

Timo Korkeamäki ja Yrjö Koskinen

Hyvät pahat pörssiyhtiöt?

Forskningsrapporter från Svenska handelshögskolan

Hanken School of Economics
Research Reports

67

Helsinki 2009

Hyvät pahat pörssiyhtiöt?

Asiasanat: pörssiyhtiöt, noteeraamattomat yritykset, investoinnit, osingot, velkaisuusaste, henkilökulut, työllisyys

© Svenska handelshögskolan, Timo Korkeamäki ja Yrjö Koskinen

Julkaisija:

Svenska handelshögskolan
Kirjasto
PL 479
00101 Helsinki

Puh.: +358 (0)40 3521 376, +358 (0)40 3521 265
Faksi: +358-(0)9-4313 3425
Sähköposti: publ@hanken.fi
<http://www.hanken.fi/>

Edita Prima Ltd, Helsinki 2009

ISBN 978-952-232-021-6 (painettu)
ISBN 978 952-232-022-3 (PDF)
ISSN 0357-5764

Sisällysluettelo

Tiivistelmä	1
Sammanfattning	3
Executive Summary	4
1. Johdanto	6
2. Julkisen kaupankäynnin edut ja kustannukset	9
3. Listautumiset Helsingin pörssiin	12
4. Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten vertailu	15
4.1. Pitkän aikavälin vertailu pörssiyhtiöiden ja yksityisten yritysten välillä	16
4.2. Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten vertailu 2000-luvulla	20
4.2.1. Pörssiyhtiöt työnantajina	23
4.2.2. Pörssiyhtiöt sijoituskohteina	26
4.2.3. Rahoitusrakenteen vertailu	29
4.2.4. Pörssiyhtiöt investoijina	31
5. Johtopäätökset	33
Jälkipuhe	35
Kirjallisuutta	36
Kuvio 1: Pörssiyhtiöiden liikevaihdon mediaanin ja Suomen bruttokansantuotteen kasvu vuosina 1995–2007.	8
Kuvio 2: Suomen ja Yhdysvaltojen listautumismarkkinoiden vertailu	13

Taulukko 1	Suomen ja Yhdysvaltojen vertailu vuonna 2007	14
Taulukko 2	Pörssiyhtiöiden 2007 tunnuslukuja (miljoonaa euroa, paitsi henkilöstömäärä).	16
Taulukko 3	Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten vertailu 1986–2007.	19
Taulukko 4	Vuodet 2001–2007 listattuna olleiden yhtiöiden toimialajakauma mediaani tunnuslukuja (miljoonaa euroa, paitsi henkilömäärä)	21
Taulukko 5	Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien vertailuyritysten 2007 mediaani tunnuslukuja (miljoonaa euroa, paitsi henkilömäärä).	22
Taulukko 6	Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten työpaikat 2001–2007	24
Taulukko 7	Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten henkilökulut 2001–2007.	25
Taulukko 8	Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien vertailuyritysten mediaani tuotot 2001–2007	27
Taulukko 9	Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien vertailuyritysten osingonjaon mediaanit.	29
Taulukko 10	Pörssiyhtiöiden ja noterattomien yritysten rahoitusrakenne 2001–2007	30
Taulukko 11	Pörssiyhtiöiden ja noterattomien yritysten investointi-intensiteetti 2001–2007	32

Esipuhe

Pörssiyrityksen etuihin ja velvollisuuksiin liittyy avoin tiedottaminen ja muita yhtiöitä suurempi julkisuus. Ikäviä päätöksiä joudutaan tekemään kaikissa yrityksissä, mutta vain pörssiyrityksissä ne on julkistettava nopeasti. Pörssiyritysten toimintaa on näin ollen helpompi arvioida ja arvostella kuin muiden yritysten.

Yleisessä keskustelussa meillä ja muualla pörssiyrityksiä arvostellaan muun muassa lyhytjänteisestä osakkeenomistajien suosimisesta muiden sidosryhmien ja pitkän aikavälin tuottavuuden kustannuksella. Arvopaperimarkkinoita ja osakesäästämistä edistävä Pörssisäätiö halusi selvittää, missä määrin arvostelu on Suomessa oikeutettua ja poikkeako pörssiyritysten ja muiden yhtiöiden käyttäytyminen toisistaan.

Selvityksen tekijäksi kutsuttiin kaksi rahoitusalan professoria: Timo Korkeamäki ja Yrjö Koskinen. Molemmat ovat opiskelleet ja luoneet akateemista uraa ulkomailla, viimeksi Yhdysvalloissa, mutta he ovat olleet myös vierailevina tutkijoina Suomen Pankissa. Professori Yrjö Koskinen toimii edelleen Boston Universityssä. Timo Korkeamäki palasi Suomeen kesällä 2008 Yhdysvalloista hoitamaan rahoituksen professuuria Svenska Handelshögskolanissa.

