä (Finanssivalvonta, 2020).

Finanssivalvonta (2013) suosittelee, että listautuva yritys suorittaa erillisiä due diligence -tarkastuksia selvittääkseen yhtiön toiminnalliset ja rakenteelliset edellytykset toimia listayhtiönä. Suositus kattaa seuraavat yrityksen osa-alueet: Hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä, ulkoinen ja sisäinen laskenta sekä raportointi, budjetointi ja ennustaminen, riskit ja riskienhallinta sekä henkilöstö. Selvityksen pohjalta yritys saa tietää onko sillä jo vaadittavat resurssit eri osa-alueiden osalta toimiakseen listayhtiönä ja mitä muutoksia sen tulee suorittaa eri osa-alueilta

listautuakseen. (Finanssivalvonta, 2013.) First North -listautumisissa yleensä suoritetaan kolme erilaista due diligence -tarkastusta: listautumisen edellytysten täyttämisen selvitys, taloudellinen ja oikeudellinen due diligence (Pörssisäätiö, 2014). Nämä erilliset due diligence -tarkastukset kattavat aihepiireiltään Finanssivalvonnan suositukset.

First North -markkinapaikan yritysten ei tarvitse noudattaa toiminnassaan hallinnointikoodia, mutta sen noudattamisella voi kuitenkin saada etuja toimintana (Pörssisäätiö, 2014). Finanssivalvonnan (2013) suosituksen mukaan hallinnointi- ja ohjausjärjestelmän tarkastuksen tavoitteena on varmistaa, se että listautuvan yhtiön hallinto on järjestetty asianmukaisesti, siten, että toimivallan jako ei aiheuta vakavia intressiristiriitatilanteita osakkeenomistajien välille. Selvityksen tulisi kattaa ainakin kuvauksen yhtiön toimielimistä ja johdon käytössä olevista keskeisimmistä hallinnollisista menettelytavoista, kuten mm. kuvauksen toimivallan jaosta, päätöksentekomenettelystä sekä päätöksien dokumentoinnista. Selvityksessä arvioidaan myös yrityksen resursseja ja hallinnollisia rutiineja toimimisesta listayhtiönä sekä tiedoksiantovelvollisuuden täyttämistä. (Finanssivalvonta, 2013.)

Ulkoisen ja sisäinen laskenta sekä raportointi -tarkastuksessa selvitetään yrityksen valmiudet ja resurssit yrityksen ulkoisen ja sisäisen laskennan ja raportoinnin näkökulmasta. Ulkoisen raportoinnin osalta tarkastetaan yrityksen kyky tuottaa markkinoille luotettavaa ja laadukasta informaatiota. Sisäisen laskennan ja raportoinnin osalta varmistetaan, että yrityksen johdolla on käytössään ajantasaista, relevanttia ja luotettavaa informaatiota yhtiön taloudellisesta tilasta, sekä että johto seuraa tarjottua informaatiota ja on tietoinen siitä, mikä on yhtiön taloudellinen tila. (Finanssivalvonta, 2013.)

Ulkoisen ja sisäisen laskennan ja raportoinnin -selvityksessä kuvataan yhtiön taloushallinnon käytössä olevat järjestelmät sekä ulkoisen ja sisäisen tuloraportointi ja seuranta. Selvityksessä huomioidaan myös raportoinnin nopeus ja luotettavuus, eli kykeneekö yritys tuottamaan laadukasta ja ajankohtaista informaatiota osavuosikatsauksien yhteydessä tai kuukausittain. Kantaa otetaan myös siihen, että kuinka hyvin käytössä olevat järjestelmät ja raportointimenetelmät tukevat johdon päätöksentekokykyä ja soveltuvatko valitut menetelmät täyttämään listatun yhtiön tiedoksiantovelvollisuuden. Selvitykseen kirjataan ylös johdon seuraamat ja käyttämät tunnusluvut. Selvityksessä otetaan myös kantaa yhtiön osaamisen tasoon IFRS-raportoinnissa (jos käytössä) sekä ylipäänsä onko taloushallinnolle resursoitu riittävästi resursseja. Jos tilinpäätöksen laadintaperiaatteissa on tapahtunut muutoksia, niin dokumentoidaan syyt ja arvioidaan niiden vaikutukset yhtiön tulokseen ja tilinpäätöksen luotettavuuteen. Suositeltavaa on käydä myös läpi tilintarkastajan laatimat raportit edeltäviltä 2-3 vuodelta ja arvioida onko tarkastuksissa ilmenevillä havainnoilla vaikutusta yhtiön toimimiseen listayhtiönä. (Finanssivalvonta, 2013.)

Budjetointi ja ennustaminen -tarkastuksen motiivina on varmistuminen siitä, että yhtiön johto kykenee antamaan sijoittajille perusteltuja arvioita yhtiön

tulevaisuudennäkemyksistä. Selvityksessä tulisi antaa kuvaus yhtiön ennustamis- ja budjetointiprosessista. Kuvaus kattaa ennustamis- ja budjetoinnin laadintaprosessin sekä perusolettamat, joihin perustuen ennustukset ja budjetti laaditaan. Selvityksessä tulee ottaa kantaa myös näiden ennustamien ja budjettien realistisuuteen ja luotettavuuteen. Arviointi voi perustua esimerkiksi analysoimalla aikaisempia ennustamia ja budjetteja ja niiden vertaaminen toteutumaan. Etenkin kasvuyhtiöiden kohdalla selvitystyössä tulisi kiinnittää erityistä huomioita budjetointi ja ennustamisen prosessien selvitykseen. Selvityksessä tulee käydä kriittisesti läpi kuluvan tilikauden ennusteet ja budjetit sekä myös varmistaa, että yhtiö on laatinut riittävän huolellisesti herkkyyksianalyysin ja verrata sen antamaa huonoitua mahdollista lopputulemaa listalleottoesitteessä kerrottuihin tulevaisuudennäkymiin. (Finanssivalvonta, 2013.)

Riskit ja riskienhallinta -selvityksien tarkoituksena selvittää kykeneekö yhtiö ja sen johto havaitsemaan yhtiölle ja sen toiminnalle olennaisia ja keskeisiä riskejä ja reagoimaan niihin riittävän nopeasti. Suosituksena on, että selvitys sisältää yhtiön johdon näkemykset yhtiöön kohdistuvista keskeisistä riskeistä ja näiden keskinäinen tärkeysjärjestys sekä periaatteet, miten riskienhallinta on järjestetty. Selvityksessä tulisi arvioida myös johdon kykyjä arvioida ja havaita olennaisia riskejä. (Finanssivalvonta, 2013.)

Henkilöstöä koskevassa selvityksessä otetaan kantaa siihen, että yrityksessä on resursoitu tarpeeksi osaavaa henkilöstöä arvopaperimarkkinallain tiedoksiantovelvollisuuden täyttämiseen. Selvityksen tulisi kattaa vähintään yhtiön johdon, talous- ja viestintäyksikön pätevyydestä ja henkilöstön riittävydestä hoitaa tiedoksiantovelvollisuuden ja sisäpiiritiedon hallintaan liittyvät tehtävät sekä myös kuvata miten varamiesjärjestelyt on hoidettu näiden toimintojen osalta. (Finanssivalvonta, 2013.)

First North -listautumisissa due diligence -selvitykset toteuttaa hyväksytty neuvonantaja yhdessä yrityksen johdon sekä mahdollisesti laillisen neuvonantajan kanssa. Due diligence -selvitykset ovat osa yrityksen listautumisprosessia, mutta selvitysten tuloksilla on vaikutusta lähes jokaiseen listautumisprosessin vaiheeseen ja jopa yrityksen First North -listautumisen toteutumiseen. Due diligence -selvitysten tietoja käytetään yhtiön listalleotto- tai yhtiöesitteen laatimisessa. (Pörssisäätiö, 2014.) Hyväksytyt neuvonantajan vastuulla on varmistaa listautuvan yhtiön edellytyksiin selviytyä listayhtiön raportointi- ja tiedonantovelvollisuudesta sekä varmistua siitä, että selvitystyön tekemiseen on järjestelmälliset menettelytavat. Listautumisprosessissa tehdyt due diligence -selvitykset tulee dokumentoida, jotta jälkikäteen on saatavilla kootusti tietoa yhtiöstä sekä löydettyistä havainnoista. (Finanssivalvonta, 2020.)

TAULUKKO 3 Laillisen- ja taloudellisen due diligencen osa-alueet (Pörssisäätiö, 2014).

Osa-alueet	Selvitettävät asiat
<b>Oikeudellinen due diligence</b>	
Yhtiön tausta ja yhtiöoikeudelliset asiakirjat	Yhtiön organisaatio, hallituksen ja yhtiökokousten pöytäkirjat, tietoa mahdollisista tytäryhtiöistä sekä perustietoja yhtiön osakkeista.
Omaisuus	Yhtiön liiketoimintaan liittyvä omaisuus
Hallinnolliset asiat	Yhtiön sisäiset toimintaperiaatteet ja ohjeistukset
Immateriaalioikeudet	Tiedot yhtiön immateriaalioikeuksista, kuten mm. patentit, lisenssit ja tavaramerkit
Henkilöstö	Tietoa henkilöstöstä, johdosta ja hallituksesta sekä mahdollisesta kannustinjärjestelmästä
Sopimukset	Tiedot yhtiön liiketoiminnan kannalta keskeisistä sopimuksista
Rahoitus	Tiedot yhtiön nostetuista ja myönnettyistä lainoista sekä tulevista investoinneista
Kilpailuasiat	Tiedot yhtiön markkinaosuuksista eri tuote- tai palvelumarkkinoilla
Vakuutukset	Tietoja yhtiön vakuutuksista
Sääntelyn noudattaminen	Tietoja tarvittavista luvista mitä tarvitaan liiketoimintaa harjoittaakseen
Oikeudenkäynnit, välimiesmenettelyt ja riidat	Tietoja mahdollisista riidoista ja oikeudenkäynneistä
<b>Taloudellinen due diligence</b>	
Yleinen taloudellinen tieto	Tiedot tilinpäätöksistä sekä yhtiön kirjanpitoperiaatteista
Liiketoiminnan tulos	Tietoja johdon raporteista, myynnistä, katteista ja tulosanalyysistä
Tase	Tietoja yhtiön omaisuudesta, arvostusperiaatteista ja saatavista
Kassavirta	Tietoja rahoituslaskelmista ja investoinneista
Budjetit ja ennusteet	Tietoja suunnitelluista budjeteista ja laadituista ennusteista, etenkin jos yhtiöllä ei ole tuloksentelemiskykyä vielä tai jos se aikoo julkaista tulosenusteita
Laskentajärjestelmät ja johdon informaatio	Kuvaus yhtiön laskentajärjestelmistä ja kirjanpidon tositteista

Kuten taulukosta 3 tulee ilmi, kattavat due diligence -selvitykset laajalti yrityksen toiminnan laillisesta ja taloudellisesta näkökulmasta. Käytännössä due diligence -selvitykset toteutetaan siten, että neuvonantajat antavat yrityksen johdolle kysymyslistan, joihin toimiva johto kerää vastaukset. Selvityksessä voi tulla ilmi liikesalaisuuksia tai muuta tietoa, mutta kaikki kerättävä tieto ei päädy lopulliseen yhtiö- tai listalleottoesitteeseen. Due diligence -selvitysten tekemisestä on hyötyä yritykselle myös toiminnan kehittämistä ajatellen, sillä

selvityksen avulla saadaan selville mahdolliset ongelmat ja alueet mitkä vaativat parannusta. (Pörssisäätiö, 2014.)

Oikeudellisen due diligencen tarkoituksena on varmistua siitä, että oikeudelliset edellytykset täyttyvät listautumista ajatellen ja kartoitetaan mahdolliset oikeudelliset riskit (Pörssisäätiö, 2014).

Taloudellisen due diligencen tarkoituksena on auttaa yrityksen johtoa, neuvonantajia ja tilintarkastusyhteisöä paremmin ymmärtämään yrityksen liiketoimintaa. Selvityksessä kartoitetaan merkittävimmät riskit, jotka kohdistuvat yrityksen toimintaan tai taloushallinnon organisointiin. Kerättävää informaatiota voidaan myös hyödyntää mietittäessä lopullista osakeannin arvonnäytystä. (Pörssisäätiö, 2014.) Yrityksen taloushallinnolle taloudellisen due diligence -selvityksen tekeminen voi teettää lisätöitä, jos yrityksessä aikaisempi raportointi on ollut kevyempää tai jos yrityksessä ei olla ollenkaan aikaisemmin muodostettu esimerkiksi tarkempia ennusteita. Jos yritys vaihtaa kirjanpitoikäntään listautumisen yhteydessä IFRS-raportointiin tulee yrityksen kiinnittää erityistä huomiota ensimmäisiin IFRS-tilinpäätöksiin ja varmistaa, että niiden laatimiseen on varattu riittävät resurssit (Finanssivalvonta, 2020).

Due diligence -raportit eivät ole julkisia asiakirjoja, mutta niitä hyödynnetään yhtiön yhtiö- tai listalleottoesitteen valmistelussa. Yhtiö- ja listalleottoesitteen laatimiseen osallistuu yhtiön johdon lisäksi hyväksytty neuvonantaja ja laillinen neuvonantaja. Erona yhtiöesitteen ja listalleottoesitteen välillä on se, että yhtiöesite on hieman suppeampi ja Finanssivalvonta ei tarkasta yhtiöesitteen sisältöä. Yhtiöesitteeseen ei sovelleta arvopaperimarkkinalain 4 luvun esitettä koskevia säännöksiä, vaan sisältöä koskevat säännöt tulevat Nasdaqilta. Yhtiöllä on kuitenkin velvollisuus arvopaperimarkkinalain mukaisesti pitää sijoittajille saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista asioista, jos se aikoo listautua First North -markkinapaikalle. (Pörssisäätiö, 2014.)

Esitteen laatiminen on työläin ja aikaa vievin vaihe listautumisprosessissa. Esitteen tekoa voidaan kuvata olevan kuin syväluotaava tutkimus yrityksestä, sen toiminnasta ja siihen sisältyvistä riskeistä. (Witted Megacorp Oyj, 2022.) Esitteen tulee sisältää tarkka kuvaus yhtiön toimintakentästä, markkinasta, riskeistä sekä osakkeen arvostukseen sekä strategiaan liittyviä asioita. Esitteessä on laadullista informaatiota ja määrällistä informaatiota. Laadullista informaatiota esitteessä ovat mm. yrityksen toimintakertomus, strategia ja toimintaan kohdistuvia riskejä. Määrällistä informaatiota ovat mm. tilinpäätöksen tiedot, rahavirtalaskelmat sekä muita taloudellisia raportteja. Näiden lisäksi esitteessä on liitteenä erinäisiä laillisia dokumentteja, kuten sopimuksia ja taloudellisia raportteja. (Pörssisäätiö, 2014.)

Taloushallinnon rooli korostuu esitettä laatiessa, sillä esitteen sisällössä on painotettu yrityksen historiallisia taloudellisia tietoja (Finanssivalvonta, 2020). Euroopan arvopaperimarkkina viranomaisen (lyh. ESMA) suosittelee myös, että listautuva yritys ottaa esitteen valmisteluun mukaan taloudellisen raportoinnin asiantuntijoita, jotta voidaan varmistua siitä, että esite täyttää tarvittavat

vaatimukset (ESMA, 2021). Listalleottoesitteen sääntely tulee Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksesta 2017/1129 ja sisältää määrittelee tämän lisäksi EU komission delegoidut asetukset 2019/980, 2019/979 sekä 2021/528 (Finanssivalvonta, 2021b). Taulokssa on esitetty tavanomainen listalleottoesitteen sisältö. Esitteen tarkoitus on antaa sijoittajalle riittävät tiedot yrityksestä ja osakkeesta sijoituspäätöksentekemistä varten (Pörssisäätiö, 2016).

TAULUKKO 4 Listalleottoesitteen yleinen sisältö (Pörssisäätiö, 2016)

Listalleottoesitettä koskevia tietoja, kuten esitettä koskeva sääntely ja esitteen tietojen lähteet
Tiivistelmä
Riskitekijät
Yhtiö, yhtiön hallituksen jäsenet, neuvonantajat ja tilintarkastajat
Listautumisannin tausta ja syyt ja hankittavien varojen käyttö
Listautumisannin ehdot
Osingot ja osingonjakopolitiikka
Pääomarakenne ja velkaantuneisuus
Eräitä taloudellisia konsernitilinpäätöstietoja
Pro forma -taloudelliset tiedot (jos soveltuu)
Liiketoiminnan tulos, taloudellinen asema ja tulevaisuudennäkymät
Markkina- ja toimialakatsaus
Yhtiön liiketoiminta
Hallitus, johto ja tilintarkastajat
Omistusrakenne
Lähipiiriliiketoimet
Osakkeet ja osakepääoma
Suomen arvopaperimarkkinat
Verotus
Listautumisannin järjestäminen
Oikeudelliset seikat
Nähtävillä olevat asiakirjat
Listalleottoesitteeseen viittaamalla sisällytetyt asiakirjat

Listautuminen tuo toimintaan uusia velvoitteita, tapahtumia ja aikatauluja. Näiden velvoitteiden täyttämiseksi yhtiö voi ottaa käyttöön taloushallinnolle vuosikellon, joka ohjaa ja aikatauluttaa toimintaa. Vuosikello on suuntaa antava kalenteri, johon on merkitty vuoden eri ajankohdat, jolloin tietyt asiat tulee olla suoritettuna. Vuosikelloon merkittävät asiat voivat olla esimerkiksi tilinpäätöksen ja osavuosikatsauksien laatiminen ja julkaiseminen, yhtiökokoukset, ennuste- ja budjetointi tulevalle vuodelle, pääomamarkkinapäivät ja strategianpäivittäminen. (Pörssisäätiö, 2016.)

Listautumisen myötä yrityksen tulee julkaista tilinpäätöksen ja tilinpäätöstiedotteen lisäksi myös puolivuotiskatsaus tilikauden kuuden ensimmäisen kuukauden jälkeen (Nasdaq, 2019b). Puolivuotiskatsauksessa tulee antaa yleinen kuvaus liiketoiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta ja näiden kehityksestä puolivuotiskauden aikana. Puolivuotiskatsauksen tulee noudattaa samoja kirjaamis- ja arvostusperiaatteita kuin tilinpäätöksen.



(Arvopaperimarkkinalaki 11 §.) First North -markkinapaikan sääntöjen mukaan yrityksen ei tarvitse julkaista vuoden ensimmäisen ja kolmannen kvartaalin jälkeen osavuositarkastusta, mutta yritys voi halutessaan nämä raportit laatia ja julkaista. Jos yritys julkaisee nämä raportit, tulee niissä noudattaa samoja periaatteita kuin puolivuositarkastuksen osalla. (Nasdaq, 2019b.)

### 3 FIRST NORTH -MARKKINAPAIKKA JA - LISTAUTUMISPROSESSI

#### 3.1 Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä ja sen sääntelyn tausta

Vuonna 2004 Euroopan Unioni antoi rahoitusmarkkinoita ja rahoitusvälineitä säätelevän Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (engl. Markets in Financial Instruments Directive, lyh. MiFID). Direktiivin tavoite oli yhtenäistää, tehostaa ja edistää Euroopan Unionin rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä, luoden myös laajaa kilpailua Euroopan Unionissa pörssien ja vaihtoehtoisten markkinapaikkojen välillä. (Direktiivi 2004/39/EY). Suomessa tavoitteeksi nostettiin myös pienten ja keskisuurten yritysten listautumiskynnyksen alentaminen sekä edistää yritysten rahoituksenhankintaa (HE 59/2007). Direktiiviä tuli voimaan vuonna 2007 ja se on laadittu uudelleen vuonna 2014. Päivityksen taustalla oli läpinäkyvyyden ja sääntelyn yhtenäistäminen entisestään. (Direktiivi 2014/65/EU). Direktiiviä on päivitetty vuonna 2014, jolloin sijoittajansuojaa ja rahoitusvälineiden läpinäkyvyyttä haluttiin lisätä. Direktiivi astui voimaan 2018 ja samalla lainsäädäntö päivitettiin Suomessa. (Direktiivi 2014/65/EU; HE 151/2017.)