Tämän selvityksen mukaan pörssiyritykset tarjoavat paremmin palkattuja työpaikkoja, investoivat enemmän ja ovat tuottavampia sijoituskohteina kuin listaamattomat yritykset. Vertailusta jouduttiin jättämään pois kokonaan rahoitus- ja tietotekniikka-ala, jotka olisivat todennäköisesti vielä parantaneet pörssiyritysten asemaa. Pörssiyritykset saavat velkarahoitusta helpommin ja edullisemmin kuin muut yhtiöt. Tämä kilpailuetu parantaa pörssiyritysten mahdollisuuksia ottaa riskejä ja reagoida nopeasti markkinoilla aukeaviin mahdollisuuksiin.

Pörssisäätiö kiittää professori Timo Korkeamäkeä ja professori Yrjö Koskista tarmokkaasta paneutumisesta tutkittavaan aiheeseen. Selvityksen tekemistä on tukenut ohjausryhmä, johon kuuluivat hallituksen puheenjohtaja Berndt Brunow (pj), hallituksen puheenjohtaja Erkki Helaniemi, alivaltiosihteeri Martti Hetemäki, tutkimusohjaaja Esa Jokivuolle ja toimitusjohtaja Sirkka-Liisa Roine. Pörssisäätiö kiittää lämpimästi myös ohjausryhmää.

Pörssiyritysten ja listaamattomien yritysten toiminnallisia eroja ja mahdollisten erojen syitä on tutkittu ilmeisen vähän. Tämä selvitys tuo osaltaan uutta tietoa siitä, miten pörssilistaus vaikuttaa yritysten toimintaan. Tieto on tervetullutta julkisen keskustelun ja päätöksenteon kannalta, edustavathan pörssiyritykset huomattavaa osaa taloudesta niin meillä kuin muuallakin.

Helsingissä 20.2.2009

Sirkka-Liisa Roine
Toimitusjohtaja
Suomen Pörssisäätiö

Kirjoittajat

Timo Korkeamäki toimii rahoituksen Aktia professorina Svenska Handelshögskolanissa elokuusta 2008 lähtien. Sitä ennen hän toimi rahoituksen professorina Gonzagan yliopistossa USA:ssa vuosina 2001-2008. Hän on myös toiminut vierailevana tutkijana Suomen Pankissa. Professori Korkeamäki on suorittanut civilekonom tutkinnon Uumajan yliopistosta, MBA-tutkinnon Gonzagan yliopistosta, sekä PhD. – tutkinnon Etelä-Karoliinan yliopistosta. Sekä hänen tutkimus-, että opetustyönsä painottuvat yritys- ja kansainväliseen rahoitukseen ja hänen tutkimuksiaan on julkaistu johtavissa rahoitusalan akateemisissa julkaisuissa.

Yrjö Koskinen on toiminut Bostonin yliopiston rahoituksen ja kansantaloustieteen apulaisprofessorina vuodesta 2004 lähtien. Hän on valtiotieteiden maisteri Helsingin yliopistosta ja on valmistunut kauppatieteiden tohtoriksi INSEAD:sta vuonna 1999. Aikaisemmin hän on toiminut Suomen Pankin tutkijana ja toimistopäällikkönä, sekä Tukholman kauppakorkeakoulun rahoituksen apulaisprofessorina. Professori Koskinen on erikoistunut yritys- ja kansainväliseen rahoitukseen. Hän on julkaissut useita tutkimuksia valuuttakriiseistä ja euron vaikutuksista yrityksiin johtavissa kansainvälisissä tieteellisissä julkaisuissa

Hyvät pahat pörssiyhtiöt?¹

Timo Korkeamäki
Svenska Handelshögskolan

Yrjö Koskinen
Boston University

Tiivistelmä

Pörssiyhtiöihin liitetään julkisessa keskustelussa usein väitteitä, että pörssiyhtiöt palvelevat osakkeenomistajien lyhytaikaisia etuja muiden sidosryhmien ja myös pitkän aikavälin tuottavuuden kustannuksella. Keskitymme tässä selonteossa tutkimaan onko pörssiyhtiöiden julkisuudessa osalleen saama kritiikki ansaittua. Erityisesti tarkastelemme pörssiyhtiöiden roolia työnantajina ja investoijina 2000-luvulla verrattuna noteeraamattomien yritysten rooliin. Selvitämme myös listattujen ja listaamattomien yritysten eroja sijoituskohteina sekä tutkimme, onko pörssissä ololla vaikutusta yrityksen rahoitusrakenteeseen. Olemme jättäneet vertailun ulkopuolelle nopeasti kasvaneet ja kannattavat tietotekniikka-alan yritykset, joille ei ole olemassa noteeraamattomia vertailukohteita. Lisäksi vertailustamme olemme jättäneet pois yritykset, jotka eivät ole olleet listattuina koko tarkasteluperiodimme aikana. Pois jättämämme kasvuyritykset todennäköisesti parantaisivat pörssiyhtiöiden suhteellista asemaa ainakin kasvu- ja tulonäkökulmista.

Osakkeenomistajien edun lyhytnäköisen valvonnan tulisi johtaa työntekijöiden hyväksikäyttöön ja pitkäaikaisinwestointien karttamiseen. Tuloksemme kuitenkin kertovat päinvastaista. Pörssiyhtiöiden työntekijäkohtaiset henkilökulut ovat selvästi samoilla aloilla toimivia noteeraamattomia yrityksiä korkeammat. Erot ovat

¹ Projektin ohjausryhmässä ovat toimineet Berndt Brunow (pj), Erkki Helaniemi, Martti Hetemäki, Esa Jokivuolle ja Sirkka-Liisa Roine. Haluamme kiittää heitä arvokkaista kommentaista ja näkemyksistä. Lisäksi haluamme kiittää professoreita Ari Hyytinen, Eva Liljebloom ja Vesa Puttonen kommentaista, jotka ovat olleet suureksi hyödyksi. Olemme myös kiitollisia Ari Rajalalle (Balance Consulting Oy), Outi Viljamaalle ja Mikko Murrolle (Työ- ja elinkeinoministeriö), Kajsa Fagerholmille (Hanken), sekä Tarja Yrjölälle (Suomen Pankki) työtä edesauttaneesta avusta. Tässä raportissa esitetyistä näkemyksistä ja johtopäätöksistä vastaavat toki ainoastaan allekirjoittaneet.

huomattavat: pörssiyritysten vuosittaiset henkilökulut ovat noin 3000–4000 euroa suuremmat per henkilö. Lisäksi pörssiyritykset ovat kasvattaneet työntekijämääräänsä huomattavasti, toisin kuin noteeraamattomat vertailuyritykset. Otantamme pörssiyritysten kokonaistyöllisyys on 2000-luvulla kasvanut keskimäärin noin 3 % vuodessa. Pörssiyritykset työllistivät vuonna 2007 lähes 87.000 työntekijää enemmän kuin vuonna 2001, kun taas yksityisen vertailuryhmän osalta työpaikat olivat samaan aikaan vähentyneet noin 2 500:lla. Pörssiyritysten investoinnit ovat useina vuosina olleet listaamattomia yrityksiä suuremmat, joskin erot kahden ryhmän välillä eivät tyypillisesti ole tilastollisesti merkittäviä. Sidosryhmien hyväksikäytölle tai lyhytjänteisyydelle ei siis tältä osin löydy minkäänlaisia todisteita. Investointituotoissa ei ole järjestelmällisiä eroja kahden ryhmän välillä, lukuunottamatta aivan viime vuosia, jolloin pörssiyritysten oman pääoman tuotto on ollut selvästi korkeampi kuin noteeraamattomien yritysten.

Pörssiyrityksillä ja noteeraamattomilla vertailuyrityksillä on merkittäviä eroja osingonmaksussa. Pörssiyritykset maksavat selvästi korkeampia osinkoja kuin vertailuryhmään kuuluvat yritykset. Pörssiyritykset maksavat omistajilleen noin puolet nettotuloksistaan osinkoina, kun taas noteeraamattomat yritykset maksavat ainoastaan 20–30 %. Erot pörssiyritysten hyväksi ovat vielä suurempia, kun mittarina käytetään osinkojen suhdetta liikevaihtoon.

Tulostemme mukaan pörssiyritykset käyttävät velkarahoitusta vastaavia noteeraamattomia yrityksiä enemmän. Tämä voi johtua kahdesta syystä. Ensinnäkin, koska osakkeen julkinen kauppa mahdollistaa omistuspohjan laajenemisen ja alkuperäisyrityksien sijoitusten paremman hajauttamisen, pörssiyrityksellä on suurempi halukkuus riskinottoon lisäämällä velkarahoitusta. Toisaalta pörssilistaus voi toimia signaalina yrityksen laadusta siten, että rahoittajat tarjoavat velkarahoitusta auliimmin ja paremmilla ehdoilla. Pörssiyritysten suurempi velkaisuus ei ole ollenkaan negatiivinen asia, koska velkarahoitus on verohyötyineen tyypillisesti huomattavasti osakerahoitusta edullisempää. Tämä taas mahdollistaa lisäinvestointeja, joita ei rahoituksen puutteessa muuten tehtäisi. Yleisemmin rahoitusrakenteiden eroja tarkastellessamme huomaamme viitteitä siitä, että koska pörssiyrityksillä on mahdollisuus saada osakepääomaa helpommin kuin listaamattomien yritysten, ne pystyvät reagoimaan sekä tuote-, että rahoitusmarkkinoiden

mahdollisuuksiin. Listaamattomien yritysten rahoitusrakenne ja myös investointien sijaan näyttäisivät olevan pitkälle sidonnaisia tulorahoituksen tarjoamiin kassavirtoihin.

Pörssiyhtiöt investoivat vähintään yhtä paljon kuin vastaavat noteeraamattomat yritykset ja investointien tuottavuus on vähintään yhtä hyvä. Pörssiyhtiöt ovat parempia palkanmaksajia ja työllistäjiä kuin vastaavat yksityiset yritykset. Pörssiyhtiöt pystyvät maksaamaan selkeästi parempia osinkoja investointien ja muun toiminnan siitä kärsimättä, koska velkarahoituksen parempi saatavuus tai pörssiyhtiöiden suurempi halukkuus käyttää velkarahoitusta tuovat rahoitusrakenteeseen tarvittavaa joustavuutta. Tulostemme valossa arvostelu osakkeenomistajien lyhytaikaisten etujen suosimisesta muiden sidosryhmien tai pitkän aikavälin tuottavuuden kustannuksella ei ole perusteltavissa.