EU-direktiivin lisäksi suomen kansallinen Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja erityisesti 5. luku sääntelee monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjiä (Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 5. luku) Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä määrittelee monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmän olevan: *monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämää muuta kuin 5 tai 11 kohdassa tarkoitettua monenkeskistä järjestelmää, jossa kaupankäynnin järjestäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia järjestelmässä siten, että tuloksena on*

*rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa;* (Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1 luku 2§:n 1 momentin 8 kohta)

Pohjoismaissa toimiva First North -markkinapaikka ei ole ainoa vaihtoehtoinen markkinapaikka, sillä myös muutkin maailman markkinapaikat ovat luoneet vaihtoehtoisia markkinapaikkoja, kuten Lontoon pörssin AIM ja Yhdysvalloissa Alternext. Kaikilla vaihtoehtoisilla markkinapaikoilla on samankaltainen tavoite, tarjota entistä enemmän mahdollisuuksia pienemmille yrityksille hakea rahoitusta. Yhteistä myös eri vaihtoehtoisille markkinapaikoille on kevyempi sääntely verrattuna pörssien päälistöihin. First North -markkinapaikalla käytetään samaa kaupankäyntijärjestelmiä ja välittäjiä kuin muissakin pohjoismaisissa pörseissä (Pörssisäätiö, 2014).

First North -listaa säännellään vaihtoehtoisena markkinapaikkana (Multilateral Trading Facility, lyh. MTF). Rahoitusmarkkinoiden sääntely -direktiivi tarjoaa pääpiirteet, siitä miten monenkeskistä kauppapaikkaa säännellään, mutta käytännön sääntöjen luominen on kaupankäynnin järjestäjän vastuulla (HE 59/2007). Suomessa First North -markkinapaikan säännöt on laatinut Nasdaq Helsinki Oy ja niiden valvonta tapahtuu yhdessä Nasdaqin, Finanssivalvonnan sekä yrityksen hyväksytyn neuvonantajan kanssa. Yritysten velvollisuudet noudattavat pitkälti arvopaperimarkkinalakia ja osakeyhtiölakia, mutta tarkemmat velvollisuudet on säädetty First North -markkinapaikan omista säännöissä (Finanssivalvonta, 2011). EU-direktiivit antavat puitteet kansalliselle sääntelylle ja First North -listan omat säännöt on luotu näiden pohjalta. Sääntely on kevyempää ja joustavampaa verrattuna päälistaan, erityisesti tiedoksiantovelvollisuutta ja toimintahistoriaa koskevat vaatimukset (Finanssivalvonta, 2018). Finanssivalvonnan (2018) mukaan monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmän sääntöjä ei hyväksytä viranomaisten toimesta. Sääntöjen tulee sisältää yksityiskohtaiset määräykset kaupankäynnin toteuttamisesta, rahoitusvälineen kohteeksi ottamisesta kaupankäyntiin sekä arvopaperien liikkeeseenlaskijoille ja kaupankäyntiosapuolille asetettavista vaatimuksista (Finanssivalvonta, 2018). Yrityksen listalleottovaatimukset ovat myös kevyemmät kuin päälistalla, tämän tarkoituksena on helpottaa erityisesti pienempien yritysten hakeutumista markkinapaikalle. Monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmään liittyy myös erityispiirre, että sinne on mahdollistua ottaa osakkeita kaupankäynnin kohteeksi myös ilman yhtiön omaa suostumusta. (Finanssivalvonta, 2018). Palaamme First North -listan sääntelyyn myöhemmin kappaleessa 3.2 Vaatimukset listautuvalle yritykselle.

Erityispiirteenä ja merkittävä ero päälistaan First North -markkinapaikalla on se, että First North -listan yritysten ei tarvitse noudattaa kansainvälistä IFRS-standardia kirjanpidossaan. Kirjanpitolaain 2§ mukaan kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja on pakko noudattaa, jos kirjanpitovelvollisen liikkeelle laskemat arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa säännellyllä markkinalla (KILA 2§). First North Finland -markkinapaikka ei ole säännelty markkinapaikka, joten sen ei tarvitse noudattaa IFRS-standardia kirjanpidossaan. First North -markkinapaikan yritykset noudattavat kansallista

FAS-standardia kirjanpidossaan. Läpinäkyvyyttä ja luotettavuutta on pyritty myös varmistamaan lainsäädännön avulla. Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineiden 5. luvun 5§ 1. momentin mukaan arvopaperia ei voida ottaa kaupankäynnin kohteeksi ilman että kaupankäynnin järjestäjä eli Suomessa Nasdaq pysty täyttämään seuraavaa: *”Monenkeskisen ja organisoidun kaupankäynnin järjestäjän on annettava kaupankäynnin kohteena olevasta rahoitusvälineestä riittävästi tietoa tai muutoin varmistettava tiedon julkinen saatavuus, jotta kaupankäyntiosapuolet voivat tehdä perustellun arvion rahoitusvälineestä.”*. (Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineistä 5. luku 5§ 1. mom.). First North Finland -listan yritykset eivät ole myöskään pörssiyrityksiä sillä, niiden osakkeet eivät ole kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla (Osakeyhtiölaki 10§). Nämä erot selittyvät sillä, että First North -markkinapaikka ei ole Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukaan säännelty markkina vaan monenkeskinen markkinapaikka. Direktiivissä on maininta kuitenkin, että monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän osalta sääntöjen vaatimukset rinnastuvat säännellyn markkinan sääntöihin (HE 151/2017).

Suomessa toimii tällä hetkellä yksi monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä First North Finland (Finanssivalvonta, 2018). Suomessa avautui First North -markkinapaikka vuonna 2007, jolloin sitä ylläpiti Nasdaq Stockholm AB, lista siirty Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämäksi vuoden 2011. (Finanssivalvonta, 2011). Markkinapaikka on tarkoitettu pienemmille, vastaperustetuille ja kasvuvaiheessa oleville yhtiölle ja tarjoaa mahdollisuuden kasvaa taloudellisesti ja orgaanisesti (Pörssisäätiö, 2014). Ensimmäinen listautuja markkinapaikalle oli Siili Solutions Oyj vuonna 2012. Listautumisten määrä on kasvanut viime vuosina merkittävästi First North Finland -markkinapaikalle, vuonna 2019 listautujia oli 5, 2020 4 ja vuonna 2021 listautumisia oli 23. First North Finland -markkinapaikalla oli vuoden 2021 loppuun mennessä 51 yritystä. (Nasdaq, verkkosivut, 2022). Kaiken kaikkiaan Pohjoismaissa First North -markkinapaikoilla oli vuoden 2021 loppuun mennessä 536 yritystä, joista Ruotsissa 425, Tanskassa 54, Suomessa 51 ja Islannissa 6. Kaikkien First North -markkinapaikkojen yhteenlaskettu markkina-arvo on 68,19 miljardia euroa (muunnettuna 31.12.2021 valuuttakursseilla ja 31.12.2021 osakekursseilla). Suomen First North -listalla yhteenlaskettu markkina-arvo oli 7,52 miljardia euroa ja keskimääräinen markkina-arvo oli 147 miljoonaa euroa (tilanne 31.12.2021). First North -markkinapaikalla yhtiöiden markkina-arvoissa on suuria eroja. Suomessa pienin markkina-arvo on Piippo Oyj:llä 4,3 miljoonaa euroa ja suurin markkina-arvo oli Spinnova Oyj:llä 688,2 miljoonaa euroa. (Nasdaq, 2022).

Suomessa toimii tällä hetkellä First North Growth -lista sekä First North Premier Growth -lista. Suurin osa yhtiöistä listautuu First North Growth -listalle, tällä hetkellä (7.12) First North Premier Growth -listalla on yksi yhtiö. First North Premier Growth -lista on luotu yhtiöille, joiden tarkoituksena on siirtyä pörssin päälistalle (Pörssisäätiö, 2014). Sääntely on tiukempaa verrattuna First North Growth -listaan, sillä yhtiöiden tulee sitoutua noudattamaan IFRS-kirjanpitoa, corporate governance -koodia sekä päämarkkinan sääntöjä

(Nasdaq, 2019). Tässä tutkimuksessa keskitytään First North Growth -listaan ja sen yhtiöihin, niiden määrän ja suosion takia.

## 3.2 Vaatimukset listautuvalle yritykselle

### 3.2.1 Yleiset edellytykset

Ennen listautumista yhtiön tulee tehdä selvitystyö (engl. Due Diligence) yhtiön toiminnallisista ja rakenteellisista edellytyksistä toimia listayhtiönä. Selvitystyöhön kuuluu yhtiön laadullisten listautumisedellytysten kartoitus, joka koskee yhtiön toiminnallisia ja rakenteellisia edellytyksiä. Listautumisedellytyksiä ovat myös yhtiön taloudellisten raportoinnin ajantasaisuus, luotettavuus ja laatu, sekä raportoinnin seuranta. Yhtiön toiminnan ennusteiden tulee olla realistisia ja luotettavia. Tiedoksiantovelvollisuus tulee esiin myös, päivittäisessä toiminnassa, sisäisissä ohjeistuksissa ja resursoinnissa. (Finanssivalvonta, 2021).

Finanssivalvonta (2021) nostaa tärkeimmäksi listautumisedellytykseksi tiedonantovelvollisuuden, sillä se heijastuu moniin muihin listautumisen edellytyksiin, kuten esimerkiksi talouden raportoinnin luotettavuuteen ja ajantasaisuuteen. Lakisääteisen tiedoksiantovelvollisuuden valmiudet tulee yhtiöllä olla siitä hetkestä lähtien, kun yhtiö jättää listalleottohakemuksen. (Finanssivalvonta, 2021). Lakisääteisten velvoitteiden lisäksi julkisen osakeyhtiön tulee noudattaa pörssin tai monenkeskisen kauppapaikan sääntöjä. Nasdaq Helsinki Oy huolehtii säännöistä ja ohjeista Suomessa. First North -yhtiöiden tulee siis noudattaa Suomen lakia, erityisesti listayhtiöitä koske arvopaperimarkkinlaki, ja First North -markkinapaikan sääntöjä.

Erityispiirteenä First North -yhtiöillä on pakollinen hyväksytty neuvonantaja. Hyväksytyt neuvonantajan velvollisuutena on ohjata ja neuvoa yritystä listautumisprosessin eri vaiheissa sekä varmistaa, että yhtiö noudattaa pörssin sääntöjä ja lakeja jatkuvasti. Yrityksellä tulee olla hyväksytty neuvonantaja myös listautumisprosessin jälkeen, toimiessaan First North -listayhtiönä. (Nasdaq, 2021sääntökirja.) Nasdaq sääntelee Hyväksytyt Neuvonantajan toimintaa ja hyväksytyt neuvonantajan tulee täyttää tietyt kriteerit. Suomessa Hyväksytyt neuvonantajan palveluita tarjoavat esim. Alexandria Corporate Finance, Sisu Partners Oy sekä myös pankit, kuten Danske Bank ja Nordea.

First North:iin listautuvan yhtiön tulee myös laatia joko yhtiöesite tai listautumisesite. Yhtiön tulee laatia listautumisesite, jos listautumisannin koko ylittää 8 miljoonaa euroa. Yritys laatii yhtiöesitteen, jos listautumisanti on tämän alle. (Nasdaq, 2019) Listautumisesitteen laatiminen on työlämpi prosessi. Finanssivalvonta hyväksyy ja käy läpi listautumisesitteet yhdessä pörssin kanssa. Yhtiöesitteet käsitellään ja hyväksytään pelkästään pörssissä. Listautumis- ja yhtiöesitteessä painotetaan yhtiön taloudellista tilannetta nyt ja menneisyydessä. (Finanssivalvonta, 2021).

Olellainen edellytys listautumiselle on myös yrityksen sijoitustarina. Tällä tarkoitetaan listautumisen tarkoitusta ja tavoitteita. Nämä ovat erityisesti sijoittajalle tärkeitä. Etenkin jos listautumisessa järjestetään osakeanti, olisi hyvä selittää sijoittajalle mitä varten varoja kerätään. Sijoittajatarinaa rakentaessa olisi hyvä pohtia yrityksen ja sijoittajan näkökulmista seuraavia asioita:

- toimintaympäristöä ja markkina-ajureita
- Yhtiön kasvu- ja kehitysmahdollisuuksia
- Yhtiön kilpailuasemaa
- Yhtiön kilpailuedut
- Taloudellinen asema, historiallinen ja tuleva tuloskehitys
- Muut vahvuudet ja sijoitustarinan elementit
- Listautumisjärjestelyn tarkoitus ja kerättävien varojen käyttö (Pörssisäätiö, 2016.)

Yrityksen sijoitustarina ja sen houkuttelevuus koskettaa myös osaketta koskevia edellytyksiä. Nasdaqin (2019) sääntöjen mukaan osakkeen tulee täyttää seuraavat edellytykset:

- Osakkeilla tulee olla riittävä kysyntä ja tarjonta. Pörssi katsoo, että velvoite tulee täytetyksi, jos yrityksellä on vähintään 300 osakkeenomistajaa, joilla on omistuksessaan vähintään 500 euron edestä osakkeita, sekä vähintään 10 % tulee olla sellaisten henkilöiden omistuksessa, jotka omistavat alle 10 % yrityksestä.
- Osakkeet tulee olla sähköisesti rekisteröity
- Kaikki yrityksen eri lajiset osakkeet tulee olla vapaasti vaihdettavissa. (Nasdaq, 2019.)

Kuten aikaisemmin on mainittu, First North -markkinapaikka on tarkoitettu nuorille kasvuvaiheessa oleville yrityksille. Yrityksen liiketoiminta voi olla vielä alkuvaiheessa, eikä sen tarvitse vielä olla kannattavaa, mutta toiminta pitää olla aloitettu pääsääntöisesti noin kuusi kuukautta aikaisemmin. First North -markkinapaikalle listautuvan yrityksen täytyy pystyä osoittamaan riittävä käyttöomaisuus kattamaan 12 kuukauden ajan kustannukset yrityksen toiminnasta. (Nasdaq, 2019.)

First North -markkinapaikan säännöt vaikuttavat myös yrityksen hallitukseen ja johtoon. Hallituksen ja johdon jäsenillä tulee olla riittävä pätevyys ja osaaminen toimimaan listatun First North -yrityksen johdossa. Tällä halutaan varmistaa se, että yritys toimii kaikkien lakien ja sääntöjen mukaan. Säännöissä ei ole yksiselitteisesti kerrottu vaatimuksia hallituksen ja johdon osaamiselle, vaan osaaminen arvioidaan aina tapauskohtaisesti. Yleisesti hallitukselta vaaditaan:

- Yhden jäsenen tulee olla itsenäinen ja riippumaton yrityksestä, sen johdosta ja suurimmista osakkeenomistajista.
- Hallituksen jäsenistä yli puolet ei saa toimia yrityksen johdossa samanaikaisesti. Vain poikkeustapauksissa yrityksen toimitusjohtaja ja talousjohtaja voi olla samanaikaisesti hallituksen jäsenenä

- yhdellä jäsenellä kokemusta vähintään 12 kuukauden edestä pörssiyrityksen hallituksesta tai hallitusten jäsenten tulee käydä erinäisiä kursseja varmistaakseen riittävä osaaminen
- Hallituksen jäsenillä tulee olla riittävä ymmärrys yrityksen toimintaa kohdistuvasta sääntelystä ja laeista
- Yrityksen toimitusjohtajan tulee olla työsuhteessa yritykseen. (Nasdaq, 2019.)

### 3.2.2 Tiedonantovelvollisuus

Arvopaperimarkkinalain mukaan listayhtiön tiedonantovelvollisuus muodostuu listautumisvaiheessa listalleottoesitteestä tai yhtiöesitteestä. Tämän jälkeen yhtiötä koskee jatkuva tiedonantovelvollisuus. (Nasdaq, 2019.)

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata sijoittajaa ja vähentää epäsymmetrisen informaation aiheuttamia ongelmia koskien sijoittajan yhdenvertaista, tasapuolista ja informaation saatavuuteen liittyviä ongelmia. Suomessa tiedonantovelvollisuus perustuu arvopaperimarkkinalakiin, Helsingin pörssin sääntöihin ja markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (Finanssivalvonta, 2020). First North -listalla vaatimukset ovat kevyemmät ja tiedoksiantovelvollisuutta sääntelee pääasiassa pörssin säännöt ja markkinoiden väärinkäyttöasetus. First North -yhtiön tiedotteiden jakelua ja saatavilla pidon osalta pörssi itse sääntelee. (Nasdaq, 2019.)

First North -markkinapaikalla toimivan yrityksen tulee julkistaa tilinpäätöstiedote, tilinpäätös ja toimintakertomus sekä puolivuosisikatsaus. Osavuosisikatsaukset eivät ole pakollisia julkistaa kolmen ja yhdeksän kuukauden jälkeen (Finanssivalvonta, 2021).

Tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa jatkuvaan ja säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen. Jatkuvalle tiedoksiantovelvollisuudella tarkoitetaan sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta, jota sääntelee markkinoiden väärinkäytösasetus. Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhtiöön, ja jolla olisi huomattava vaikutus arvopaperin hintaan, jos tieto julkistettaisiin. Markkinoiden väärinkäytösasetuksen mukaan sisäpiiritiedot tulee julkaista mahdollisimman pian ja asetus sisältää myös listayhtiön edellytyksiä lykätä tietyissä tapauksissa sisäpiiritiedon julkistamista. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskettaa IFRS-tilinpäätöksiä, toimintakertomusta sekä puolivuosisikatsauksia. First North Finlandissa olevan yhtiö ei ole velvoitettu laatimaan IFRS-tilinpäätöstä, vaan yhtiön tulee noudattaa pörssin sääntöjä. (Finanssivalvonta, 2021).

Nasdaqin (2019) sääntöjen mukaan yrityksen organisaatiossa tulee olla riittävä määrä henkilöstöä huolehtimaan, että tiedoksiantovelvollisuus täyttyy. Yrityksessä tulee olla tietyt henkilöt, jotka huolehtivat, että yhtiö julkaisee ajantasaista tietoa markkinoille. Tiedottamisen prosessit tulee olla käytössä ennen listautumista. Yrityksen taloudellisen raportointi tulee organisoida siten,

että johdolla ja hallituksella on päätöksentekoa varten aina ajantasaista, luotettavaa ja tarkkaa informaatiota.

Toimitusjohtajan lisäksi vähintään yhden henkilön tulee olla kykenevä edustamaan ja julkaisemaan informaatiota yrityksen puolesta. Yrityksellä tulee olla tiedottamista varten omat prosessit ja toimintatavat. Tiedottamisvelvollisuuden prosessit ei saa olla yhden henkilön vastuulla. Prosessissa tulee olla määritetty mitä tietoa julkaistaan ja milloin, miten tieto julkaistaan, kuka on vastuussa tiedottamisesta, miten päätöksenteko toimii tiedottamisessa sekä miten toimia kriiseissä. (Nasdaq, 2019.)

### **3.2.3 Raportointiin, hallintoon ja tiedottamiseen liittyviä velvollisuuksia**

Muita edellytyksiä listautuvalle yhtiölle on yhtiön tuottamien raporttien ajantasaisuus, luotettavuus ja laatu sekä näiden asianmukainen seuranta. Muita vaatimuksia taloushallinnolle on kyky tuottaa ennusteita yrityksen toiminnasta luotettavasti ja realistisesti. Listayhtiön laajempi tiedoksiantovelvollisuus tulee myös huomioida yrityksen avainhenkilöiden työskentelytavoissa, työn organisoinnissa ja sisäisissä ohjeistuksissa. (Finanssivalvonta, 2013).

First North -listayhtiöiden ei tarvitse noudattaa corporate governance -koodia, mutta sen lukeminen ja sisäistäminen toimintaan jossakin määrin on kannattavaa (Pörssisäätiö, 2014). Arvopaperimarkkinayhdistys (2021) määrittelee Corporate Governance -koodin olevan yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmä, joka määrittelee yrityksen johdon ja hallituksen roolit, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeen omistajiin.

Tiedoksiantovelvollisuuden lisäksi First North -listayhtiöitä koskee julkistamisvelvollisuuksia, kuten omien osakkeiden hankinta ja luovutus, sisäpiiriluettelot ja johtohenkilöiden liiketoimet. Toisin kuin päälistan yhtiöitä, First North -yhtiöitä ei koske liputusvelvollisuus, eli velvollisuus ilmoittaa huomattavien ääniosuuksien muutoksista. (Finanssivalvonta, 2021).

Omien osakkaiden hankinta ja luovutuksista tulee aina tehdä ilmoitus pörssiin ja tieto tulee julkistaa pörssin sääntöjen edellyttävällä tavalla. Omien osakkeiden hankintaa ja luovutusta koskee myös MAR-asetus. Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimet tulee julkistaa. Kyseisten henkilöiden tulee olla tietoisia velvollisuudestaan ilmoittaa omista ja lähipiirinsä liiketoimista yhtiölle. First North -listayhtiöiden tulee myös ylläpitää sisäpiiriluetteloita henkilöistä, joilla on pääsy sisäpiiritietoon. (Nasdaq, 2019.)

## **3.3 Listautumisprosessi**

Listautumisprosessissa yritys valmistautuu toimimaan elämään pörssiyhtiönä First North -markkinapaikalla. Listautumisprosessissa yritys tekee erilaisia selvityksiä ja muutoksia toimintaansa, jotta se täyttää listautumisen edellytykset. Edellytyksiä on useita, kuten esittelin luvussa 3.2.



Listautumisprosessit etenevät pääosin samaa kaavaa pitkin, mutta sen työmäärään vaikuttaa listautumisannin koko. Johdannon taulukossa 1. esiteltiin First North -markkinapaikan ja päälistan eroja. Merkittävimmät erot ovat se, että alle 8 miljoonan euron annin järjestävän yrityksen ei tarvitse laatia laajempaa listalleottoesitettä vaan voi laatia suppeamman yhtiöesitteen. Erona on myös, se että Finanssivalvonta ei osallistu samassa laajuudessa prosessiin kuin jos listautumisanti on yli 8 miljoonaa euroa. Tällä on merkittävä vaikutus listautumisen työmäärään, sillä yhtiöesitteen laatiminen on kevyempi prosessi yritykselle verrattuna listalleottoesitteeseen. Yhtiöesitteen sisällön määrittää First North -markkinapaikan säännöt ja listalleottoesitteen sisällön määrittää EU:n esiteasetus 2017/1129. (Pörssisäätiö, 2014). Listautumisesite on laajempi ja työläämpi, kuin yhtiöesitteen laatiminen. Jos listautumisanti on alle 8 miljoonaa euroa, yhtiön ei tarvitse laatia listautumisesitettä. Tällöin riittää, että yhtiö laatii ja julkaisee yhtiöesitteen, joka kattaa arvopaperimarkkinalain mukaan riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi liikkeeseenlaskijasta ja arvopapereista. (Arvopaperimarkkinalaki 3. luku 2§ 1.mom.) Listautumisprosessi on työläs ja aikaa vievä prosessi. Siihen osallistuu useita eri osapuolia yrityksen sisä- ja ulkopuolelta. Yrityksen olisi hyvä aloittaa alustavat selvitykset listautumisen edellytysten täyttymisestä jo ennen varsinaisen listautumisprosessin alkamista. (Finanssivalvonta, 2020.) Kappaleessa 2.8 on käyty läpi tarkemmin listautumisprosessissa tehtäviä due diligence -tarkastuksia sekä yhtiö- ja listalleottoesitettä.

Pörssisäätiön (2014) julkaisemassa oppaassa First North -listautujille, kerrotaan, että varsinainen listautumisprosessi kestää usein noin 3 kuukautta. Listautuminen jakautuu viiteen eri vaiheeseen: Alustava suunnittelu, Listautumisen valmistelu hyväksytyn neuvonantajan kanssa, Viimeistely ja listautumispäätös, Listautumisanti ja kaupankäynnin kohteeksi hakeminen ja viimeisenä itse Listautuminen.

Ensimmäinen vaihe on listautumisen alustava suunnittelu, tämä tapahtuu usein 3–6 kuukautta ennen listautumista. Tähän kuuluu tavoitteiden ja tarpeiden kartoittaminen. Yrityksen tulisi olla mahdollisimman pian yhteydessä pörssiin, sillä sieltä yritys saa apua ja neuvontaa hakemusprosessiin. Yritys kilpailuttaa ja valitsee First North -markkinapaikalla vaadittavan hyväksytyn neuvonantajan (engl. Certified Advisor, lyh. CA). Toinen vaihe on listautumisen valmistelu hyväksytyn neuvonantajan kanssa ja se tapahtuu usein noin 2–3 kuukautta ennen listautumista. Tässä vaiheessa yhdessä hyväksytyn neuvonantajan ja eri neuvonantajien kanssa tehdään yritykselle Due Diligence sekä käydään läpi listalleottamisen edellytyksiä ja niiden täyttymistä. Kolmas vaihe noin 1–2 kuukautta ennen listausta, on viimeistely ja listautumispäätös. Tässä yritys viimeistelee hakemuksensa, yhtiö- tai listalleottoesitteensä ja täyttää muut velvollisuutensa. Neljäs vaihe, 1–3 viikkoa ennen listausta on listautumisanti ja kaupankäynnin kohteeksi hakeminen. Toisin kuin aikaisemmat vaiheet, niin tämä vaihe on julkinen. Tässä vaiheessa yritys julkaisee markkinointitiedotteensa ja aloittaa markkinoinnin sijoittajille. Viimeinen, viides vaihe on itse listautuminen ja kaupankäynnin aloittaminen. Tässä vaiheessa yrityksen elämä

First North -listayhtiönä alkaa. Yrityksen tulee tästä edes täyttää Nasdaqin asettamat säännöt ja arvopaperimarkkinalain alaiset lait. (Pörssisäätiö, 2014).

Listautumisprosessi voidaan karkeasti jakaa kolmeen eri vaiheeseen. Nämä ovat valmistautumisvaihe, varsinainen listautumisprosessi sekä toimiminen pörssiyhtiönä. (Pörssisäätiö, 2016.) Varsinainen listautumisprosessi etenee usein saman kaavan mukaisesti. Listautumisprosessin kesto vaihtelee ja seuraavassa taulukossa on havainnollistettu varsinainen listautumisprosessi.

TAULUKKO 5 Listautumisprosessi (Pörssisäätiö, 2014) mukaillen

Alustava suunnittelu 3-6 kuukautta ennen listaamista	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tavoitteiden ja tarpeiden kartoittaminen</li> <li>• Tapaaminen pörssin kanssa</li> <li>• Neuvonantajien valinta ja heidän tekemä Due Diligence</li> <li>• Listalleottoesitteen tai yhtiöesitteen valmistelu</li> </ul>
Listautumisen valmistelu Hyväksytyt Neuvonantajan kanssa 2-3 kuukautta ennen listaamista	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Listaamisen muiden osapuolien valinta</li> <li>• Yhteydenotto pörssiin ja finanssivalvontaan</li> <li>• Mahdollisen osakeannin järjestäjän valinta</li> <li>• Alustava listaamissuunnitelma ja aikataulu</li> <li>• Listaamisedellytyksien läpikäynti</li> </ul>
Viimeistely ja listautumispäätös 1-2 kuukautta ennen listaamista	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Listalleottoesitteen tai yhtiöesitteen viimeistely</li> <li>• Hakemuksen valmistelu</li> <li>• Listautumisannin ehtojen viimeistely</li> <li>• Listalleotto- tai yhtiöesitteen hyväksyminen (Nasdaq/Finanssivalvonta)</li> </ul>
Listautumisanti ja kaupankäynnin kohteeksi hakeminen 1-3 viikkoa ennen listaamista	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Annin ehtojen julkistaminen ja markkinoinnin aloittaminen</li> <li>• Osakkeiden markkinointi ja myynti</li> <li>• Sijoittaja- ja analytikkotapahtumat</li> <li>• Esitteen julkistaminen</li> <li>• Hakemuksen käsittely ja hyväksyminen pörssissä</li> </ul>
Listautuminen Toiminta pörssiyhtiönä alkaa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pörssi tiedottaa markkinaosapuolia</li> <li>• Kaupankäyntialkaa osakkeella</li> <li>• Yhteistyö hyväksytyt neuvonantajan kanssa jatkuu</li> <li>• Tiedonantovelvollisuus ja sijoittajatapaamiset</li> </ul>

### 3.4 Prosessin osapuolet ja heidän roolinsa

Listautumiseen osallistuu yrityksen johdon ja omistajien lisäksi suuri joukko eri tahoja. First North -listautumisissa tärkeässä roolissa on, yhtiön johdon ja omistajien lisäksi, hyväksytty neuvonantaja, investointipankki, tilintarkastusyhteisö, asianajotoimisto sekä viestintätoimisto (Nasdaq, 2019). Näiden lisäksi prosessiin osallistuu pörssi, arvopaperikeskus, Finanssivalvonta, osakkeenomistajat, merkintäpaikka ja media (Pörssisäätiö, 2016). Johdon ajankäyttö usein muuttuu radikaalisti listautumisprosessissa sekä toimiessa listayhtiönä (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas, Wilkman, 2013). Yhtiön johdon tehtävänä vastaa lähtökohtaisesti listautumisprosessin valmistelusta hyväksytyt neuvonantajan kanssa. Yhtiön hallituksen rooli listautumisprosessissa on ajaa yhtiön strategiaa ja listautumisprosessin valvomisessa. Hallitus on myös vastuussa siitä, että yhtiön eri toiminnot, mm. taloudellinen raportointi ja corporate governance, on järjestetty pörssiyhtiöitä koskevan sääntelyn täyttävällä tavalla. (Pörssisäätiö, 2016.)

Seuraavassa taulukossa on esitetty listautumisprosessin yleisimmät osapuolet.

Taulukko 6 Listautumisprosessin osapuolet (Nasdaq, 2017)

Osapuoli	Rooli
Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä (Nasdaq)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Järjestää ja ylläpitää markkinapaikkaa</li> <li>-Tarkastaa ja kommentoi yhtiöesitteen sisältöä</li> <li>-Hyväksyy yrityksen hakemukset markkinapaikalle</li> <li>- Valvoo yhtiötä ja sen toimintaa markkinapaikalla</li> <li>- Varmistaa, että markkinapaikan sääntely toteutuu</li> </ul>
Hyväksytty neuvonantaja	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Yleensä investointipankkeja, jotka on sertifioitu toimimaan hyväksyttynä neuvonantajana First North -markkinapaikalla</li> <li>-Ohjaa ja neuvoo yritystä listautumisprosessissa sekä listautumisen jälkeen First North -markkinapaikalla</li> <li>-Tekee due diligencet yrityksestä</li> <li>-Organisoi ja valvoo yrityksen valmisteluja edellytysten täyttämiseen</li> </ul>
Taloudellinen neuvonantaja	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Voi olla sama taho kuin hyväksytty neuvonantaja</li> <li>-Yhdessä laillisen neuvonantajan kanssa valmistelee yhtiö- tai listautumisesitteen tekoa</li> <li>-Tekee listautumisen esiselvityksiä (jos tarpeen)</li> <li>-Ohjaa ja neuvoo osakeantiin, markkinoihin tai kaupankäyntiin liittyviin asioissa</li> <li>-Tukee yrityksen taloudellisia tarpeita tarkastelemalla sijoittajien kiinnostusta yritystä kohtaan</li> </ul>
Laillinen neuvonantaja	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Tekee laillisen due diligence tarkastuksen</li> <li>-Ohjaa ja auttaa yritystä kaikissa sen laillisissa asioissa</li> <li>-Ohjaa yritystä toimimaan listattuna yhtiönä</li> </ul>
Markkinatakaaja	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Yritys voi ostaa markkinatakaajalta palvelun, jos se haluaa parantaa osakkeen likviditeettiä</li> </ul>

	-Pakollinen jos listautumisannin jälkeen on alle 300 hyväksyttyä osakkeenomistajaa
Tilintarkastaja	-Voi olla mukana listautumisprosessissa, esim. erilaisten due diligencejen tekemisessä -Voi olla tekemässä mahdollisia listautumisen esiselvityksiä
Sijoittajasuhteiden neuvonantaja	-On neuvomassa sijoittajasuhteiden järjestämisessä listautumisprosessissa
Euroclear	-Osakkeiden sähköinen rekisteröinti -Pakollinen kumppani jos haluaa listautua
Finanssivalvonta	-On mukana listautumisprosessissa, jos anti on yli 8 M€. -Kommentoi, tarkastaa ja hyväksyy esiteluonnoksen (listalleottoesite)

## 4 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 4.1 Aineisto ja menetelmä

Tutkielma on toteutettu kvalitatiivisena eli laadullisena tutkimuksena. Laadulliselle tutkimukselle on ominaista jonkin asian tai ilmiön kartoittaminen, kuvaaminen ja ymmärtäminen. Laadullisessa tutkimuksessa etsitään uusia näkökulmia ja ilmiöitä, selvitetään vähemmän tunnettuja ilmiöitä sekä kehittämään hypoteeseja näiden pohjalta (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2009).

Tähän tutkimukseen valikoitui aineistonkeruumenetelmäksi laadullinen tutkimus ja se toteutettiin haastattelututkimuksena. Haastattelututkimuksen hyötynä on se, että haastateltavat vastaavat omin sanoin miten ovat kokeneet ja miten he tulkitsevat tutkittavia asioita. Haastattelut toteutettiin teemahaastatteluina, joille on ominaista, että haastattelut eivät noudata tiettyä ennalta laadittua kysymyslistaa vaan tiettyjä teemoja (Hirsjärvi & Hurme, 2008). Ominaista teemahaastatteluille on se, että haastatteluissa kysymyksiä ei olla ennalta tarkkaan määritelty eikä niiden järjestys ole kaikille sama. Tällä pyritään tuomaan haastateltavan omaa ääntä ja ajattelua paremmin esille. (Eskola & Suoranta, 2008). Haastattelut etenivät pääosin teemahaastattelurungon

mukaisesti, mutta esitin myös tarvittaessa tarkentavia kysymyksiä. Teemahaastattelurunko on tutkielman liitteenä (Liite 1).

Haastatteluihin osallistui viisi eri henkilöä eri yrityksistä. Haastateltavista kolme työskentelivät First North -yhtiöiden toimitusjohtajana tai talousjohtajana, yksi haastateltava työskentelee Nasdaq:issa, joka ylläpitää Suomessa First North -markkinapaikkaa sekä yksi haastateltava toimii hyväksyttynä neuvonantajana First North -yhtiöille. Laadullisessa tutkimuksessa olennaista ei ole haastateltavien suuri määrä vaan aineistoon ja aiheeseen syvälinen perehtyminen ja sen analysoiminen (Eskola & Suoranta, 2008). Haastateltavat yhtiöt toimivat eri toimialoilla ja haastateltavat henkilöt olivat jokainen olleet mukana yhdessä tai useammassa listautumisprosessissa. Haastattelut toteutettiin etäyhteyksien välityksellä ja yhden haastattelun kesto oli noin 45 minuuttia. Haastateltaville ei ennalta annettu teemahaastattelunkysymysrunkoa, vaan yleisesti kerrottiin tutkimusaiheesta. Tällä pyrin siihen, että haastateltavat puhuisivat ilman etukäteen mietittyjä vastauksia tuoden esiin omia ajatuksia ja näkemyksiä.

Tutkimuksen teemat valikoituivat aikaisemman tutkimuksen pohjalta sekä oman tutkimuksen tavoitteiden mukaisesti. Haastatteluissa oli kolme eri teemaa. Ensimmäisessä teemassa selvitettiin yleisesti haastateltavien kokemuksia ja näkemyksiä koskien First North -markkinapaikkaa, listautumisia sekä listautumisen tuomia hyötyjä ja yrityksen motiiveja listautumiseen. Toisessa teemassa selvitettiin yrityksen kokemaa listautumisprosessia, sen sujuvuutta, ongelmakohtia ja siihen valmistautumista sekä listautumisen tuomia muutoksia yrityksen toimintaan. Kolmannessa teemassa käsiteltiin First North -listautumisen vaatimia edellytyksiä ja valmiuksia yritykseltä ja niiden täyttämistä.

Aineiston analysointia varten haastattelut litteroitiin ja materiaali jaettiin teemojen mukaisiin osiin. Litteroidusta aineistosta on etsitty yhteyksiä ja eriävyyksiä haastateltavien ja aikaisemman tutkimuksien kanssa. Litteroitua aineistoa kertyi noin 12 000 sanaa ilman haastattelijan osuuksia.

## 4.2 Luotettavuuden arviointi

Tieteellisen tutkimuksen luotettavuutta voidaan tarkastella reliaabeliuuden ja validiteetin avulla. Validiteettia on yleensä käytetty määrällisissä tutkimuksissa, sillä laadullisissa tutkimuksissa ei varsinaisesti mitata asioita. Laadullisen tutkimuksen reliaabeliuuden ja validiteetin mittaaminen on haastavampaa kuin määrällisessä tutkimuksessa, sillä yhtä selkeää rajaa on haastava tehdä aineiston analysoidessa ja luotettavuutta arvioidessa, verraten määrälliseen tutkimukseen. Laadullisen tutkimuksen ominaispiirre onkin, se että, se perustuu tutkijan omaan analyysiin ja avoimeen subjektiivisuuteen. (Eskola & Suoranta, 1998, 164–165). Reliaabeliuudella tarkoitetaan sitä, että tutkittaessa samaa kohdetta kahdella eri kerralla saadaan eri tutkimuskerroilla samat tulokset. Ihmisten käyttäytyminen vaihtelee ajan ja paikan myötä, joten laadullisessa tutkimuksessa on

epätodennäköistä, että eri tutkimukset päätyisivät täsmälleen samaan lopputulokseen. (Hirsjärvi & Hurme, 2008, 186). Validiteetilla tarkoitetaan sitä, että miten valittu tutkimusmenetelmä kykenee mittaamaan sitä mitä on tarkoituskin mitata (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2009, 185). Laadullisen tutkimuksen luotettavuutta arvioidessa myös tutkimuksen tekijä ja tutkimusprosessi on arvioinnin alaisena (Eskola & Suoranta, 1998, 165). Tutkimusprosessiin ja tutkijaan kohdistuvan luotettavuuden varmentamiseksi olenkin kuvannut selkeästi, miten tutkimus ja aineistonkeruu on toteutettu. Läpinäkyvyyttä ajatellen tutkimuksen haastattelurunko on liitteenä. Haastateltavien valitsemisessa on otettu huomioon heidän kokemuksensa First North -listautumisissa sekä pörssimarkkinoista yleisesti. Haastateltavien henkilöiden nimiä, työnantajia tai muita yksilöiviä tietoja ei olla esitetty tutkimuksessa, pyrkien täten siihen, että haastateltavat puhuisivat avoimemmin haastatteluissa. Haastatteluissa pyrin välttämään suoria kysymyksiä, jotta haastateltavat joutuivat vastaamaan niihin omin sanoin.

Merkittävin ongelma tutkimuksen luotettavuudelle on aineiston vähyys. Tutkimuksessa haastateltiin ainoastaan viittä eri henkilöä eri yrityksistä. Luotettavuutta olisi lisännyt haastateltavien suurempi määrä sekä tai jos haastatteluiden kesto tai määrä olisi lisännyt. Haastateltaviksi myös valikoitui henkilöitä, joille listautuminen oli jo tuttu entuudestaan aikaisemmin listautuneesta yrityksestä tai muuten oman kokemuksen myötä, joten tutkimuksessa olisi voinut olla myös yrityksiä, joille First North -listautuminen oli ensimmäinen kokemus listautumisista. Aineiston määrästä riippumatta tutkimus toteutui onnistuneesti. Tutkimus antaa kuitenkin yleiskäsityksen ja kuvauksen, siitä mitä First North -listautuminen vaatii yritykseltä ja minkälaisia muutoksia se tuo toimintaan.