Sammanfattning

I den allmänna debatten kritiseras börsföretag ofta för kortsiktighet. Det påstås att börsföretagen enbart strävar efter att maximera aktieägarnas kortsiktiga mål, på bekostnad av såväl företagets andra intressegrupper som långtidsavkastningen. I denna rapport undersöker vi om denna kritik är befogad.

Man kan tänka sig att en kortsiktig målsättning skulle vara emot arbetstagarnas intressen. Tvärtom finner vi att börsföretag har betydligt högre personalkostnader än privata företag inom samma branscher. Dessutom har börsföretagens arbetskraft vuxit runt 3% per år under 2000-talet, medan vårt bransch-matchade sampel av onoterade företag inte visar någon tillväxt i arbetskraft under samma tidsperiod. Våra resultat pekar också på högre långtidsinvesteringar bland börsföretag. Sammanfattningsvis hittar vi inga bevis på utnyttjandet av intressegrupper i finska börsföretag.

Som dividendbetalare skiljer sig börsföretag sig tydligt från onoterade företag. Börsföretag har utbetalt ungefär hälften av sin nettoinkomst i dividender under 2000-talet, medan utdelningarna bland privata företag har varit mellan 20% och

30%. Vi ser också att börsföretagen är mer skuldsatta än de onoterade företagen. Det kan antingen bero på att de mer diversifierade börsföretagen kan ta mera finansiella risker, eller på att lånefinansierare ser börslisning som ett bevis på företagets kvalitet, vilket ökar låneutbudet. Högre skuldsättning bland börsföretag borde ha en positiv inverkan, eftersom lånefinansiering med sin skatteförmån är förmånligare än aktiefinansiering. Lägre finansieringskostnader möjliggör i sin tur investeringar som annars inte skulle genomföras. Lättare tillgång till finansiering kan också öka börsföretagens förmåga att reagera på olika möjligheter på både produkt- och finansieringsmarknader. Onoterade företag är däremot mera begränsade till inkomstfinansiering.

Executive Summary

Public companies are often criticized for maximizing short-term shareholder interests at the expense of other stakeholders or even at the expense of companies' long-term profitability. The purpose of this study is to examine whether any validity to this criticism exists. We compare public companies in Finland to matching private firms and make comparisons between these two groups as employers and investors. We also study whether their financial policies differ.

If public companies were focusing on the short-term interests of their shareholders, we would expect that to happen at the expense of their employees. We do not find any evidence for this. On the contrary, public companies pay considerably higher salaries than their private counterparts. Moreover, public companies have increased their number of employees by 3% per year since the year 2001, while the number of employees in matching private firms has stayed flat. We find that public companies also tend to invest more than private firms, but the difference is not statistically significant. Thus there is no evidence that Finnish public companies are more short-sighted than corresponding private firms.

Public companies pay considerably higher dividends than private firms. Public companies pay about half of their net income as dividends, whereas private firms pay only 20-30%. Public companies also use more debt financing than matching private

firms. Public companies have higher leverage either because they are less risk averse than private firms or alternatively because private firms are credit constrained. Higher leverage implies that cost of capital is lower for public companies. As a result, public companies can afford to pay higher dividends and salaries without any negative consequences for their investments levels or profitability. Higher financial flexibility also means that public companies can more easily take advantage of opportunities that may arise in product or financial markets.

1. Johdanto

Pörssiyhtiöitä käsitellään julkisuudessa hyvinkin kriittisesti. Esimerkiksi taloudellisen epävarmuuden keskellä vaikuttaa siltä, että jokaiset tv- uutiset alkavat uutisilla lomautuksista ja tehtaiden sulkemisista. Lisäksi pörssiyhtiöitä sekä meillä, että muualla arvostellaan osakkeenomistajien lyhytjänteisestä suosimisesta muiden sidosryhmien, erityisesti työntekijöiden sekä julkisen talouden kustannuksella.

Pörssiyhtiöiden kriittinen julkisuuskuva saattaa osaltaan johtua siitä, että pörssiyhtiöiltä vaaditaan huomattavasti suurempaa läpinäkyvyyttä kuin noteeraamattomilta yrityksiltä. Pörssiyhtiön on tiedotettava kaikista tärkeistä päätöksistä välittömästi, kun taas noteeraamattomilla yrityksillä on mahdollisuus enemmän valita, mistä ja milloin tiedottaa ja kenties myös vaimentaa huonoja uutisia. Tässä selonteossa tavoitteenamme on tilastotietoihin tukeutuen selvittää, onko pörssiyhtiöiden saama negatiivinen julkisuus oikeutettua. Keskitymme arvioimaan, kuinka hyvin pörssiyhtiöt ovat toimineet, ei pelkästään omistajien, vaan myös muiden sidosryhmien kannalta.