Mielestäni tutkimus ja aineiston keruu onnistui kuitenkin erinomaisesti, ottaen huomioon tutkimuksen rajaukset ja rajoitteet. Haastatteluissa onnistuttiin saamaan laajoja ja monipuolisia vastauksia eri näkökulmista.

## 5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

### 5.1 Yleistä

Tässä kappaleessa käsitellään haastateltavien näkemykset yrityksen motiiveista ja tavoitelluista hyödyistä listaamalla yritys First North -markkinapaikalle. Asiaa on käsitelty yhdessä julkisten listautumisesitteiden ja haastatteluiden pohjalta. Motivaatiot ja tavoitellut hyödyt vaihtelevat yritysten välillä, joten niitä ei voida selittää yksittäisellä teorialla. Tarkoituksena on myös selvittää, eroaako First North -yritysten motiivit listautumiseen aikaisemman empiirisen tutkimuksen kanssa. Haastatteluissa kysymykset aseteltiin siten, että jokainen aikaisemman teorian mukainen hyöty ja motiivi tuli käsiteltyä. Aikaisemman teorian mukaiset motiivit ja tavoitellut hyödyt:

- Kasvunrahoittaminen ja uudet pääomaratkaisut
- Osakkeen likviditeetti ja yrityksen markkina-arvo
- Yrityksen tunnettuus ja imago hyödyt sekä strategian mahdollistaminen
- Avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi

Seuraavaksi esitellään tutkimuksen tuloksia haastattelujen teemojen mukaisesti. Ensimmäiseksi käydään läpi yritysten tavoitellut hyödyt ja motiivit listautumiselle. Toiseksi käydään läpi yritysten kokemaa listautumisprosessia First North -markkinapaikalle. Kolmannessa osiossa käsitellään listautumisedellytyksiä ja valmiuksia. Haastateltavien henkilöiden viittaukset on esitetty sisennettynä.

## 5.2 Listautumisessa tavoitellut hyödyt ja motiivit

### 5.2.1 Kasvunrahoittaminen ja uudet pääomaratkaisut

Listautuminen First North -markkinapaikalle tarjoaa yrityksille keinon kerätä pääomaa nopeasti enemmän kuin mitä on usein mahdollista saada lainarahoituksena. Listautuminen mahdollistaa myös uudet rahoituskierrokset osakeantien muodossa. (H1.) Listautuminen on usein ajankohtainen, kun yrityksen kasvu on saavuttanut sen pisteen, että kasvustrategian toteuttamista varten tarvitaan kerätä uutta rahoitusta. Yritykset voivat kerätä rahoitusta myös ilman listautumista, mutta oman pääoman ehtoisen rahoituksen kerääminen on huomattavasti helpompaa, kun yrityksellä on likvidi, läpinäkyvästi arvostettu osake. (H2.)

Kyllähän siinä varmasti kasvua haetaan, et ku kasvuvaihe on saavuttanut tietyn tason tai kasvusuunnitelmat on siinä mallissa, että halutaan sitte toi osake vähän paremmin työkaluks käyttöön ja sitten näkyvyyttä siihen ja uutta pääomaa rinnalle. (Kysyttäessä, mikä on syynä yrityksen listautumiselle) -H2

Listautumisannissa kerätyn pääoman kustannus koetaan olevan kohtuullinen siihen nähden, että se mahdollistaa myös tulevaisuudessa järjestettävät osakeannit. Listautumisen kustannukset myös jakautuvat kaikille osakkeenomistajille tasaisesti. (H2, H3). First North -listautumiset usein perustuvatkin voimakkaaseen kasvusuunnitelmaan ja listautuminen on keino rahoittaa tämä suunniteltu kasvu (H3). Listautuminen nähdään mahdollisuutena kasvaa ja tuoda yrityksen omaa tarinaa suuremman yleisön tietouteen (H5).

Haastatteluissa ei noussut ilmi, että lainarahoituksen saatavuus tai hinta olisi ollut syynä listautumiselle. Yritykset eivät myöskään listautuneet tasapainottaakseen tasettaan tai pääomarakennettaan. Haastateltavista jokainen oli yhtä mieltä siitä, että listautuminen First North -markkinapaikalle on erinomainen tilaisuus yritykselle hakea rahoitusta kasvustrategian toteuttamista varten (H1, H2, H3, H4, H5).

Listautumiset tapahtuvat usein ryppäinä markkinatilanteen ollessa hyvä, mutta haastateltavat eivät kokeneet, että yritys ei voisi listautua muulloinkin. (H2, H3)

Kyl sitä niinku rahaa tyypillisesti löytyy sitte huonoinaki aikoina, jos on tietynlainen kestävä, pitkälle kantava tarina ja sitä tukeva numerot tarjolla. -H2

### 5.2.2 Osakkeen likviditeetti ja markkina-arvo

Osakkeen parempi likviditeetti nähtiin merkittävänä etuna listautumisessa. Julkisen ja läpinäkyvän markkina-arvon avulla yrityksen osaketta pystyy myös hyödyntämään paremmin yrityskaupoissa vaihdannan välineenä. (H1, H2, H3,



H4, H5.) Osakkeen likviditeetti auttaa yrityskauppojen toteuttamisen lisäksi esimerkiksi kannustinjärjestelmien rakentamisessa (H4).

First North -markkinapaikalla osalla yrityksistä on pienehkö osakkeen vaihdon määrä. Suurin osa haastateltavista koki, että osakkeen vaihdon määrä ei johdu First North -markkinapaikasta vaan yrityksestä itsestään (H1, H4).

No, likviditeetti on niinku just yhtä hyvä kuin se firma. Et jos on hyvä firma, niin varmasti löytyy myös kysyntää markkinoilta -H1

Osa haastateltavista koki, että Nasdaqin edellytys listautumisvaiheessa 10 % vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrästä markkinoilla vaikuttaa yrityksen osakkeen likviditeettiin ja vaihdon määrään negatiivisesti, jos yrityksen osakkeista ainoastaan pieni osa on kaupankäynnin kohteena. Tämä johtuu yksinkertaisesti sen takia, että markkinoilla ei ole tarpeeksi kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita. (H1, H3). Pienen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrän taustalla voi olla pääomistajien halu säilyttää valta yrityksessä (H3).

Jos katoo niinku moniaki yhtiöitä nii, jos se free float on 30 % luokkaa ja sit siellä sattuu olemaan vähä muutama isompi osakas ni se tosiasiallinen kaupankäynnin kohteena oleva osakkeiden lukumäärä on suhteellisen pieni. -H3

Osakkeen likviditeetti voi olla myös heikompaa yrityksissä, joissa on omistajina paljon suuria institutionaalisia sijoittajia. Silloin myynnit tapahtuvat usein suurina blokkeina, jolloin yrityksen osakkeen volatilitteetti nousee merkittävästi lyhyen ajan sisään kaupan seurauksena. (H2.) Yrityksen osakkeen hyvä likviditeetti nähtiin syntyvän itse yrityksestä ja sen tarjoamista palveluista ja tuotteista (H1, H2, H5). Likviditeettiä ei ole yrityksen osakkeella, jos yritys ei ole tarpeeksi kiinnostava sijoittajan näkökulmasta (H5). First North -markkinapaikalla likviditeettiä voi parantaa myös ostamalla osakkeelle markkinatakauksen. Tämä on tarkoitettu etenkin listoilla olemisen alkuvaiheeseen (H1, H4). Markkinatakauksen avulla saadaan pienennettyä osakkeen myynti- ja ostohinnan välistä erotusta (H3). Haastateltavat eivät kokeneet, että markkinapaikalla olisi suurta vaikutusta yrityksen osakkeen likviditeettiin. Pääsyy yrityksen osakkeen heikolle likviditeetille, on yrityksen oma toiminta. (H1, H2, H3, H5.)

Kyllähän se lähtee siitä et sitten täytyy pistää firma kuntoon ja tehdä sijoittajaviestintää, et sitten saadaan myöskin sille kysyntää, tietysti kääntöpuolena on se, että mikä sitten on se vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä, et paljonko on yhtiön free float listautumishetkellä, et jos siellä on hyvin pieni se free float niin se likviditeetti jää alhaisemmaksi -H1

Yritykset voivat parantaa oman osakkeen likviditeettiä ja vaihdon määrää listautumisannissa allokoimalla osakkeita piensijoittajien ja instituutionaalisten sijoittajien välillä. Haastateltavien mukaan piensijoittajat käyvät aktiivisemmin kauppaa kuin instituutionaaliset sijoittajat ja näin luovat osakkeelle likviditeettiä samalla. Yksityissijoittajat käyvät enemmän kauppaa kuin instituutionaaliset

sijoittajat, mutta euromääräisesti suuremmat rahavirrat kulkevat kuitenkin institutionaalisten sijoittajien kautta (H1).

First North -listautumisten pienen koon takia (verrattuna päälistaan) institutionaaliset sijoittajat eivät myöskään sijoita yrityksiin yhtä usein kuin päälistan yrityksiin (H3). Tämän koettiin johtuvan yrityksen pienemmän koon takia ja institutionaalisten sijoittajien salkun koon takia. Institutionaaliset sijoittajat sijoittavat varojansa osakkeisiin pitkälle tähtäimelle ja he tutkivat sijoituskohteensa tarkasti. Institutionaalisten sijoittajien mielenkiintoa sijoittaa First North -listautumisiin rajoittaa myös listautumisannin mahdollinen pieni koko. Jos listautumisannin koko on esimerkiksi alle 10 miljoonaa euroa, voi institutionaalisella sijoittajalla tulla vastaan heidän omat sääntönsä sijoituskohteen minimikoosta (H1). Institutionaalisten sijoittajien ei kannata käyttää aikaansa tutkiakseen sijoituskohdetta, jos tarjolla oleva sijoituskohteen koko on muutamia satoja tuhansia, sillä sen vaikutus kokonaissalkkuun on olematon (H2). Kansainvälisillä ja institutionaalisilla sijoittajilla voi olla myös olemassa rajoituksia koskien sijoittamista vaihtoehtoisin monenkeskeisiin markkinapaikkoihin, joka rajoittaa heidän sijoittamistaan kyseisen listan yrityksiin (H1). Nämä rajoitukset ovat kuitenkin nykyään harvinaisempia (H1, H2).

### 5.2.3 Listautuminen strategian mahdollistajana

Tärkeimmäksi motivaatiotekijäksi yrityksen First North -listautumiselle nostettiin yrityksen strategian toteuttaminen. Listautumisen täytyy tukea tai mahdollistaa yrityksen strategian toteuttaminen. Listautumisella täytyy siten olla jokin syy, eikä listautumista kannata toteuttaa, ilman että tämä on selkeästi tiedostettu. Listautuminen voi auttaa yritystä toteuttamaan strategiaa monin eri tavoin ja jokainen listautumisen hyöty on osittain tekemisessä tämän listautumishyödyn kanssa. (H2, H3, H4, H5.) Listautumista kannattaa miettiä harkiten, sillä kun kerran on listautunut markkinapaikalle, sieltä on hankala päästä pois. Listautumista ei kannata toteuttaa, pelkästään jos yrityksellä ei ole tarkempaa visiota yrityksen tulevaisuudesta listautumisannin jälkeen. (H2, H3, H5.) Listautumista ei kannata toteuttaa, jos yrityksessä ei olla mietitty muita tavoitteita, kuin mihin listautumisannissa kerätään varoja, etenkin jos listautumisannissa kerätään varoja tiettyä yksittäistä investointia varten. Tällöin yritys voi ajautua ongelmiin, jos ei pysty hyödyntämään tämän jälkeen rahoitusmarkkinoiden tuomia etuja. (H5.)

Kyl sul täytyy olla selkee näkemys et miks sä teet tän (listautumisen) ja mitä sä oot viiden vuoden päästä ja mihin sä haluat mennä, et silloin siit ei oo mitää hyötyä siit listautumisesta, jos sul ei oo selkeetä strategiaa ja selkeetä näkemistä, se ei saa olla se päätepiste. -H5

Haastatteluissa haastateltavien näkemykset yritysten motiivit ja tavoiteltavat hyödyt erosivat osittain toisistaan, mutta yhtäläisyyksiä löytyi paljon. Jokainen haastateltava oli yhtä mieltä siitä, että listautumisen suurimpia hyötyjä on pääomankeräys kasvuntukemiseen, osakkeen likviditeetti ja markkina-arvo sekä

osakkeen hyödyntäminen yrityskauppatilanteissa (H1, H2, H3, H4, H5). Yritykset olivat listautuessaan kasvaneet nopeasti ja aikoivat toteuttaa strategiaansa kasvamalla entisestään First North -listautumisen tuoman pääoman turvin. Haastateltavilla yrityksillä yrityskauppojen toteuttaminen oli luontainen tapa toteuttaa kasvustrategiaansa ja kokivat, että juuri yrityskauppojen helpottaminen oli merkittävä tekijä, miksi he päätyivät listautumaan, eikä valitsemaan muita vaihtoehtoja. (H2, H4, H5.)

Meijä markkina on nopeesti konsolidoituva paljo yrityskauppoja, nii me haluttiin olla myös siinä pelissä mukana ja sitte sitä varten, niin se että meillä on niinku pääomamarkkinoiden tuki, on paljon helpompi tehdä yrityskauppaa, kun on toisella firmalla niinku hyväksyty valuaatio ja osake on kauppatavaraa -H4

Yrityskaupoissa on yleistä, että kauppasummasta osa tai koko summa toteutetaan osakkeilla. Ilman listautumista osakkeen arvonmääritys ei ole yhtä läpinäkyvää eikä osakkeet välttämättä yhtä likvidejä. Listatun yrityksen osakkeen arvonmääritystä myös pidetään luotettavampana. Listatun osakkeen arvo määrittyy päivittäin markkinoiden ollessa auki. Yrityksen markkina-arvolla on myös muitakin hyötyjä kuin yrityskauppatilanteet. Haastatteluissa nousi osakkeen käyttäminen henkilöstön sitouttamisessa sekä alkuperäisten omistajien tai pääomasijoittajien osittaisessa tai kokonaisessa irtautumisessa yrityksestä. (H2, H4.)

Omistajien exit-strategiat eivät ole juurikaan koskaan pääsyy tai edes merkittävä motivaatiotekijä First North -listautumisissa. Tätä selitetään sillä, että yritykset, jotka listautuvat First North -markkinapaikalle ovat usein nuoria ja pieniä ja vahvasti yrittäjävetoisia. Jos omistajan tavoitteena on irtautua yrityksestä niin tarjolla on nopeampia vaihtoehtoja, kuten pääomasijoittajalle tai teolliselle sijoittajalle myyminen. (H5.)

(omistajien exit-strategiat) se ei oo kyl se driving force juuri yhtään, että jonku tyyppisten joo, et vähä ilmoja veke, -- mut mä luulen et se on enemmän just sitä, että et siel se omistus jää tänne ja sul on se vaihtoehto olemassa et myyksiä pääomasijoittajille vai myytkö jonnekki industrial sijoittajille, et haluatko ulos vai meeks sä pörssi, ja varmaa aika moni myy sen jos on tarvetta sille fyrkalle isosti ja ei oo halua jatkaa nii myy helpommin sinne pääomasijoittajille. -H5

Mahdollinen irtautuminen yrityksen listautumisessa tai pörssitaipaleen alkupuolella aiheuttaa myös mahdollisesti negatiivisia vaikutuksia yhtiölle. Osakkeiden myyminen listautumisessa on harvinaisempaa First North -yrityksille, sillä se antaa sijoittajille negatiivisen kuvan yrityksen listautumisaikasta. Sijoittajille voi tulla osakkeiden myynnistä listautumisannin yhteydessä mielikuva omistajien halusta kerätä vain itselleen rahaa. Jos osakemyyntiä tapahtuu listautumisen yhteydessä, on tärkeätä kommunikoida se avoimesti ja läpinäkyvästi potentiaalisille sijoittajille. (H1.)

Alkuperäisten omistajien osakkeiden myyntiä, ei kuitenkaan pidetty täysin negatiivisena asiana, vaan siitä voi olla myös hyötyä listautumisessa. First North -markkinapaikan free float -säännön mukaan vähintään 10 % osakkeista tulee olla vapaasti vaihdettavissa julkisen kaupankäynnin alaisena listautumisen

jälkeen ja tätä rajaa ei välttämättä pystytä järkevästi saavuttamaan ilman, että alkuperäiset omistajat myyvät omia osakkeitaan listautumisessa. Myymällä osakkeita voidaan myös parantaa osakkeen saatavuutta markkinoilla ja näin parantaa likviditeettiä (H1). Irtautumista ei pidetty pelkästään negatiivisena asiana, sillä yritykset olivat saaneet pääomasijoittajilta rahoitusta ennen listautumistaan. Pääomasijoittajille on luontaista, että he haluavat saada varoja uusia sijoituksia varten, kun ne ovat saavuttaneet tietyn tuoton. (H1, H2.) Haastateltavat kokivat myös, että on luontaista, että yrityksen omistajat vaihtuvat aika-ajoin ja tietynlaisia omistajia tarvitaan tietyissä tilanteissa. (H2.)

#### 5.2.4 Yrityksen tunnettuus ja imago hyödyt

Yrityksille, jotka toimivat etenkin kuluttajamarkkinoilla, koettiin, että listautuminen tuo merkittäviä imago ja tunnettuus etuja. Listautumisella saadaan valtavasti media näkyvyyttä ja näin voidaan herättää uusien asiakkaiden tai markkinoiden mielenkiintoa yritystä kohtaan. (H1, H4.) Myös yritykset, jotka toimivat yritysasiakkaiden kanssa, kokivat että listautuminen on helpottanut ja auttanut heidän toimintaansa asiakkaiden kesken (H5).

Seki strateginen hyöty mut enemmän operatiivinen, ku siirrytään isompiin asiakkaisiin, niin kun me tarjotaan kuitenkin liiketoimintakriittistä ja myös niinku mission critical palveluita, -- niin eli se uskottavuus toimijalle pitää olla kohillansa, se oli se toinen (hyöty mitä tavoiteltiin listautumisella). -H4

Kansainvälisesti toimivilla yrityksillä listautuminen on myös tietynlainen laadun takaava merkki. Nasdaq on kansainvälisesti tunnettu brändi ja se tiedostetaan, että jokainen listattu yritys on käynyt listautumisprosessin läpi, missä varmistetaan, että yritys on sopiva markkinapaikalle. (H1, H4, H5.) Tällä uskottavuuden ja legitimitetin lisäyksellä on merkittävä vaikutus toimiessa kansainvälisten yritysten ja asiakkaiden kanssa (H4, H5.)

Lisääntynyt näkyvyys julkisena osakeyhtiönä toimimisena voi tuoda myös mahdollisesti ongelmia yritykselle. Jos yhtiö ajautuu ongelmiin, kuten esimerkiksi joutuu karsimaan kustannuksia ja irtisanomaan työntekijöitä. Julkinen osakeyhtiö on paljon enemmän esillä mediassa, jos verrataan tilanteeseen, että yhtiö olisi yksityinen osakeyhtiö. (H2.)

Et tietenki hyvässä ja pahassa on esillä, et jos jotain huonoa tulee, et sitä on eri tavalla luopissa sitten, toisaalta siinä on myös tietenkin hyötyjä näkyvyydestä. -H2

#### 5.2.5 Avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi

Listautuneen yrityksen osakkeita voidaan hyödyntää yrityskauppojen lisäksi myös yrityksen henkilöstön sitouttamisessa (H2, H4). Osakeoptioita ja kannustinjärjestelmiä suunniteltaessa auttaa, jos osakkeella on julkinen markkina-arvo ja osakkeella on aktiivinen ja toimiva kaupankäyntipaikka. (H4.)

Listattu yhtiö koettiin myös luotettavammaksi työnantajaksi kuin yksityinen yhtiö. Tätä selitettiin sillä, että julkisen yhtiön toiminta on

läpinäkyvämpää sekä yritys on velvollisempi tiedottamaan omasta toiminnasta avoimemmin kuin yksityinen yhtiö. (H1, H4).

Haastatteluissa ei noussut erikseen esille yrityksen monitorointi. Kaikki haastateltavat yritysten edustajat olivat samalla myös yrityksen osakkeenomistajia. Haastatteluissa yrityksissä on omistajina paljon henkilöomistajia, jotka ovat olleet mukana perustamassa yritystä ja viemässä sitä First North -markkinapaikalle (H1, H2, H4, H5). Täten yrityksen omistajuus ja johto ei ole täysin eriytynyt. Yrityksiä seuraa analyyttikkofirmat, mutta näiden etuna koettiin olevan enemmänkin lisääntynyt näkyvyys yritykselle ja sijoitustarinan tuominen esiin. Analyytikoiden avulla yritys pystyy tavoittamaan suuremman määrän sijoittajia. Osakeanalyysin laadulla on merkitystä, sillä analyytikoiden suosituksilla on vaikutusta yrityksen osakkeen vaihtoon. Yrityksellä itsellään ei ole kuitenkaan paljoa keinoja vaikuttaa tähän, sillä he eivät itse voi valita analyytikkoja ketkä heitä seuraavat. (H2.)

First North -markkinapaikan vapaasti vaihdettavien osakkeiden -sääntö voi myös selittää sitä, että monitorointia ei mainittu tavoitelluissa hyödyissä listautumiselle. Jos yritys toteuttaa listautumisen 10 % minimisäännön mukaan jää alkuperäisille omistajille 90 % yrityksestä omistukseensa.

## 5.2.6 Muut motiivit

Haastatteluissa nousi myös muita tavoiteltuja hyötyjä listautumiselle. Listautumisen taustalla voi olla myös yrityksen omistajien omat henkilökohtaiset tavoitteet ja halut. Yrityksen vieminen pörssilistalle koetaan hienona ja merkittävänä tapahtumana ja joillain yrityksillä voi olla myös tällaisia henkilökohtaisia tavoitteita taustalla. (H1.)

First North -markkinapaikan suosion kasvun taustalla nähtiin, että markkinapaikan tunnettuus on parantunut vuosien saatossa yhdessä listalla menestyneiden yritysten ansiosta (H1, H5). Myös yritysten arvostustasot ovat olleet viime vuosina houkuttelevia, joten yritykset ovat listautuneet entistä enemmän (H1).

Tää koko markkinapaikan tunnettuus on parantunut, että 10 v sitten kukaan ei tiennyt mikä on First North -markkina, ja sit ehkä ne kaikki yhtiöt mitä silloin saatiin listoille, niin ei välttämättä ollut kauheen houkuttelevia, et nyt kun ollaan saatu oikeesti isoja, kiinnostavia ja menestyviä firmoja listattuja, niin tottakai se ruokkii sitä et halutaan tota tai et tulee enemmän sit muitakin yhtiöitä. Ja niin, no ylipäätään siis, listautuminen on ollut houkutteleva vaihtoehto, koska arvostustasot on ollut hyviä. – sekä että ehkä sitten nähdään et ylipäätään pienemmät firmat listautuu enemmän kuin aikaisemmin. -H1

Kevyempi sääntely ja se, että ei vaadita IFRS-raportointia ovat myös merkittäviä tekijöitä miksi yritykset valitsevat First North -markkinapaikan päämarkkinan sijaan. Yritykset listautuvat myös First North -markkinapaikalle siksi, että ovat kokoluokaltaan liian pieniä listautuakseen päälisalle, mutta haluavat kuitenkin hyödyntää rahoitusmarkkinoiden tarjoamia hyötyjä. (H2, H5.) Yhtenä syynä listautumisten kasvuun nähtiin Suomessa sijoittajakentän muutos, sijoittaminen on enemmän esillä mediassa ja se on yleistynyt (H5). Siirtyminen päälisalle

koetaan myös helpommaksi, kun on ollut ensiksi First North -markkinapaikalla (H4).

## 5.3 Listautumisprosessi

### 5.3.1 Prosessin kulku

Listautumisprosessi koettiin työläänä ja raskaana prosessina. Se vaatii paljon aikaa ja resursseja yrityksen johdolta ja omistajilta. Listautuminen vaatii yritykseltä panostuksia sen hallintoon, prosesseihin sekä henkilöstöön. (H1, H2, H3, H4, H5.) Listautumisprosessissa vastuu on pitkälti toimivalla johdolla ja haastateltavat arvioivat sen vaativan tavallisen työajan lisäksi 30–50 % lisää. (H3, H4, H5.)

Varmaan 25 % työajasta meni, sieltä intensiivisimmän kolmen kuukauden loppupuolella. Ehkä jopa enemmän, siinä loppuvaiheessa meni varmaa koko päivät siinä, en mä enää oikee muista oli sen verra sumusta se aika. -H4

Listautumisprosessi kulkee hyvin pitkälti samaa kaavaa pitkin, eikä se ole muuttunut vuosien saatossa (H3). Listautumisprosessi vie yritykseltä aikaa keskimäärin 6–12 kuukautta. Yrityksen listautumisen aikatauluun vaikuttaa pitkälti se missä määrin yrityksen toiminta on jo tarvittavalla tasolla toimiakseen listayhtiönä. Pisimmillään listautuminen voi viedä useita vuosia ja lyhyimmillään 2–3 kuukautta. (H1, H2, H3, H4). Listautumisprosessista haastateltavat puhuivat virallisen osuuden kestävän sen noin 2–3 kuukautta. Tällä virallisella osuudella tarkoitetaan, sitä osuutta, kun yritys on jo tehnyt esiselvityksiä ja jo joitain muutoksia yritykseen. Esivalmisteluja ja muutoksia tehdään usein kuitenkin jo paljon ennen virallista vaihetta. (H2, H3, H4, H5.)

Listautumisprosessissa hyödylliseksi koettiin ottaa mahdollisimman nopeasti yhteyttä hyväksytyyn neuvonantajaan. Hyväksytyllä neuvonantajalla on kokemusta ja tietoa prosessin etenemisestä (H2, H3, H4, H5), eikä sillä ole suurta merkitystä kokonaiskustannusten kannalta, jos hyväksytty neuvonantaja on heti alusta lähtien mukana. (H4.) Yritykset ovat usein hyvin eri vaiheissa yhteydessä Nasdaqiin ja hyväksytyihin neuvonantajiin. Osa yrityksistä on vielä hyvin alkuvaiheessa olevia ja osa yrityksistä on kirjoittanut jo esitteet valmiiksi ennen ensimmäistä kontaktia (H1, H3).

Pääosin haastateltavat kokivat, että listautumista mieltävillä yhtiöillä ei ole tarjolla tarpeeksi informaatiota koskien listautumisen vaatimuksia ja listautumisprosessia (H1, H2, H4, H5). Etenkin jos yrityksen johdolla tai hallituksen jäsenillä ei ole aikaisempaa kokemusta pörssiyhtiönä toimimisesta tai listautumisprosessista (H4, H5).

Ymmärrän sen et, jos tulee kovin ulkopuolelta kenttää, nii saattaa olla aika hämmästä alussa, et mitä tarvitaan ja mihin kaikkiin tarvitaan asiantuntijoita, ja sitte se hinnoittelu on aika epäselvää, joku vois sanoa et se on korkeetaki, mut tota ainaki epäselvää siitä eri neuvonantajien palveluista. -H5

Listautumisprosessissa hyväksytyllä neuvonantajalla on hyvin paljon vastuuta, siitä että listautuminen toteutetaan oikein ja että prosessi sujuu mallikkaasti. (H1, H2, H3, H4, H5.) Monet yritykset myös kokevat, että listautuminen olisi hyvinkin vaativaprosessi, vaikka tosiasiansa listautumisprosessissa tehtävät asiat ovat vain työläitä. (H2, H3, H5.) Yritykset pääsisivät listautumisprosessissa hyvin pitkälle ilman ulkopuolista apua, jos yritys kävisi läpi First North -markkinapaikan säännöt läpi itsekseen (H2, H4). Yrityksen tulee miettiä, mikä on järkevää ajankäytön resursointia, sillä yrityksen toiminta jatkuu ennallaan, vaikka listautumisprosessi on käynnissä (H4).

Haastateltavat kokivat, että johdon tai hallituksen aikaisemmalla kokemuksesta First North -listautumisista tai pörssiyhtiönä toimimisesta on erittäin paljon hyötyä listautumisessa. Kokemuksen kautta listautumisprosessi ja siinä vaadittavat asiat ovat tuttuja. (H4, H5.)

### 5.3.2 Haasteet listautumisprosessissa

Haasteina listautumisprosessissa nousi haastattelujen useita. Merkittävin haaste listautumisprosessissa on se, että yrityksellä ei ole selkeätä sijoitustarinaa tai strategiaa miksi sen kannattaa listautua (H1, H2, H3, H4, H5). Jos yritys ei pysty tuomaan sijoitustarinaansa selkeästi esiin sijoittajille, voi sijoittajien kysyntä yrityksen osakkeelle jäädä alhaiseksi listautumisannissa (H2, H3). Listautumisanti voidaan keskeyttää myös, jos antia ei merkata täyteen (H1). Tämä voi johtua huonosta sijoitustarinasta tai siitä, että sitä ei olla saatu tuotua tarpeeksi selkeästi ja hyvin esille.

No kyllä se suurin haaste on löytää se tarkoitus sille listautumiselle, et mitä ongelmaa se ratkasee, tai mitä mahdollisuuksia se tarjoaa, et pitää olla siinä selkee tarina ja miettiä et onko sille sit riittävästi kysyntää pörssilistalta, vai onko joku muu ratkasu järkevämpi siihen tarpeeseen. Et ainahan se listautuminen ei oo mun mielestä se paras ratkasu. -H2

Haasteena listautumisessa voi olla myös projektinjohtaminen. Tärkeää on, että kaikki tehdään aikataulussa. (H4.) Listautumisprosessiin osallistuu lukuisia eri henkilöitä eri organisaatioista ja aikatauluissa pysyminen on tärkeää sujuvan työskentelyn ja prosessin etenemisen kannalta. (H3, H4.)

Listautumisessa haasteena on myös markkinatilanne. Tämä on listautumisessa sellainen asia mihin yritys ei voi itse vaikuttaa. Markkinatilanne voi vaikuttaa siihen, että voidaanko listautumista toteuttaa ollenkaan. Hyvä esimerkki markkinatilanteen vaikutuksesta on viimeisimpänä Venäjän hyökkäys Ukrainaan vuoden 2022 alkupuolella. Markkinoiden epävarman tilanteen takia useampi yritys joutui perumaan tai lykkäämään listautumistaan. (H1, H3.)

Haastattelujen perusteella haasteena voi olla myös se, että yritykset eivät välttämättä ole tietoisia siitä mitä listautuminen vaatii ja miten prosessi etenee. Haastatelluista neljä viidestä oli sitä mieltä, että yritykset eivät saa tarpeeksi tietoa ja tukea listautumisesta ja listautumisprosessista (H1, H2, H4, H5). Harvat First North -yrityksen omistajat tai hallituksen jäsenet ovat kokeneet useampia listautumisprosesseja. Usein yritykset eivät ole miettineet hallituksen

kokoonpanoa ennen listautumista ja haasteeksi voi nousta, se että hallituksessa ei ole riippumattomia jäseniä tai riittävää osaamista tarpeeksi. (H1, H3.)

Osakkeen arvostaminen listautumisannissa voi myös aiheuttaa haasteita listautumisprosessissa. Yrityksillä on usein omat arviot ja odotukset oman yrityksen arvosta, jotka voivat olla hyvinkin korkeita verrattuna hyväksytyt neuvonantajat antamaan valuaatio arvioon. Loppujen lopuksi yrityksen arvonmääritys saadaan selville vasta listautumisen jälkeen osakkeen ollessa markkinoilla kaupankäynnin kohteena. (H3.)

(Arvonmääritys) se on semmonen prosessi, joka me aina alotetaan ja kerrotaan heti yritykselle, et vaikka me laskettais minkäläinen arvo teille, niin viime kädessä sijoittajat, jotka sen määrittää, me voidaan tuoda ne argumentit sen valuaation laskelman arvonmäärityksen perusteella, et miksi tämä yhtiö pitäisi hinnoitella tietyllä tavalla ja millä muuttujilla me pelataan. -H3

Listautumisessa annettujen yrityksen strategisten tavoitteiden ja yrityksen arvon määrityksellä on yhteyttä. Jos yritys ei pysty pysymään tavoitteissaan, tulee sijoittajat reagoimaan tähän myymällä osakkeensa pois, jolloin kurssi voi laskea rajusti. (H5.)

Toki siinä on tärkeänä se että myös ku mennään sinne että et se valuaatio on realistinen eikä sellanen et siitä tulee krapulaa et luvataa ummet ja lammet ja valuaatio on tosi korkea ja yritetään sitä kautta cashata ulos sitä, ku sit se krapula tulee vuoden päästä siitä ku ei päästäkää niihin ja kyllähä se markkinat sen sitte rokottaa takasin, elikä realistiset odotukset on mun mielestä tärkeetä kirjottaa siihen esitteeseen. -H5

Haasteita teetti myös osalle taloushallinnon raporttien teettäminen selvitetessä listautumisen edellytysten täyttymistä. Lisääntyneen raportointivelvollisuuden myötä yrityksen tulee teettää yritykselle uudenlaisia raportteja, mitä ei olla aikaisemmin luotu yrityksessä. Esimerkiksi yritys ei välttämättä ole aikaisemmin tehnyt puolivuotiskatsauksia, on listautumisen myötä velvollinen julkaisemaan puolivuotiskatsauksen vertailutietoineen. Tällöin lisätyötä teettää aikaisempien vuosien taloudellisten tietojen laatiminen ja kaivaminen, jos tällaisia raportteja ei olla aikaisemmin laadittu. Oman ongelmansa tähän tuo lisäksi yrityksen nopea kasvu, jos järjestelmät, prosessit ja henkilöstö ovat muuttuneet. (H5.)

Me jouduttii taistelee sellasten asioiden kaa, et ku on rahoituslaskelmaa ja on tota, omanpääoman muutoksia ja kaikkii tällasia. Et jos sul on yritys, joka on kasvanut tosi nopeesti nii sul on sitte jonku verra vaikeuksia alkaa takautuvasti tekee rahoituslaskelmia tai jotai muita parin vuoden takaa ku se vaatii kumminki alottavia taseita aika kaukaa, ja tota sitte taas jos sä meet H1:llä (ensimmäinen puolivuotiskatsaus) sul pitää olla edellisen vuoden H1 tase ja tälläset et sä saat ne niinku takasinpäi tehtyä ku sä oot jo silloin jo iha muualla. -H5

Nopeasti kasvaneille yrityksille voi olla myös haasteena täyttää First North -markkinapaikan edellytys käyttöpääoman riittävydestä ensimmäisille 12 kuukauden ajalle. Tämä tulee etenkin kyseeseen yrityksillä, joilla ei vielä ole juurikaan liikevaihtoa listautuessaan, ja jotka listautuvat kerätäkseen varoja strategiansa toteuttamiseen. (H2).



Oikeestaan varmaan joillain yhtiöillä voi olla se käyttöpääomalausunto, et se käyttöpääoma pystyttään niinku ja jos on niinku niin sanotusti pre-revenue yhtiö eli ei oo vielä liikevaihtookaa, taikka sitte niinku toiminnallinen ei oo niinku voitollinen, sit pitää saada niinku käyttöpääomaa, osoitus et käyttöpääoma riittää seuraavaks 12 kuukaudeksi mielellään 24 kuukauden ajaksi. Se on monesti semmonen, ehkä haaste. -H2

### 5.3.3 Tarvittavat muutokset

Listautumisen takia yrityksissä tehdään useita muutoksia. Haastattelujen perusteella tarvittavat muutokset vaihtelevat riippuen listattavasta yhtiöstä, mutta useimmiten muutokset koskevat taloushallintoa, hallituksen kokoonpanoa sekä tiedoksiantovelvollisuuden täyttämistä. (H1, H2, H3, H4, H5.)

Taloushallintoa aina pitää kehittää, et harvoin se on niinku, onneks Fassin mukaan mennään, et ei tarvii IFRS:ää noudattaa tuolla First Northissa, et pärjätään Fassilla. Mutta sitten, sitten niinku raportointia selkeesti pitää kasvattaa ja sitten ajoittaa, eli normaalitiki nää puolivuotiskatsaukset ja vuosikatsaukset, niin siinä yhtiö joutuu hyväksymään tietyt aikataulut. -H3

No se riippuu aika paljon yhtiöstä, että et missä kunnossa ne on ne systeemit, että onko siellä vaan tilinpäätöksen jälkeen katottu että no tommonen tulos tuli tyyppisesti ja et katos et jäätii budjetista tai mentii budjetin yli, tai onko se ollu jo pitkään jo semmonen ennakoiva et katotaan mahdollisimman pitkälle, haarukoidaan siitä erilaisia vaihtoehtoja, että et se niin paljon riippuu siitä yhtiöstä. -H2

Listautumisen myötä yrityksen avainhenkilöissä, johdossa sekä hallituksessa voi tapahtua muutoksia. Eri vaiheissa yritykselle tarvitaan erilaista osaamista sekä kasvun myötä usein on pakollista hankkia lisää resursseja ja henkilöitä yritykseen. Toimitusjohtajan rooli myös muuttuu näkyvämmäksi sekä myös itse johtaminen voi tarvita muutosta, jotta kasvutavoitteet pystytään toteuttamaan. (H2.)

Toisinaan siinä ei nähä sitä dynamiikkaa et mitä se aiheuttaa, et avainhenkilöissä voi alkaa tapahtuu muutoksia, ne investoinnit tarvii uusia henkilöitä ja resursseja, kasvutavoitteissa pysyminen vaatii ihan uudenlaista johtamista ja muutoksia rakenteeseen ja tota, näin pois päin. -H2

Yrityksen päivittäiseen toimintaan vaikuttaa myös markkinoiden väärinkäyttöasetuksen noudattaminen. Yhtiön johdon tulee tämän myötä entistä enemmän miettiä mitä voi puhua yhtiön asioista. (H3.)

Listautumisprosessissa tapahtuvaa muutosta voi kutsua eräänlaiseksi ryhtiliikkeeksi. Yhtiön toiminnasta tulee organisoidumpaa ja listautumisprosessin selvitysvaiheessa tulee selvitettyä yrityksen mahdolliset heikkoudet ja tarvittavat muutokset ongelmakohtiin. (H1, H2.) Listautumisprosessissa tehtävien due diligence -selvitysten avulla yritys saa tietää minkälaisia muutoksia sen tulee tehdä toimintaansa, jotta voi listautua.