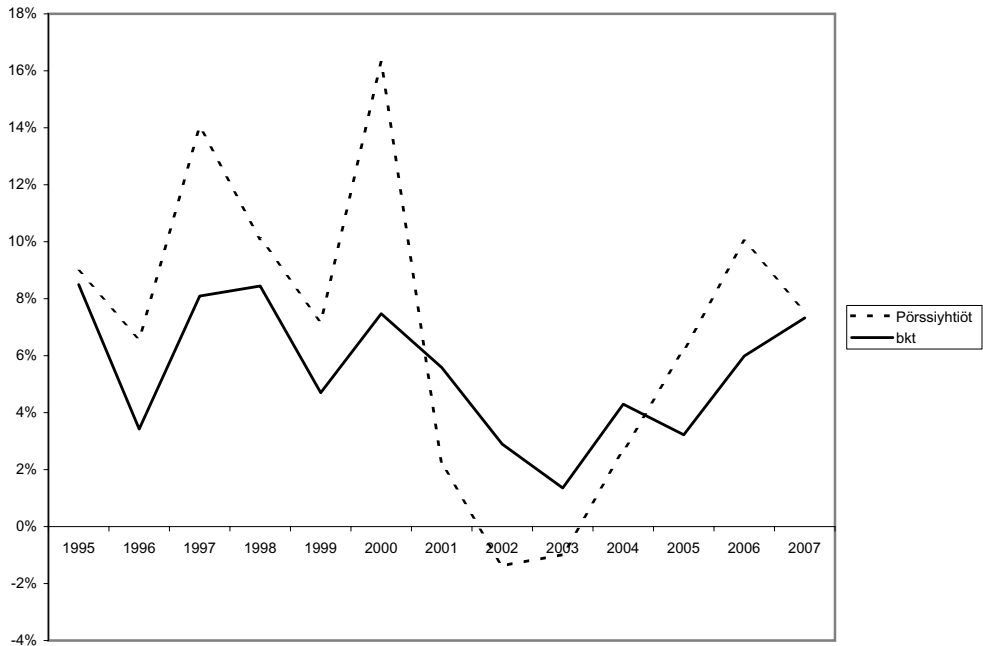
Jotta pystyisimme tarkastelemaan pörssiyhtiöiden toimintaa objektiivisesti, meillä täytyy olla järkevät vertailukohteet. Valitsemamme lähestymistapa on se, että vertaamme pörssiyhtiöitä noteeraamattomiin yksityisiin yrityksiin, jotka ovat mahdollisimman samankaltaisia pörssiyhtiöiden kanssa. Tavoitteenamme on tällä tavoin saada selville onko pörssiyhtiöiden ja muiden yhtiöiden toiminnassa merkittäviä systemaattisia eroja ja mistä nämä mahdolliset erot voisivat johtua. Vertailevan tutkimuksemme kohteina ovat pörssiyhtiöt työnantajina, sijoituskohteina sekä investoijina ja se kuinka hyvin pörssiyhtiöt ovat menestyneet verrattuna noteeraamattomiin yrityksiin näissä suhteissa.

Pörssiyrityksiä arvostellaan yleisesti, että ne elävät kvartaalitaloudessa, jossa tavoitellaan lyhyen aikavälin voittoja tulevaisuus unohtaen. Jos tämä karikatyyrinen mielikuva pörssiyhtiöistä pitäisi paikkaansa, niin luonteva seuraamus olisi, että pörssiyhtiöt olisivat epävakaampia ja nirsompia työnantajia kuin noteeraamattomat yritykset ja että työllisyyskehitys pörssiyhtiöissä olisi vaatimattomampaa kuin muissa yrityksissä. Toinen seuraamus olisi se, että pörssiyhtiöt tekisivät liian vähän

pitkäjänteisiä investointeja verrattuna noteeraamattomiin yrityksiin, koska laajat investointiohjelmat todennäköisesti vaikuttaisivat tulokseen vasta vuosien saatossa. Näissä kärjekkäissä väitteissä on se hyvä puoli, että niiden todenperäisyyttä voidaan arvioida helposti vertaamalla pörssiyritysten ja muiden yritysten toimintaa toisiinsa.

Ei ole vaikeata vakuuttaa lukijaa pörssiyrityöiden tärkeydestä Suomen kansantaloudelle. Onhan suuri osa merkittävimmistä suomalaisyrityksistä listautuneena Helsingin pörssissä. Kuten edempänä tässä selvityksessä osoitamme, vuonna 2007 pörssiyrityöiden yhteenlaskettu liikevaihto kipusi lähes 200 miljardiin euroon, ja ne tarjosivat työtä yli 620.000 henkilölle. Allaolevasta kuviosta on nähtävissä se keskeinen rooli, joka pörssiyrityöillä on Suomen talouden kasvun katalysaattorina. Pörssiyrityöiden liikevaihdon mediaanikasvu myötäilee melko tarkasti bruttokansantuotteen vuosittaisia muutoksia ja näiden kahden aikasarjan korrelaatio onkin yli 77 % (lähes kaikki tässä selonteossa esittämämme vertailut perustuvat mediaaneihin, mikä minimoi yksittäisten yritysten vaikutuksen tuloksiin).