(Tarvittavat muutokset tulee ilmi) Ne tulee siinä IPO readiness studyssä et, miten yhtiön taloushallintoa on kehitettävä. Et kyl siellä joutuu uudellaisii prosesseihin menemää ja se että se aikataulut tulee olla täsmällinen ja sit et se tieto pysyy vaan sen sisäpiirin hallussa, että siitä ei sitte yhtiössä avoimesti kerrota, vaan se pysyy sen

sisäpiirin hallussa ja julkistetaan ja yhtiö kun joutuu jo puoli vuotta-vuosi aikaisemmin rakentamaan sen kalenterin, sijoittajakalenterin, et minä päivinä tulee ulos nää tiedotteet, niinku vuositiedotteet, niin tota, se tuo sen yhtiöön niinku uuden rytmin. - H3

Merkittävä ero päälistan listautumisiin on se, että First North -yritysten ei tarvitse noudattaa IFRS-standardia kirjanpidossaan. Tämän johdosta, jos yrityksen kirjanpito ja taloushallinto on järjestetty jo entuudestaan luotettavalla tavalla, ei yrityksen tarvitse tehdä suuria muutoksia taloushallinnon prosesseihin. (H2, H4.) Haastateltavat eivät nähneet, että IFRS:n puuttuminen vaikuttaisi yhtiöiden julkaisemien raporttien luotettavuuteen, sillä yhtiön tilinpäätökset ovat tilintarkastettuja kuitenkin (H1, H2, H3, H5). Jos yrityksen julkaisemissa raporteissa olisi epäkohtia, ne huomattaisiin sijoittajien toimesta ja se näkyisi osakkeen huonontuneena likviditeettinä markkinoilla (H5). IFRS:n puuttuminen koskettaa enemmänkin sijoittajia ja analyytikkoja, joiden tulee ottaa kirjanpitostandardien erot huomioon. (H3.)

Ei se oikeestaan ongelmia tuo tää, se on enemmän sitten niinku analyytikkojen ja sijoittajien tää huomioitava sitte, se että, kun tekee valuaatioita et onko se IFRS vai FAS, et osaavat suhtautua sitte esim., ebitdaan ja ebittiin oikealla tavalla ja niihi kirjauskäytäntöihin suhteessa sitte valuaation multippeleihin. -H3

Lisätöitä teettää myös osakkeiden merkitseminen Euroclear:in arvo-osuusjärjestelmään, etenkin jos yrityksellä on paljon omistajia (H1, H5). osakkeiden merkitsemisessä arvo-osuusjärjestelmään on tärkeitä, että asiat on käsitelty ja dokumentoitu yhtiökokouksessa asianmukaisesti (H5).

Ongelmaksi taloushallinnon järjestämisessä listautumisen kannalta tuo, jos yrityksessä on syvälle juurtuneita tapoja hoitaa asioita (H5). Listautuminen tuo paljon läpinäkyvyyttä ja avoimuutta toimintaan tiedoksiantovelvollisuuden takia ja samalla MAR-asetus ja arvopaperimarkkinalaki tuo sisäpiiriasiat yhtiön toimintaan. (H4, H5.) Edellä mainittuja asioita harjoitellaan listautumisprosessin aikana, eikä näitä olla ylipäättänsä koettu vaativina täyttää.

Tästä julkisesta tiedonantovelvollisuudesta, siitä tulee tiettyä työtä ja sitä sääntelyä on aika paljon, että vaikka se ei kovin ihmeellistä meidän näkövinkkelistä oo, nii monesti se on semmosille pienemmille ja keskisuurille yrityksille tiettyä lisä mitä täytyy noudattaa. - sitä harjoitellaan kyllä, siinä listautumisprosessin aikana, että ei sitä suoranaisesti hankalaksi koeta. Ei ne mitää tähtitiedettä oo, et tota, et ihan normaalia tavallisia asioita siinä sitte käydään läpi, mutta onhan se uutta yhtiölle. -H3

Vaikka First North -markkinapaikalla ei tarvitse noudattaa IFRS-kirjanpitostandardia tulee taloushallinnon toimintaan aina joitain muutoksia. Listatun yhtiön tulee pystyä antamaan ohjeistuksia yrityksen taloudellisesta menestyksestä, joten ennustaminen tulee olla huomattavasti korkeammalla ja luotettavammalla tasolla kuin ennen listautumista. Kaikkien päätösten tulee olla perusteltavissa omistajille. (H2.)

No kyllä se pitäis olla niinku et, jos annetaan, tietenki ohjeistuksetki voi olla aika löyhät, mut kyl sen pitää olla perusteltavissa tietysti, et kyllähän se vaatii sitä ennuste järjestelmien ja muitten kehittämistä, et siellä pysytään kärryillä ja et tiedetään

ylipäättänsä et mistä ne rahat tulee ja mihin ne menee ja et rahat riittää. Ja jos teidän investointeja niin niille pitää olla laskettu vähän tuotto-odotuksia ja muutaki, et semmosta ennustettavuutta tarvii. -H2

Jos First North -markkinapaikalla vaadittaisiin IFRS-raportointia, olisi listautumisten määrä todennäköisesti alhaisempi. Tätä selitetään sillä, että First North -markkinapaikan etuna on juuri alhaisempi sääntely kuin päälistalla. Yrityksen kirjanpitostandardin muutos FAS-raportoinnista IFRS-raportointiin on työläämpi prosessi kuin listautuminen First North -markkinapaikalle. (H5.)

Joo mäki oon ollu firmois töissä mis on ollu IFRS käytössä yksityisellä puolella (listaamattomassa yrityksessä), se on huomattavasti haastavampi se FAS:sista IFRS:ään siirtyminen, ja se First Northin hyötynä voidaan nähdä et on vapaus käyttää FAS:sia, et se IFRS tuo aika paljon lisätunteja tilintarkastukseen ja taloushallintoon. -H5

Yrityksen kasvuvaiheessa on normaalia, että yritykseen tarvitaan palkata lisää henkilöstöä, haastatteluissa ei noussut ilmi, että juuri listautumisen takia piti palkata henkilöstöä taloushallinnon puolelle vaan henkilöstön lisäys johtui yhtiön kasvusta. (H2, H4, H5.) Haastatteluissa nousi esille, että jos First North -listalla vaadittaisiin IFRS-standardin käyttöönottoa, olisi listautumisprosessi huomattavasti vaativampi prosessi sekä se tarkoittaisi suurempaa taloushallinnon henkilöstön määrää (H1, H2). First North -markkinapaikan taloushallinnon työskentelyä kuvattiin normaaliksi taloushallinnon työskentelyksi, joka pystytään organisoimaan luotettavasti, jos yrityksessä on kokenut ja osaavaa taloushallinnon henkilöstöä. Taloushallinnon järjestämistä ei nähdä ongelmaksi listautumisessa, vaikka muutoksia usein osa-alueella vaaditaan. (H5.)

Siis tottakai pitää olla talousjohtaja tai joku ammatinsaosaava talousjohtaja tai group controlleri, ni homma hoituu ei se olekkaa salatiedettä, iha perus asioita siinä kumminki tekee ja yritetään luoda nii sanotusti, emmä siinä nää ongelmaa, ehkä se eteenpäi katsominen niis mittaristoissa on tärkeätä ja et yrityksen suoritustaso ei heittele ja jos se heittelee nii on ymmärrys mistä se johtuu eteenpäi katsoen ja ne pitää osaa viestiä ulos, siinä esite vaiheessa ja siitä edespäin. -H5

Tarvittavat muutokset tulee esille listautumisten edellytyksiä selvittävässä due diligencessä, mutta usein muutokset koskevat vaarallisten työmenetelmien poistamista, sisäisen ja ulkoisen raportoinnin luotettavuuden ja resurssien varmistamista sekä ennusteisiin ja budjetointiin liittyviin asioihin. (H5.)

Niin siitä Ipo readinessistä saa sitte iha inuttia et mitä siel on muutettava, tottakai siel pitää olla laskujen hyväksynnät ja tän tyyppiset kunnossa ja prosessit miten niinku taloushallinnon ja hallinnon prosessit on kunnossa sen raportoinnin lisäksi ulkoisen ja sisäisen raportoinnin, sun pitää tottakai pystyy näkee vähä eteenpäi et sä voit antaa ohjeistuksia yrityksessä. Et ne on ainaki sellasia asioita et mitä ekaks tulee pöydälle, ne täytyy olla paikallaan. -H5

Riskienkartoitus ja niiden hallinta on organisoidumpaa listatussa yhtiössä ja etenkin yhtiöesitteen laatimisvaiheessa, tulee mahdollisten riskien toteutumista ja todennäköisyyttä arvioida ja tarkastella huolellisesti. (H2, H4, H5.)

First North -markkinapaikan sääntö yhtiön hallituksen jäsenistä johtaa usein muutoksiin. Säännön mukaan yrityksellä tulee olla hallituksessa jäseniä, joilla on riittävä osaaminen ja kokemus toimia listayhtiön hallituksessa sekä yhtiöllä tulee olla riippumattomia jäseniä yhtiöstä tai sen suurimmista osakkeenomistajista. Hallitukseen usein joudutaan hankkimaan uusia jäseniä tai kouluttamaan nykyisiä, jotta tämä edellytys voidaan täyttää. Mahdolliseksi haasteeksi voi nousta se, etenkin hyvin alkuvaiheen yrityksissä saada tarvittavaa osaamista yrityksen hallitukseen. (H1, H3.)

Haastateltavat eivät nostaneet erityiseksi haasteeksi tai ongelmaksi lisääntyneen sääntelyn ja regulaation. Se nähtiin luonnollisena osana toimimisena julkisena yhtiönä. Yhtiöiden piti tietenkin rakentaa prosessit ja politiikat tiedottamisvelvollisuuden täyttämistä varten. (H2, H4, H5.) First North -markkinapaikan vaatimukset koskien tiedottamista ovat kuitenkin löyhemmät kuin päämarkkinalla ja esimerkiksi yrityksen ei tarvitse julkaista kvartaaleittain raportteja vaan puolivuositain. (H3, H5.) Osa haastateltavista näki myös hyötyjä lisääntyneestä tiedottamisvelvollisuudesta sijoittajien näkökulmasta ja yrityksen tunnettuuden puolelta. Puolivuositaisesta raportoinnista koettiin saavan myös hyötyä yrityksen toiminnan ja tilan tarkastelussa. Lisääntyneen raportoinnin seurauksena koettiin, että ollaan paremmin perillä mitä yrityksessä tapahtuu ja mihin yritys on menossa. (H5.)

Et kerran puoleen vuoteen tekee sen (osavuosikatsauksen), kvartaaleina saa tehdä ja sijoittajat tykkää siitä ja itekki suosin sitä, mut sit pitää miettiä et tarviiko tehdä koko tasetta kvartaaleittain vai voiko tehdä kerran puoleen vuoteen ja siihen liittyvät rahoituslaskelmat, et se ei oo pelkästään, numeroiden pyörittämistä, ehkä se on enemmän päivittämistä et mite bisneksellä menee kvartaaleittain, toki se johtaa jonkin numeroihin jonku verra, mut siin saattaa olla et vie enemmän eteenpäin niitä asioita mitä kerrotaa ja luvuilla katsotaan taakkepäin yrityksen tilaa. -H5

Yrityksellä täytyy olla jatkuva valmius ylläpitämään ja toteuttamaan tiedoksiantovelvollisuuttaan. Usein tämä vaatii erilaisia muutoksia organisaatioon. Ihmisiä pitää kouluttaa pörssiyhtiön raportointia ja tiedottamista varten ja valmius tiedottamiseen tulee olla ympärivuorokautisesti. (H2.) Kaikki julkistettava tieto pitää myös olla jollain tapaa varmennettavissa, joten tiedotteiden sisältöä tulee tarkasti miettiä (H2, H4).

Et sit myös niinku tiedottamisesta, et se voi olla vaikka yhtäkkiä, et tulee valtava määrä tiedotettavaa, et siinä sit pitäis olla resursseja riittävä määrä et pystyy hallitsemaan sen, ja sit voi olla et ei tuu pitkään aikaa yhtään mitään. Et siinä vähän niinku pitää tietyt resurssit tai ihmiset kouluttamaan tekemään sitä kouluttamista ja siinä pitää olla valmius koko ajan, et vaikka kesälomallaki pitää olla valmius tiedottamiseen. -H2

### 5.3.4 Osapuolien roolit

Listautumisprosessiin osallistuu arviolta noin 10–15 henkilöä, joka koostuu yrityksen johdosta, neuvonantajista, tilintarkastajasta ja viestinnän- ja markkinoinnin ihmisistä (H3). Listautumisprosessissa tarvittaviin osapuoliin pystyy yritys itse vaikuttamaan todella paljon. Osa yrityksistä ei koe tarpeelliseksi yrityksen ja listautumisen markkinointia. Markkinointihenkilöstö

koettiin kuitenkin osittain pakolliseksi, jos halusi, että listautumisanti menestyy. (H2, H4, H5.)

Listautumisessa yrityksen aktiivisella johdolla ja hyväksytyllä neuvonantajalla on pitkälti vastuu siitä, että prosessi etenee ja, että tehdään kaikki tarvittavat asiat. (H1, H2, H3, H4, H5.) Yrityksen sisältä taloushallinnon henkilöstöllä on paljon vastuita ja tehtävää listautumisprosessissa edellytysten täyttämiseksi (H4). Hyväksytyllä neuvonantajalla on listautumisessa hyvin paljon vaikutusvaltaa, siihen keitä osapuolia prosessiin osallistuu. Tämä selittyy sillä, että yritykset usein eivät tiedä listautumisprosessista paljoakaan. Täten yritykset voivat hankkia joitain palveluita mitä ei tosiasiaassa olisi välttämättä tarvinnut. (H1.)

Nasdaqin rooli listautumisessa on enemmänkin valvoa, että yhtiö täyttää markkinapaikan säännöt ja muut lakisääteiset velvoitteet (H1, H3, H4). Osa haastateltavista kokivat, että Nasdaqista ei ollut apua listautumisessa juurikaan (H4). Listautumisprosessissa yrityksen johto ja hallitus voi joutua myös käymään erilaisia koulutuksia koskien toimimisesta listayhtiön johdossa (H1, H3).

Haastateltavat kokivat yhteistyön eri osapuolien välillä tärkeäksi listautumisen onnistumisen kannalta. Organisoimalla listautumisessa tehtäviä asioita eri osapuolille pystyttiin varmistamaan, että asiat hoituvat ajallaan ja ne menevät oikein. (H2, H3.) Listautumisprosessiin osallistuu osapuolia eri tahoilta ja heidän sujuva yhteistyö on tärkeää.

Se vaatii aika tarkkaa seurantaa ja otetta ja deadlinet tavallaan on pidettävä niissä, että, ja jokasessa Ipo-prosessissa tulee sitten hidasteita ja semmosia selvitettäviä asioita, mihin pitää löytää ongelmiin ratkasu. -H3

## 5.4 First North -markkinapaikan edellytykset ja kustannukset

### 5.4.1 Nasdaqin edellytykset

Kukaan haastateltavista ei koe Nasdaqin edellytyksiä listautuvalle yhtiölle haastavana tai liian tiukkoina (H1, H2, H3, H4, H5). Osa haastateltavista koki, että viralliset edellytykset voisivat olla jopa hieman tiukempia, jotta First North -markkinapaikalla varmistetaan tietty taso yrityksissä, jotta voidaan välttyä mainehaitoilta (H4).

Et se on ihan hyvä et on (vaatimukset) tarpeeks ylhäällä, et sitten ainoastaan ne yritykset, joille se on oikeesti järkevää listautuu, ja sitten niinku tämmöset, pitää koputtaa puuta, et onha se vähä ihmeellistä, et yks putiikki tulee listoille loppuvuonna ja ne kirjaa alas ison osan taseestaan heti vuoden alussa ensimmäisessä tilinpäätöksessään, et mä vähä ihmettelin et mite tommosia, et eikö sen pitäis olla vähän tarkempaa ja tilintarkastajanki vähä kysellä? Et millaset tilintarkastajat niillä on ollut, et tällstä käy. -H4

Yrityksillä oli jokaisella omia haasteita edellytysten täyttämiseen, mutta haastatteluissa ei noussut esille erikseen mitään tiettyä ylitsepääsemätöntä

haastetta. Edellytysten täyttäminen koettiin työläinä ja aikaa vievinä, mutta ei haasteellisina (H2, H3, H4, H5). Edellytysten läpikäymiseen yrityksissä tarkasteltiin pidemmältä aika jaksolta yrityksen kehitystä sekä tulevaisuuden näkymiä. Haastateltavat kokivat, että edellytysten täyttäminen toi lisäarvoa yritykselle, vaikka niiden täyttäminen vei aikaa (H4, H5). Edellytysten täyttämiseksi tehtiin syväluotaava tarkastus yrityksen tilaan. Haastateltavista kaikki kokivat, että listautumisprosessissa tehtävät muutokset edellytysten täyttämiseksi olivat kannattavia ja niistä olisi hyötyä, vaikka yritys ei olisi listautunut. (H1, H2, H3, H4, H5.)

Lisääntyneet raportoinnin ja tiedoksiantovelvollisuuden nähtiin tuovan myös hyötyä yrityksen toimintaan, jos yritys osaa kertoa omaa sijoitustarinaansa ja tarjota laadukasta informaatiota markkinoille. Tiedottaminen usein nähdään keskittyvän pelkästään lainmääräämiin minimivastuisiin eikä sitä hyödynnetä välttämättä yhtä paljoa, kuin olisi mahdollista. (H5.)

#### 5.4.2 Muut edellytykset

First North -markkinapaikalle ei ole Suomessa otettu yhtä löyhästi yhtiötä verrattuna Ruotsin First North -markkinapaikkaan. Eroja selitettiin kulttuurillisilla ja asenne eroilla sijoittamiseen. Sekä myös Ruotsin eläkejärjestelmä on erilainen kuin Suomessa, joka voi myötä vaikuttaa ruotsalaisten innokkuuteen sijoittamiseen. (H1, H3.) Ruotsalaisten asenne sijoittamista kohtaan koettiin myös erilaisena kuin Suomessa. Suomessa ei ehkä hyväksytä yritysten riskinottoa yhtä paljoa kuin Ruotsissa (H1). Ruotsin First North -markkinapaikan yritykset ovat usein myös aikaisemmassa kehitysvaiheessa kuin Suomen yritykset. Ruotsin markkinapaikalla on enemmän yrityksiä, joilla ei välttämättä ole liikevaihtoa ollenkaan listautumisvaiheessa. (H1, H3.) Osittain tätä eroa Suomen ja Ruotsin listautumisten välillä selitettiin Suomen hyväksytyjen neuvonantajien tiukemmalla kurilla. Tällä pyritään siihen, ettei markkinapaikalle listautuisi huonosti menestyviä yrityksiä. (H3, H5.)

Suomessa hyväksytyjen neuvonantajien koettiin pitävän tiukempaa kuria, siitä minkälaisia yrityksiä he ottavat asiakkaikseen ja auttavat viemään First North -markkinapaikalle (H1, H3). Yritykset hiovat yhdessä hyväksytyneen neuvonantajan kanssa sijoitustarinaansa ja tarkastavat sijoittajakysyntää ennen kuin listautuvat varmistaakseen listautumisen onnistumisen (H3).

Virallisten edellytysten lisäksi haastateltavat kokevat, että listautumisen edellytyksenä yritykselle on se, että listautumisella täytyy olla oikeasti strateginen tarkoitus ja syy. Yrityksen ei kannata listautua vain listautumisessa kerättävän pääoman takia, jos sillä ei ole tarkempaa suunnitelmaa ja visiota siitä, miten listautuminen hyödyttää yrityksen strategian toteuttamista. (H2, H3, H4, H5.)

No se on tietysti omistajan strateginen kysymys monesti, että halutaanko sitä listayhtiön taakkaa raportointivelvollisuutta ja sehän tuo kilpailijoille myös näkyviin yhtiön tuloksetekokyvyn ja ehkä hinnoittelu ja kateasioita, et jos säilyy yksityisenä ni onhan se huomattavasti helpompaa sen yhtiön niinku liiketoiminnan kannalta. Et kylhän listautumisella pitää olla selkeesti joku tavoite tai hyöty. -H3

Vaikka itse listautumisprosessi on raskas ja työlästä yritykselle, tulisi sen olla kuitenkin valmistautunut elämään listautuneena yhtiönä. Julkisen yhtiön velvollisuudet tulee hoitaa ja yhtiönä toimiminen on erilaista julkisena yhtiönä kuin yksityisenä (H1, H2). Yrityksen tulee olla valmis myös avoimesti tiedottamaan markkinoita epäonnistumisista (H2).