Kuvio 1: Pörssiyritysten liikevaihdon mediaanin ja Suomen bruttokansantuotteen kasvu vuosina 1995–2007.



Päätarkoituksenamme ei kuitenkaan ole tarkastella osakemarkkinoiden merkitystä kansantaloudelle tai sijoittajille. Näitä asioita on jo ansiokkaasti käsitelty toisaalla, esimerkiksi Pörssisäätiön tutkimusraportissa Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle (2001). Tässä selonteossamme keskitymme nimenomaan tutkimaan, onko pörssiyrityksillä ja muilla yrityksillä toiminnallisia eroja ja mistä potentiaaliset erot voisivat johtua. Tämän tyyppiset selvitykset ovat ehkä yllättävänkin harvinaisia sekä akateemisessa kirjallisuudessa, että yleisessä mediassa. Tämä puute on merkillistä ottaen huomioon jo mainitun faktan, että pörssiyritykset edustavat erittäin huomattavaa osaa taloudesta sekä meillä että muualla. Julkisen keskustelun ja päätöksenteon kannalta olisi ensiarvoisen tärkeää saada tutkittua tietoa siitä, miten pörssilistaus vaikuttaa yritysten toimintaan. Toivomme, että työmme osittain korjaisi tätä laiminlyöntiä ja antaisi virikkeitä syvälliseen julkiseen keskusteluun.

Selontekomme on jaoteltu seuraavalla tavalla. Luvussa 2 käsittelemme rahoituskirjallisuudessa esiintyneet listautumisesta koituvat edut ja haitat. Sen

jälkeen 3. luvussa vertaamme teoreettisia listautumisen syitä suomalaisen listautumismarkkinoiden rakenteeseen. Empiiriset tuloksemme käyvät ilmi luvussa 4, jossa käsittelemme sekä pörssiyritysten ja noteeraamattomien yritysten pitkän aikavälin, vuodesta 1986 vuoteen 2007, vertailutuloksiamme että perusteellisemmän vertailun satoa vuosilta 2001–2007. Luvussa 5 esittelemme johtopäätöksemme tutkimustuloksistamme.

2. Julkisen kaupankäynnin edut ja kustannukset

Pörssiyrityöiden eroavuuksia suhteessa listaamattomiin yrityksiin on helpointa lähteä etsimään rahoitusalan tutkimuksissa mainituista osakkeiden julkisen kaupankäynnin eduista ja haitoista. Vaikka listautumisanti kuuluukin tyypillisesti osana normaalia menestyvän yrityksen elinkaarta, on sekä Suomessa että myös muualla olemassa erittäin suuria yrityksiä, jotka ovat päättäneet pysyä yksityisinä. Jos tuo päätös on tehty optimaalisesti, allamainittujen kustannusten täytyy siis olla etuja suurempia joissain yrityksissä.

Rahoituskirjallisuuden mukaan pörssilistauksella on seuraavanlaisia etuja:

1. Julkinen listaus tarjoaa mahdollisuuden saada rahoitusta pääomamarkkinoilta. Osakkeen listautumisen yhteydessä yritys tavanomaisesti myy uusia osakkeita, eli järjestää listautumisannin. On kuitenkin huomattava että useasti listautumisannin yhteydessä hankittu uusi pääoma on melko merkityksetön osa koko yrityksen mittakaavassa. Huomattavasti tärkeämpää on se, että osakeantien järjestäminen ja uuden pääoman hankinta helpottuu tulevaisuudessa listautumisannin myötä. Pörssiyritykset eivät kovin usein järjestä osakeanteja, mutta joka tapauksessa listautuminen antaa yritykselle option tuleviin anteihin, ja tuolla optiolla on arvoa vaikka sitä ei aina käytettäisikään. Osakkeiden listaaminen voi myös helpottaa velkapääoman saantia.
2. Julkisen kaupankäynnin mukanaan tuoma osakkeiden likviditeetti on tärkeää alkuperäisille yrittäjille, joilla saattaa olla sekä käteistarpeita, että myös

tarpeita hajauttaa sijoitussalkkujaan. Jos alkuperäinen yrittäjä pystyy hajauttamaan sijoitussalkkuaan, niin hänen riskinsietokykynsä ja sitä kautta hänen johtamansa yrityksen riskinsietokyky paranee. Tästä seuraa, että pörssiyhtiö voi toimia aggressiivisemmin tai ainakin vähemmän konservatiivisesti, kuin noteeraamaton yritys. Tästä aggressiivisuudesta on muillekin sidosryhmille kuin osakkeenomistajille etua, jos se tuo esimerkiksi mahdolliseksi kasvuhakuisten ja siten työllisyyttä tarjoavien investointien tekemisen. Riskinsietokyvyn kasvamisen kautta pörssiyrityksellä voi myös olla halua hankkia noteeraamatonta yritystä enemmän velkapääomaa. Lisäksi pörssilistauksen tuoma likviditeetti on arvokasta myös hajautettuihin osakesalkkuihin sijoittavan yleisön kannalta: pörssilistauksen ansiosta sijoittajilla on enemmän sijoituskohteita valittavana. Yksittäisen osakkeen likviditeetin nousu myös alentaa osakesijoittamisen tuottovaatimusta, sijoittajan vaatiman likviditeettipreemion pienetessä. Samoin osakkeiden ja niiden johdannaisten käyttö työntekijöiden palkitsemisessa helpottuu yrityksen osakkeiden julkisen kaupankäynnin myötä.