Joo, kyllähän siinä pitää olla valmis sen jälkeen, sen (listautumisen) jälkeen vasta se työ alkaa, ensinnäkin riippuen et mitä siellä listautumisessa annetaan kehitysvaiheessa olevia tavoitteita, niin lähtökohtaisesti tavoitteisiin kohti pitäis mennä ja niitä pitäis toteuttaa, eli se vaatii fokusta, resursseja, tekemistä ja sit samaan aikaan sun pitää informoida iha eri tavalla niitä omistajia, pitää valmistautua myöskin siihen pitämään niitä suhteita yllä ja päivittämään ja kertomaan myöskin ne huonot uutiset, -H2

Tärkeäksi koettiin myös, että yrityksen sijoitustarina ja toiminta on yhteneväisiä. Tällä tarkoitetaan, sitä että mitä luvataan listautumisesitteessä vastaa sitten todellista toimintaa markkinapaikalla. Jos yritys ei pidä lupauksiaan tai on liioitellut omaa kykyään, niin sijoittajat tulevat kyllä reagoimaan tähän markkinapaikalla. (H2, H4, H5.)

Siinä kun niinku koko sen yrityksen tarina on samaa aikaa julkinen ei voi olla siinä on yhtää eroo julkisessa tarinassa ja asiakastarinassa. Et ei voi niinku höpötellä mitä sattuu, et sen pitää olla niinku, enkä mä sano et siellä ois monta yhtiöö jotka höpöttelee mitä sattuu, mut sen (yrityksen tarinan ja toiminnan) pitää olla tosi solidi ja yhtenevä. -H4

#### 5.4.3 Listautumisen kustannukset

Haastateltavien kokemukset listautumisen kustannuksista olivat pääosin samankaltaisia. Listautumisen kustannukset koettiin kokonaisuudessaan korkeina. Yritykset pystyvät osittain itse vaikuttamaan listautumisen suoriin kustannuksiin listautumisprosessissa jättämällä vapaaehtoisia palveluita pois, kuten esimerkiksi markkinointi- ja viestintätoimiston. Haastateltavat kokivat kuitenkin, että listautumisen markkinointi on erittäin tärkeää, jos haluaa varmistua, että listautuminen onnistuu. (H1, H2, H3, H4, H5.) Yritys voi myös säästää kustannuksissa tekemällä itse erinäisiä asioita, kuten mm. listautumisesitteen tai markkinoinnin, mutta kysymykseksi nousee se, että mikä on järkevää ajankäyttöä (H4). Listautumisen kustannukset voidaan nähdä olevan rahoituksen kustannus ja tätä kustannusta tulisi verrata kerättävän pääoman määrään sekä siihen mitä listautuminen mahdollistaa yritykselle (H3). Kuten aikaisemmin kappaleessa 5.2.3. käydessä läpi yrityksen motiiveja listautumiseen strategian mahdollistamisena, tulee yrityksen pohtia tarkkaan listautumisen positiivisia ja negatiivisia puolia.

Et kyl mä ainaki tarkkaan kehotan yhtiötä harkitsee, et kannattaako sitä viime kädessä kuitenkin tehdä. Et kun mä alotin urani 80-luvun loppupuolella ja tuli silloin näitä OTC-buumin aikaa tuli listalle yhtiöitä, joita vieläki muutamii siellä on, et kyllähän se on niille joilleki taakka edelleen, olla siellä listoilla, ja niitte näkyvyys on aika pieni, eikä niitte osake vaihdu, mut niil on kuitenkin julkisen tiedonantovelvollisuuden rumba ja sieltä on aika vaikee päästä pois, se on vähän niinku tää Nato kysymys et pitää kattoo pitkälle tähtäimelle asioita, et sama sen pörssilistautumisen kanssa, et jos sieltä

muutamana millinä saa rahaa ja pääsee kehittää yhtiötä ja sit sä oot niinku juntturas sen jälkeen, ei se välttämättä oo niinku hyvä. -H3

Listautumisen suorat kustannukset nousevat usein 5-10 % koko annin koosta (H3, H5) ja merkittävä osuus kustannuksista menevät listautumisannin järjestämiseen (H4).

Noh, kyllähä ne aika kalliilta tuntuu, öö, mä en enää muista meidän kustannuksia ne on siinä prospektumissa, oiskoha ne ollu jotai 800 tuhatta - 1 miljoona tai sitä luokkaa, et onhan se aika paljon rahaa, mut muistaakseni siitä meni kohtuullinen siivu, siihen niinku anninjärjestämiseen, että, mutta on se kyllähän siellä juristit tekee paljon töitä ja moni tekee paljon töitä ja pitää niittekki jostain elantonsa ansaita. -H4

Epäsuoria kustannuksia arvioitaessa hankaluutena oli arvioida niitä kustannuksia, mitkä olisivat syntyneet, vaikka yritys ei olisi päättänyt listautua. Näitä kustannuksia ovat esimerkiksi henkilöstön rekrytointi, sillä yritykset olisivat joka tapauksessa rekrytoineet lisää henkilöstöä kasvaessaan. (H4, H5.)

Yrityksen tulisi myös miettiä epäsuoria kustannuksia miettiessään kannattaako sen listautua, sillä jatkuvia kustannuksia syntyy yritykselle jatkuvasti listoilla ollessaan. Näitä kustannuksia ovat esimerkiksi Nasdaqille maksettavat vuosittaiset kustannukset sekä yrityksen oman raportointi ja tiedoksiantovelvollisuuden organisointi ja ylläpitäminen. (H2, H3.) Yrityksen tulisi miettiä listautuessaan, että kustannuksia syntyy listautumisesta jatkuvasti yrityksen ollessa markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena.

(Markkinapaikalla olemisesta aiheutuvat jatkuvat kustannukset) - sä voit diskontata sit maailman tappiin asti pankkitilin korolla, ja se kustannus on huomattavan paljon isompi kuin se mitä sä maksat tosiaan listautumishetkellä. -H2



## 6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielman tavoitteena oli pyrkiä lisäämään tietoa ja ymmärrystä yritysten listautumismotivaatioista listautua First North -markkinapaikalle sekä tuoda tietoisuuteen listautumisen aiheuttamia muutoksia First North -yrityksessä. Tarkoituksena oli myös kuvata listautumisprosessia sekä listautumisen edellytysten täyttämisen tuomia haasteita ja muutoksia toimintaan. Tutkielman tutkimuskysymykset olivat:

- *Minkälaisia syitä yrityksellä on listautua First North -markkinapaikalle?*
- *Minkälaisia muutoksia, hyötyjä ja kustannuksia listautuminen ja listautumisen edellytysten täyttäminen tuo toimintaan?*

Listautuminen on aikaa vievä projekti ja tärkeimmille sidosryhmille stressaavaa aikaa. Yrityksellä tulisi olla selkeät taloudelliset motiivit listautumiseen, sillä yrityksen operatiivinen toiminta voi kärsiä listautumisprosessin aikana. (Burton ym., 2006.) Listautumisen motivaatiota voidaan pyrkiä selittämään agenttiteorian tai informaation epäsymmetrisyydellä, vaikka aikaisemmassa tutkimuksessa ei välttämättä ole aina pystytty selittämään listautumisen motivaatiota vain yhdellä teoriolla (Bancel & Mittoo, 2009). Tässä tutkielmassa nähtiin, että uusilla ja vanhoilla omistajilla ja johdolla voi olla erilaisia tavoitteita eikä annettu informaatio ole aina täydellistä kaikkien osapuolien kannalta. Kuitenkaan tässä työssä esimerkiksi vanhojen omistajien exit (ns. exit-strategia) ei noussut kovin keskeiseksi motivaatioksi listautumiselle. Toisaalta listautumisprosessissa huolellisesti suoritettu due diligence voi auttaa informaation epäsymmetriaongelmissa.

Tutkielman tavoitteena oli syvällisesti ymmärtää yrityksen eri motivaatiotekijöitä listautumiseen sekä listautumisprosessin ja edellytysten täyttämisen aiheuttamia muutoksia yrityksen toimintaan. Listautumisen motivaatiotekijöitä nousi esille jo aikaisemman teorian pohjalta ja motivaatiot jaettiin tässä tutkimuksessa viiteen eri osa-alueeseen: Kasvunrahoittaminen ja uudet pääomaratkaisut, osakkeen likviditeetti ja markkina-arvo, listautuminen strategian mahdollistajana, yrityksen tunnettuus ja imago hyödyt sekä

avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi. Näiden jaotteluiden avulla toteutettiin haastattelut ja haettiin ymmärrystä listautumisen motivaatioihin First North -listautumisissa. Listautumisen motivaatiotekijät vaihtelivat hieman eri haastateltavien välillä, mutta yhteistä kaikille oli se, että listautumisen päämotivaatio ja syy täytyy olla yrityksen strategian toteutumisessa ja mahdollistamisessa. Listautuvan yrityksen tulisi miettiä tukeeko First North -listautuminen yrityksen strategiaa ja onko saatavat hyödyt korkeammat kuin siitä aiheutuvat suorat- ja epäsuoratkustannukset.

Yrityksen käydessä läpi listautumisprosessia tulee sen toimintaan useita muutoksia. Yrityksen tulee noudattaa vaihtoehtoisen markkinapaikan sääntöjä listautuessaan sinne ja näiden edellytysten täyttämisen myötä tulee yritys kokemaan muutoksia. Listautumisprosessia käyvät yritykset ovat erilaisia, joten myös tarvittavat muutoskohteet vaihtelevat yritysten välillä. Usein muutokset koskettavat tiedonantovelvollisuuden täyttämistä, taloushallinnon raportointia, ennustamista ja budjetointia sekä hallinnon järjestämistä. Tarvittavat muutokset tulee yritykselle ilmi sen käydessä listautumisprosessissa tehtäviä due diligence -tarkastuksia.

## 6.1 Vastaukset tutkimuskysymyksiin

*Minkälaisia syitä yrityksellä on listautua First North -markkinapaikalle?*

Aikaisemmissa tutkimuksissa on tunnistettu lukuisia eri hyötyjä ja motivaatioita listautumiselle: pääomankeräys ja kasvunrahoittaminen (Pagano ym., 1998; Ritter & Welch, 2002; Kim & Weisbach, 2008; Bancel & Mittoo, 2009), osakkeen likviditeetti, markkina-arvo ja yrityskauppojen toteuttamisen helpottaminen (Amihud & Mendelson, 1986; Pagano ym., 1998; Brau & Fawcett, 2006; Bancel & Mittoo, 2009; Celikyurt ym., 2010), pääomarakenteen optimointi (Brav, 2009), tunnettuus ja imago (Merton, 1987; Pagano ym. 1998; Ritter & Welch, 2002; Burton ym., 2006), strategian mahdollistajana (Maksimovic & Pichler, 2001; Hsu ym. 2010; Chemmanur & He, 2011), omistajien exit-strategiat (Zingales, 1995; Pagano ym. 1998; Burton ym., 2006) sekä avainhenkilöiden sitouttaminen ja monitorointi (Mello & Parsons, 1998; Ritter & Welch, 2002; Burton ym., 2006).

Tämän tutkielman perusteella merkittävin syy ja motivaatio yritykselle listautua First North -markkinapaikalle on strategian toteuttaminen. Listautuminen nähdään yrityksen strategian mahdollistajana, keinona tai tukena sen toteutumiselle. Listautumalla yritys voi myös nopeuttaa oman strategian toteuttamista. Kuten aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, listautumalla yritys saa lukuisia eri hyötyjä. Nämä hyödyt tukevat yritystä sen strategian toteuttamisessa, mutta nämä yksittäiset hyödyt eivät itsessään ole tämän tutkielman mukaan pääsyy listautumiselle.

Yritysten strategiat ja tarpeet eroavat toisistaan ja näin nämä listautumisen eri hyödyt voivat tukea yrityksen strategian toteutumista eri tavoin. Tulosten perusteella nuorten ja nopeasti kasvavien yritysten strategiana on usein jatkaa

kasvuun joko investoimalla tai toteuttamalla yrityskauppoja. Listautuminen First North -markkinapaikalle parantaa yhtiöiden tunnettuutta sijoittajien, asiakkaiden ja muiden sidosryhmien keskuudessa. Käymällä listautumisprosessin läpi yritykset saavat myös legitimizeettää toimintaansa ja ovat uskottavampia yhteistyökumppaneita toimiessaan kansainvälisillä markkinoilla tai muiden pörssiyhtiöiden kanssa. Listautumalla yritysten tunnettuus kasvaa sekä saavat usein myös enemmän mediahuomioita toiminnalleen. Yritys voi hyödyntää tunnettuuden kasvamista sijoittajaviestinnässä tai markkinoinnissaan. Henkilöstön sitouttaminen ja kannustinjärjestelmien rakentaminen koetaan myös helpommaksi, kun yritys on listautunut. Tämä johtuu siitä, että listautuneella yrityksellä on julkisesti ja läpinäkyvästi määräytyvä markkina-arvo, jota voidaan hyödyntää rakentaessa kannustinjärjestelmiä.

First North -listautumisissa alkuperäisten omistajien exit-strategiat eivät ole merkittävässä roolissa tämän tutkimuksen perusteella. Tätä voidaan selittää, sillä että yritykset ovat vielä hyvin nuoria ja kasvuvaiheen yrityksiä ja voivat olla myös henkilöityneet vahvasti yrityksen perustajiin ja alkuperäisiin omistajiin.

Pohtiessaan listautumista yrityksen johdon ja omistajien tulisi miettiä mikä on yrityksen strategia, missä yritys haluaa olla pitkällä tähtäimellä ja miten se aikoo toteuttaa tämän strategiansa. Perinteisesti yrityksen alkuperäisten omistajien irtautumista yhtiöstä on koettu negatiivisena signaalina yrityksestä markkinoille. Aina omistajien irtautumista yrityksestä ei kuitenkaan nähdä pelkästään negatiivisena asiana, sillä myymällä omistusta yrityksestä voidaan parantaa osakkeen likviditeettiä sekä laajentaa omistajapohjaa, etenkin jos yhtiön sisälle tai joillekin alkuperäisille omistajatahoille jää vielä huomattava määrä yrityksen osakkeista.

First North -markkinapaikan yritysten listautumismotivaatio voidaan siistiivistää olevan yrityksen strategian mahdollistaminen ja tukeminen. Listautumalla yritys saa lukuisia eri hyötyjä, joita se voi hyödyntää oman strategian toteuttamisessa. Listautumista miettivän yrityksen tulisi siten miettiä tarkkaan mikä on yrityksen strategia ja miten se voidaan toteuttaa. Yrityksen kannattaa myös pohtia kykeneekö se hyödyntämään markkinapaikan hyötyjä myös listautumisannin jälkeen, sillä listautuneella yrityksellä on myös kustannuksia, jotka aiheutuvat markkinapaikalla olemisesta. Yrityksen ei kannattaisi tämän tutkimuksen mukaan listautua, jos sillä ei ole suunnitelmaa siitä, miten se aikoo hyödyntää rahoitusmarkkinoita listautumisannin jälkeen. Jos listautuminen tukee yrityksen strategian toteutumista niin listautumisen kustannukset nähdään kohtuullisena, siihen nähden minkälaisia hyötyjä se tarjoaa yritykselle listautumisen yhteydessä sekä sen jälkeen.

*Minkälaisia muutoksia, hyötyjä ja kustannuksia listautuminen ja listautumisen edellytysten täyttämisen tuo toimintaan?*

First North -markkinapaikalle listautuneen yrityksen täytyy noudattaa markkinapaikan sääntöjä ja sitä säänteleviä lakeja. Listautuvan yrityksen täytyy myös täyttää Nasdaqin määrittämät edellytykset, jotta se voi listautua.

Listautuessaan yritys kokee erilaisia muutoksia. Muutokset johtuvat markkinapaikan edellytyksien täyttämistä sekä eri sääntöjen ja lakien noudattamisesta. Kuten listautumisen motivaatiot, myös yritysten muutokset vaihtelevat eri yritysten välillä. Yleisimmät muutokset kohteet koskevat yrityksen hallintoa, tiedoksiantovelvollisuuden täyttämistä sekä taloushallinnon raportointia.

Listautumisprosessi on yrityksen johdolle ja muille prosessiin osallistuville työläs prosessi. Yrityksen kannattaa resursoida riittävästi aikaa ja henkilöstöä listautumiselle, jottei operatiivinen toiminta kärsi. Listautumisprosessiin yrityksen johdon ja muiden avainhenkilöiden lisäksi prosessiin osallistuu hyväksytty neuvonantaja, taloudellinen ja laillinen neuvonantaja, tilintarkastaja, sijoittajasuhteiden neuvonantaja, Nasdaq, Euroclear sekä markkinatakaaja. Muita usein hyväksi havaittuja osapuolia listautumisprosessissa on viestintä- ja markkinointitoimisto, jos yrityksellä ei ole itsellään tarvittavaa osaamista hoitaakseen listautumisen viestinnän- ja markkinoinnin. Onnistuneen listautumisprosessin kannalta on tärkeää valita asianosaava hyväksytty neuvonantaja, sillä First North -listautumisissa hyväksytyllä neuvonantajalla on hyvin paljon vaikutusta listautumisprosessin sujuvuuteen ja onnistumiseen.

Listautumisprosessi kestää noin 6-12 kuukautta riippuen yhtiöstä. Listautumisprosessin kesto vaikuttaa se, että kuinka hyvin yrityksen toiminta on jo organisoitu vastaamaan markkinapaikan edellytyksiä ja sääntelyä. Virallinen listautumisprosessi kestää keskimäärin 2-3 kuukautta. Listautumisprosessissa on useita eri vaiheita, mutta ehkäpä merkittävimmät ja työläisimmät vaiheet ovat due diligence -tarkastukset sekä yhtiö- tai listalleottoesitteen tekeminen. Due diligence -tarkastusten avulla yritys saa selville sen valmiudet toimimiseen listautuneena yhtiönä taloudellisesta, oikeudellisesta ja toiminnallisesta näkökulmasta. Due diligence -tarkastusten tulosten perusteella yhtiö tekee tarvittavat muutokset sen toimintaan, jotta yritys on listauskelpoinen. Tarkastusten tuloksia käytetään myös yrityksen yhtiö- tai listalleottoesitteen tekemisessä.

First North -markkinapaikan edellytykset eivät ole liian vaativia listautuvan yrityksen täyttää, ne vaativat kuitenkin yhtiöltä aikaa ja työtä. Edellytyksissä olisi tämän tutkielman mukaan jopa hieman kiristettävää, jotta varmistetaan siitä, että markkinapaikalle listautuu ainoastaan hyvin toimivat ja menestyvät yhtiöt, näin minimoiden mahdolliset mainehaitat markkinapaikalle ja sen yrityksille. Edellytysten läpikäymisessä käydään läpi yrityksen menneisyys, nykytila ja tulevaisuuden näkymät. Yrityksen omistajat ja johto saa läpileikkauksen yhtiön tilasta ja mahdollisista ongelmakohtista. Edellytysten läpikäymisen myötä yrityksen johto ja sen omistajat ovat paremmin tietoisia yrityksen nykytilasta.

Tämän tutkielman tulosten perusteella yritysten tarvittavat muutokset koskettavat taloushallintoa, hallintoa ja tiedoksiantovelvollisuuden täyttymistä.

Taloushallinnon osalta yleisimmät muutokset koskettavat sisäistä ja ulkoista laskentaa ja henkilöstöä. Raportoinnin tulee olla ajantasaista, luotettavaa, laadukasta ja tiedon tulee olla aina varmistettavissa. Listautumisen myötä raportoinnin tulee olla eteenpäin katsovaa, yrityksen ennustejärjestelmät vaativat usein kehitystä, kuten budjetointikin. Osavuosikatsaukset ovat myös uusi työtehtävä taloushallinnon henkilöstölle. Listautuneen yrityksen taloudelliset raportit saavat enemmän näkyvyyttä aikaisempaan verrattuna. Yrityksen tulee myös ottaa entistä enemmän tarkasteluun yrityksen toimintaan ja toimintaympäristöön kohdistuvat riskit, niiden arviointi ja tarvittava reagointi. Yrityksen taloushallinnon kehittämistä vastaamaan First North -markkinapaikan edellytyksiä pystyy huolehtimaan kokenut talousjohtaja tai muu taloushallinnon ammattilainen. Listautumisprosessissa tarvittavien muutoksien tekeminen voi olla helpompi prosessi, kuin kirjanpitostandardin muuttaminen FAS-raportoinnista IFRS-raportointiin.