3. Osakkeen hinta ja sen muutokset antavat johdolle ja myös sidosryhmille markkinapohjaisen arvion yrityksen arvosta ja tehtyjen päätösten laadusta. Tämä saattaa parantaa yritysten toiminnallista tehokkuutta. Esimerkiksi investointien tehokkuus saattaa parantua, jos osakemarkkinat pystyvät tuottamaan hyvälaatuista informaatiota. On tärkeää myös muistaa, että osakemarkkinoilla on ainutlaatuinen kyky tarjota tietoa nimenomaan tulevaisuuden odotuksista, kun taas esimerkiksi kirjanpitoon perustuvat arviot nojaavat menneisyyteen. Osakemarkkinoiden uuden tiedon tuottaminen on tärkeää myös luotonantajien kannalta ja pörssilistaus voi siten helpottaa myös vieraan pääoman hankintaa, kuten jo aiemmin mainitsimme.
4. Pörssilistaus tuo julkisuutta yritykselle, paitsi listauksen yhteydessä, myös pysyvästi. Yrityksen nimi on jatkuvasti näkyvillä ainakin osakekurseja seuraavalle yleisölle, ja erityisesti menestyksekkäät yhtiöt saavat positiivista julkisuutta osakkeiden tuottojen vertailuissa. Tämä julkisuus voi olla arvokasta paitsi osakkeenomistajille, myös muille sidosryhmille.

Pörssilistauksen tuottama julkisuus voi hyödyttää yhtiötä pääomamarkkinoiden lisäksi rekrytointi- ja hyödykemarkkinoilla. Julkisuus on kuitenkin kaksiteräinen miekka: huonosta menestyksestä seuraa negatiivista julkisuutta, josta voi olla haittaa yrityksen toiminnalle.

Pörssilistauksella on myös kustannuksia:

1. Julkiseen listautumiseen liittyy suoria kuluja. Kertaluontoisetkin kustannukset, voivat olla hyvinkin mittavia. Lisäksi pörssilistaus edellyttää sitä, että yritys maksaa vuosittaisia maksuja listauksestaan. Nämä maksut voivat olla tuntuva este pienten ja keskisuurten yritysten listautumiselle.
2. Pörssiyhtiöt joutuvat tuottamaan informaatiota itsestään sekä markkinoille että markkinoiden säätelijöille. Tästä raportoinnista koituvat kulut ovat pysyvä listattuna olemiseen liittyvä haitta, ainakin siinä määrin kuin tuo raportointi on turhaa yrityksen toiminnan kannalta ja sellaista, jota sama yritys ei noteerattomana ollessaan vapaaehtoisesti päätyisi tekemään. Yhdysvalloissa tämän tyyppisen kulun on arvioitu viimevuosina huomattavasti kasvaneen Sarbanes-Oxley lain vaatimusten pohjalta. Osakemarkkinoiden vaatimaan läpinäkyvyyteen lukeutuu muitakin kuin suoraan informaation tuottamiseen liittyviä kuluja. Kuten johdannossamme mainitsimme, vaaditaan pörssiyhtiöiltä informaation välitöntä ja määräämuotoista julkistamista. Julki tullessaan informaatio on yhtiön kontrollin ulottumattomissa. Tämä on tietenkin toivottavaa osakemarkkinoiden toimivuuden kannalta, mutta se myös antaa yksityisille yrityksille suhteellisen edun, sikäli kun ne pystyvät hallitsemaan esimerkiksi negatiivisten uutisten julkitulon ajankohtaa ja muotoa. Lisäksi julkisen listauksen vaatimat tiedot ovat luonnollisesti myös kilpailijoiden vapaasti saatavilla.
3. Osakemarkkinat saattavat pakottaa yrityksen tekemään muitakin arvoa tuhoavia päätöksiä kuin liiallista raportointia. Koska pörssiyhtiöt ovat tarkemmassa julkisessa valokeilassa, markkinat saattavat edellyttää niiltä joskus lyhytaikaisia toimia, jotka pitkällä aikavälillä voivat olla yritykselle haitallisia. Tämän väittämän mukaan osa pörssiyhtiöiden kritisoidusta

lyhytjänteisyydestä olisi markkinoiden, siis potentiaalisten investoijien, sanelemaa. Tähän ongelmaan ovat kiinnittäneet huomiota muun muassa Liljeblom ja Vaihekoski (2007).