Tiedoksiantovelvollisuuden täyttämisen myötä yrityksen tulee joko kouluttaa nykyistä henkilöstöä tai rekrytoimaan uusia työntekijöitä. Yrityksellä täytyy olla jatkuvasti valmius tiedottamaan yritystä koskettavista asioista markkinoille. Julkistettavan tiedon tulee olla ajantasaista, luotettavaa ja laadukasta. Tällä pyritään varmistamaan se, että sijoittajilla on käytössään aina ajantasaista ja luotettavaa informaatiota yrityksestä. Tiedoksiantovelvollisuus First North -markkinapaikalla perustuu markkinapaikan sääntöihin, arvopaperimarkkinalakiin sekä markkinoiden väärinkäyttöasetukseen. Joten yrityksen toimintaan vaikuttaa listautumisen myötä eri sääntelyt ja lait. Yritykset voivat myös hyötyä lisääntyneestä tiedoksiantovelvollisuudesta, tarjoamalla markkinoille laadukasta ja informatiivista sijoittajaviestintää. Näin yritys voi tuoda esille paremmin omaa sijoitustarinaansa.

Yrityksen hallintoon ja henkilöstöön tulee usein muutoksia listautumisessa. First North -markkinapaikan sääntöjen johdosta, hallituksen kokoonpanoon tulee usein uusia jäseniä. Uudet hallitusjäsenet voivat olla myös tarpeellisia yhtiön kehittämisen ja toiminnan kannalta. Henkilöstöä voidaan joutua rekrytoimaan lisääntyneen hallinnollisen työn takia, esimerkiksi viestintään tai taloushallintoon. Avainhenkilöissä voi tapahtua muutoksia, usein toimitusjohtajan roolista tulee näkyvämpi ja myös johtamistapa voi tarvita muutosta, jotta kasvutavoitteissa pysytään.

Tiivistettynä listautumisessa tapahtuvia muutoksia voidaan kutsua ryhtiliikkeeksi. Yrityksen toiminnasta tulee usein organisoidumpaa ja listautumisprosessissa selvitetään yrityksen toimintaan kohdistuvat riskit ja korjataan mahdolliset heikkoukset yrityksen toiminnasta. Tutkielman tulosten perusteella listautumisen takia aiheutuvat muutokset ovat usein työläitä, mutta ei vaativia täyttää.

First North -markkinapaikan edellytykset liittyvät myös vahvasti listautumisessa tavoiteltaviin hyötyihin. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden täyttämistä koituu yritykselle kustannuksia, tiedottamisen organisoinnista ja

resursoinnista. Yritys voi kuitenkin hyödyntää hankittua osaamista tiedottamisesta yrityksen tunnettuuden kasvattamisessa ja tarinan kertomisessa sijoittajille. Kehittyneemmän talousraportoinnin myötä, yritys on paremmin perillä omasta toiminnastaan ja johdolla on päätöksenteon tukena laadukkaampaa informaatiota.

Tutkielman haastateltavien mukaan yksikään yritys ei kadu listautumisestaan ja vaikka listautumisprosessi on raskas, sen edut ylittävät siitä aiheutuvat kustannukset.

## 6.2 Tulosten rajoitteet ja jatkotutkimusehdotukset

Listautumisista ja listautumisen motivaatioista on tehty paljon tutkimusta, mutta yrityksen toiminnan kehittämistä ja tarvittavista muutoksista ei olla tehty aikaisemmin paljoa tutkimusta. Aikaisemmat tutkimukset ovat käsitelleet pääosin pörssien päälistoja, vaihtoehtoisten markkinapaikkojen jäädessä vähemmälle huomiolle. Viimeisen parin vuoden aikana Suomessa First North -markkinapaikka on kasvattanut suosiotaan merkittävästi yritysten lukumäärässä ja mediahuomiolla mitattuna. Tämän johdosta tutkielman aihe on erittäin ajankohtainen. Tällä tutkielmalla on pyritty tuomaan esiin yrityksen tarvittavat yleisimmät muutoksen kohteet sekä yleisesti mahdollisia haasteita, ongelmia sekä hyötyjä listautumisessa First North -markkinapaikalle. Listautumisprosessista ei ole saatavilla helposti informaatiota, muuta kuin sääntelyn puolesta.

Tutkimukseen liittyy kuitenkin rajoitteita. Tutkimuksessa on haastateltu vain viittä eri henkilöä ja kolmea First North -yrityksen edustajaa. Aineisto perustuu haastateltavien omiin kokemuksiin ja näkemyksiin. Kuten jo tämän pienen aineiston perusteella, yrityksillä on erilaisia tavoiteltuja hyötyjä listautumisessa, joten olisi mielenkiintoista tietää onko näin kaikissa First North -listautumisissa. Tutkimuksen tulokset eivät ole yleistettävissä aineiston pienen määrän takia. Mielestäni tutkielmasta on käytännön hyötyä, etenkin listautumista miettivälle yritykselle.

Tutkielmassa pystyttiin vastaamaan asetettuihin tutkimuskysymyksiin onnistuneesti, mutta aineiston koon takia vastaukset eivät välttämättä ole yleistettävissä koskemaan kaikkia First North -markkinapaikan yrityksiä.

Tutkielmaa tehdessä heräsi useita eri aiheita jatkotutkimusta varten. Mielekästä olisi tehdä tutkimusta yrityksen listautumismotiiveista kattavammalla aineistolla sekä selvittää eroja motiiveissa eri maiden ja markkinoiden välillä. Lisäksi olisi mielekästä tutkia lisää onko IFRS-raportoinnilla tai kevyemmällä sääntelyllä vaikutusta yrityksen konkurssiriskiä tai väärinkäytöksiin.

## LÄHTEET

- Amihud, Y., Lev, B. & Travlos, N. (1990). Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions. *The Journal of Finance*, 45(2), 603–616.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249.
- Ang, J. S. & Brau, J. C. (2003). Concealing and confounding adverse signals: insider wealth-maximizing behavior in the IPO process. *Journal of Financial Economics*, 67, 149–172.
- Ang, J. S. & Cheng, Y. (2006). Direct Evidence on the Market-Driven Acquisition Theory. *Journal of Financial Research*, 29(2), 199–216.
- Arvopaperimarkkinäläki 14.12.2012/746.
- Arvopaperimarkkinayhdistys (2021). Corporate Governance Suomessa. [Viitattu 8.12. 2021] <https://cgfinland.fi/yleista-itsesaantelysta/yleista-corporate-governancesta/>
- Aslan, H. & Kumar, P. (2009). Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, 489–526.
- Bancel, F. & Mittoo, U. (2009). Why Do European Firms Go Public? *European Financial Management*, 15, 844–884.
- Barber, B. & Odean, T. (2008). All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- Brau, J. C., Francis, B. & Kohers, N. (2003). The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence. *The Journal of Business*, 76(4), 583–612.
- Brau, J. & Fawcett, S. (2006a). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399–436.
- Brau, J. & Fawcett, S. (2006b). Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, 107–117.
- Brav, O. (2009). Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm. *Journal of Finance* (Wiley-Blackwell), 64(1), 263–308. *Business Source Elite*.
- Burton, B., Helliär, C. & Power, D. (2006). Practitioners' Perspectives on the IPO Process and the Perils of Flotation. *The European Journal of Finance*, 12(8), 671–692.
- Bushee, B. J. & Miller, G. S. (2012). Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. *The Accounting Review*, 87(3), 867–897.
- Celikyurt, U., Sevilir, M. & Shivdasani, A. (2010). Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 345–363.

- Chemmanur, T. J. & Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *Review of Financial Studies*, 12, 249–279.
- Chemmanur, T. J. & He, J. (2011). IPO waves, product market competition, and the going public decision: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 382–412.
- Chod, J. & Lyandres, E. (2011). Strategic IPOs and Product Market Competition. *Journal of Financial Economics*, 100, 45–67.
- ESMA, 2021. Ohjeet esiteasetuksen mukaisista julkistamisvaatimuksista. 04.03.2021 ESMA32-383-1138
- Euroopan parlamentti ja neuvosto direktiivi 1606/2002/EY. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 1606/2002 kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta. Euroopan Unionin Virallinen lehti, 11.9.2002, 1-4.
- Euroopan parlamentti ja neuvosto 2004/39/EY. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta. Euroopan Unionin Virallinen lehti, 30.4.2004, 1-44.
- Euroopan parlamentti ja neuvosto 2014/65/EU. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU. Rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta. Euroopan Unionin Virallinen lehti, 15.5.2014, 349-496.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Faulkender, M. & Petersen, M. A. (2006). Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *The Review of Financial Studies*, 19(1), 45–79.
- Finanssivalvonta, 2013. Määräykset ja ohjeet 6/2013 Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto LIITE listautumisedellytysten selvittäminen. FIVA 7/01.00/2013. Saatavilla osoitteesta: [https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/06\\_2013/06\\_2013.m3.pdf](https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/06_2013/06_2013.m3.pdf)
- Finanssivalvonta, 2018. Pörssi ja muut kauppapaikat. [Viitattu 12.10.2021]. <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/porssi-ja-muut-kauppapaikat/>
- Finanssivalvonta, 2021. Tiedoksiantovelvollisuus. [Viitattu 12.5.2022] <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>
- Finanssivalvonta, 2021b. Arvopaperien tarjonta ja esitteet. [Viitattu 18.5.2022], <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/arvopaperien-tarjoaminen-ja-esitteet/>
- Finanssivalvonta, 2020. Listautuminen. [Viitattu 12.10.2021], <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>



- HE 59/2007 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopapereiden verottamiseen liittyvien eräiden säännösten muuttamisesta. Helsinki 2007.
- HE 151/2017 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi. Helsinki 2017.
- Holmström, B. & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678–709.
- Hsieh, J., Lyandres, E. & Zhdanov, A. (2011). A Theory of Merger-Driven IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1367–1405.
- Hsu, H.-C., Reed, A. & Rocholl, J. (2010). The New Game in Town: Competitive Effects of IPOs. *The Journal of Finance*, 65(2), 495–528.
- Husman, Henrik, toimitusjohtaja, Nasdaq, Helsinki. Podcast 22.01.2022, haastattelijana Miikka Luukkonen ja Martin Paasi, Nordnet Oyj. Tallenne Nordnetin jakamana Spotifyssä ym. Palveluissa
- Inderes, 2022. Listautujan tietopaketti -internetsivut. [Viitattu 03.05.2022], <https://group.inderes.fi/fi/palvelut/listautujalle>
- Witted Megacorp Oyj, 2022. "Matka pohjoiseen - osa 8: KUIN TEKISI GRADUA NASDAQILLE" -podcast, julkaistu 21.04.2022, saatavilla osoitteesta: <https://witted.com/blog/road-to-ipo/matka-pohjoiseen-osa-8-kuin-tekisi-gradua-nasdaqille>
- Jain, B. & Kini, O. (1994). The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *The Journal of Finance*, 49(5), 1699–1726
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M., Murphy, K. & Wruck, E. (2004). Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. SSRN Electronic Journal.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J. E., Svennas, K. & Wilkman, N. (toim.). (2013). *Yrityskauppa* (2. p.). Sanoma Pro.
- Kim, W. & Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281–307.
- Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336
- Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 28-12-2017/1070
- Leland, H. E. & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Maksimovic, V., Phillips, G. & Yang, L. (2013). Private and Public Merger Waves. *The Journal of Finance*, 68(5), 2177–2217..
- Maksimovic, V. & Pichler, P. (2001). Technological Innovation and Initial Public Offerings. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 459–494.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Mello, A. S. & Parsons, J. E. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 79–109.

- Merton, R. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Nasdaq, 2019, Going Public: Listing Guide to Nasdaq First North Growth Market. [Viitattu 25.11.2021], [https://www.nasdaq.com/docs/Going\\_Public\\_Listing\\_guide\\_to\\_Nasdaq\\_First\\_North\\_GM.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/Going_Public_Listing_guide_to_Nasdaq_First_North_GM.pdf)
- Nasdaq, 2019b. Nasdaq First North Growth Market Rulebook. [Viitattu 25.11.2021], [https://www.nasdaq.com/docs/2021/11/05/Nasdaq-First-North-Growth-Market-Rulebook\\_08.11.2021.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2021/11/05/Nasdaq-First-North-Growth-Market-Rulebook_08.11.2021.pdf)
- Nasdaq, 2021. First North Growth Market Pricelist. [Viitattu 10.4.2022] [https://www.nasdaq.com/docs/2022/01/03/First\\_North\\_Growth\\_Market\\_Pricelist\\_2022.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2022/01/03/First_North_Growth_Market_Pricelist_2022.pdf)
- Nasdaq, 2022. Equity Trading by Company -First North December 2021. [Viitattu 20.04.2022], <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc2a576935bda9a30798415e3f510ac35&lang=en>
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
- Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64.
- Pagano, M. & Röell, A. (1998). The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187–225.
- Pörssisäätiö, 2014. Listautujan käsikirja, monenkeskinen markkinapaikka Suomessa. Saatavilla osoitteesta: [https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja\\_2014\\_final-low.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja_2014_final-low.pdf)
- Pörssisäätiö, 2016. Pörssilistautujan käsikirja. Saatavilla osoitteesta: [https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan\\_kasikirja\\_2016\\_final\\_web.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf)
- Pörssisäätiö, 2022. Listautumiset Pohjoismaissa viime vuosina. [Viitattu 03.02.2022], <https://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/>
- Pukthuanthong, K., Roll, R. & Walker, T. (2007). How Employee Stock Options Performance. *Journal of Corporate Finance*, 13, 695–720.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. *The Journal of Finance*, 47(4), 1367–1400.
- Ritter, J. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 57, 1795–1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 187–212.
- Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *Bell Journal of Economics*, 7(1), 33–54.

- Signori, A. (2018). Zero-revenue IPOs. *International Review of Financial Analysis*, 57, 106–121.
- Souitaris, V., Zerbinati, S., Peng, B. (Grace) & Shepherd, D. (2020). Should I Stay or Should I Go? Founder Power and Exit via Initial Public Offering. *Academy of Management Journal*, 63(1), 64–95. Business Source Elite.
- Witted Megacorp Oyj, "Matka pohjoiseen, Miten tehdään IPO?" -podcast, jakso "Kuinka gradua Nasdaqille kirjoittaisi", 2022. Julkaistu 19.04.2022, saatavilla osoitteesta <https://witted.com/blog/road-to-ipo/matka-pohjoiseen-osa-8-kuin-tekisi-gradua-nasdaqille>
- Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *The Review of Economic Studies*, 62(3), 425–448.

## LIITE

### Haastattelukysymykset

#### Yleisiä

Miksi teidän yrityksenne lähti listautumaan First North -markkinapaikalle?

Mitkä olivat tavoitellut hyödyt listautumisella?

Oliko jotain muita hyötyjä/motiiveja kuin listautumisesitteessä mainitut?

Oliko jotain muita motiiveja tai onko tullut jotain muita selkeitä hyötyjä mitä ette osanneet välttämättä odottaa

Miksi listautua juuri First North -markkinapaikalle eikä päämarkkinalle?

Onko listautuvilla yhtiöillä jotain samankaltaisuuksia ts. piirteitä mitkä on kaikilla listautuvilla yhtiöillä?

Syitä miksi listautuminen ei onnistuisi tai se jätettäisiin toteuttamatta?

Oliko teillä jotain vaiheita, kun mietitte että ei toteutettaisi tai peruttaisiin listautuminen?

Onko joitain ongelmia ja/tai haasteita, joita esiintyy useimmiten listautumisissa?

Mikä on ollut viime vuosien listautumisen määrän kasvun taustalla?

Mistä johtuu erot Suomen ja Ruotsin listautumis- ja yritysmäärissä First North -markkinapaikalla?

Onko jotain tiettyjä tekijöitä mitkä vaikuttavat listautumisen jälkeiseen menestymiseen?

#### Listautumisprosessi

Yleisesti, miten koette, että kuinka valmiita/tietoisia yritykset ovat listautumisista ja sen vaatimuksista?

Miten koitte listautumisprosessin? Onko se kuinka työläs yritykselle/hyväksytylle neuvonantajalle/johdolle?

Keitä henkilöitä yrityksestä siinä on mukana? (Toimitusjohtaja, talousjohtaja/hallinto vai koko henkilöstö?)

Mikä oli teidän roolinne listautumisessa?

Kauan listautuminen kesti teidän yrityksellänne? (Ideasta kaupankäyntiin)

Missä vaiheessa homma lähti ns. kunnolla käyntiin ja otitte muita osapuolia mukaan?

Missä vaiheessa otitte yhteyttä pörssiin ja hyväksytyihin neuvonantajiihin?

Kävittekö läpi listautumista läpi ensiksi jonkun muun osapuolen kanssa?

Minkälaista oli yhteistyö eri osapuolten välillä ja keitä prosessiin osallistui?

Minkä osapuolen koki hyödyllisimmäksi listautumisen valmisteluissa ja listautumisprosessissa?

Saako listautumista mieltivät yritykset mielestänne tarpeeksi tukea ja ohjausta listautumisvalmistautumiseen ja edellytysten täyttämiseen?

Suurimmat haasteet listautumisen onnistumiselle?

Oliko jotain yllätyksiä listautumisprosessissa? Jotain mitä ette osanneet odottaa tai tienneet etukäteen?

Minkälaisia muutoksia listautumisprosessi aiheutti yrityksen toimintaan? (Esim. taloushallinnon osalta, hallinnon, käytännön työskentelyn yms. osalta?)

Palkattiinko henkilöstöä lisää?

Mitkä olivat keskeisimmät toimet taloushallinnon osalta listautumisprosessissa?

Onko taloudellinen raportointi muuttunut listautumisen myötä?

Onko tullut uusia toimenkuvia tai toimenpiteitä taloushallintoon, ongelmia, toimenkuvia, järjestelmiä, työnkuvia tms.?

Onko listautuminen lisännyt taloushallinnon töitä? Ja jos on niin miten?

Vaikuttiko listautuminen yrityksen taloushallinnon ennustamiseen, budjetointiin, sisäinen tai ulkoiseen laskentaan?

Onko vaikuttanut tiedonkulkuun? (Esim. (Valvonta, kontrolli, datan luotettavuus, oikea aikaisuus, vaaralliset työyhdistelmät?)

Miten koette listautumisen kustannukset?

Mistä koostuu? Mihin pystyy vaikuttamaan?

### **Edellytykset**

Miten koki First Northin Nasdaqin vaatimat edellytykset listautuvalle yhtiölle?

Oliko viralliset edellytykset tuttuja jo etukäteen?

Oliko vaativia/työläitä täyttää?

Mikä on mielestänne vaativin edellytys täyttää?

Onko mielestänne olemassa myös muita edellytyksiä virallisten edellytysten lisäksi listautumista mieltivälle yritykselle?

Onko mielestänne olemassa myös muita edellytyksiä virallisten edellytysten lisäksi listautumista miettivälle yritykselle?

Onko First North -markkinapaikassa joitain heikkouksia tai huonoja puolia?

Verrattuna päämarkkinaan?

Verrattuna jos yritys olisi yksityinen osakeyhtiö?

Miten lisääntynyt sääntely ja regulaatio on vaikuttanut yhtiön toimintaan?

Tuliko yllätyksenä kuinka paljon tms.?

Muuttiko päivittäistä toimintaa esim. johdossa raportoinnissa.

Toiko jotain etuja myös?

Aiheuttaako kevyempi sääntely ja legislaatio myös mahdollisia ongelmia yrityksille tai sijoittajille?