4. Koska listautumiseen liittyy lähes poikkeuksetta suuromistajien omistuksen kaventaminen, heidän osakkeidensa myyntiin liittyvät veroseuraamukset ovat myös potentiaalinen listauksesta koituva haitta. Muun muassa Puttonen (2004) mainitsee kotimaisen osakeomistajuuden vähäisyyttä arvoidessaan osinkoverotuskäytännön, jossa listaamattomien yritysten maksamat osingot ovat tietyin edellytyksin verovapaita 90.000 euroon saakka. Kyseinen osinkoverotuskäytäntö on epäilemättä yksi syy suomalaisen listautumiskynnyksen korkeuteen.

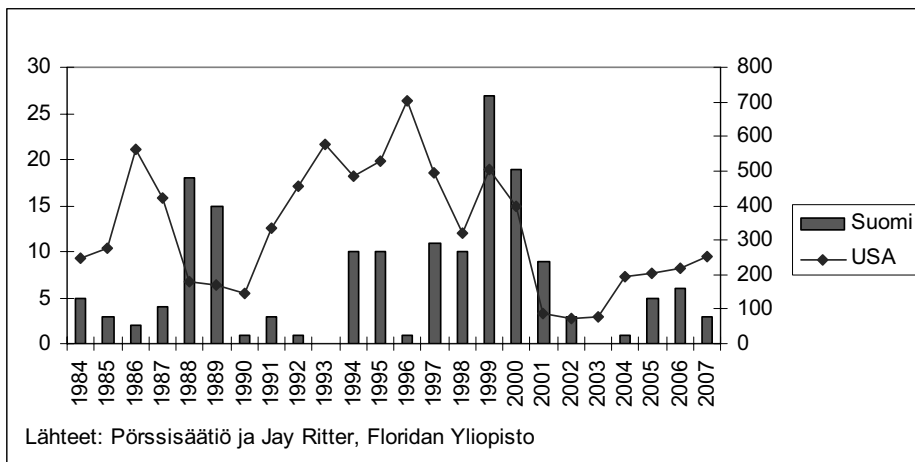
Jos listautumuspäätös on tehty yrityksen arvoa maksimoiden optimaalisesti, niin pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten välillä ei tulisi olla systemaattisia eroja esimerkiksi kannattavuudessa ja investointipolitiikassa, kunhan vertailussa pidetään huolta siitä, että yritykset ovat samalla toimialalla ja muutenkin toiminnaltaan samankaltaisia. Jos listautumismarkkinat sitävästoin poikkeavat optimitilanteesta siten, että joko ”listautumiskypsiä” yrityksiä pysyttelee noteeraamattomina tai on yrityksiä jotka listautuvat liian aikaisin, eroja kahden ryhmän välillä saattaa löytyä. Etsimme näitä eroja selontekomme empiirisessä osassa.

3. Listautumiset Helsingin pörssiin

Rahoituksen tutkimuksen mukaan hyvin toimivat osakemarkkinat ovat tärkeitä varsinkin kasvusuuntautuneiden, riskialttiiden ja paljon tutkimus- ja kehitystoimintaa vaativien alojen oman pääoman hankinnan kannalta. Tätä kautta toimivilla osakemarkkinoilla on myös koko talouden kasvua edistävä vaikutus. Ari Hyytisen ja Mika Pajarisen (2005) kyselytutkimuksen tulosten mukaan Suomessa tämän tyyppisillä aloilla toimivilla pk-yrityksillä rahoituksen saatavuus on ollut rajallista.

Suomalaisia listautumismarkkinoita on useissa julkaisuissa kritisoitu vaatimat-
tomiksi, mutta ovatko suomalaiset listautumisannit sittenkään suhteellisesti
tarkasteltuina niin harvinaisia? On mielenkiintoista vertailla suomalaisia listautu-
mismarkkinoita huomattavasti enemmän tutkittuihin USA:n vastaaviin markkinoi-
hin. Alla olevassa kuviossa tarkastelemme uusien listautumisten määrää Suomessa ja
USA:ssa vuosina 1984–2007 (USA:n määrät ilmenevät kuviossa oikeanpuoleiselta
akselilta ja Suomen vastaavat vasemmalta). Kuviosta voi ensinnäkin havaita että
vaikka kummassakin maassa on selvää suhdannevaihtelua listautumismäärissä,
suhdanteet näyttävät toimivan eri tahdissa. Mahdollisina selityksinä ovat joko
talouksien suhdanteiden erilaisuus tai USA-lähtöisten globaalien listautumisantien
leviäminen Suomeen muutaman vuoden viiveellä. On esimerkiksi selvää, että USA:n
kuumina listautumisvuosina 1990-luvun alkupuolella suomalaiset listautumisannit
olivat harvinaisia Suomen käydessä läpi syvää lamakautta.

Kuvio 2: Suomen ja Yhdysvaltojen listautumismarkkinoiden vertailu.



Kiivaimpina listautumisvuosina Suomessa on listautunut 15–25 yritystä, kun taas
Yhdysvalloissa on parhaimillaan saavutettu 500–700 listautumisen vuosittainen
taso. Keskimääräinen vuosittainen listautumisten määrä on tutkitulla ajanjaksolla
Suomessa 6,9 ja USA:ssa 330, eli Suomen luku on noin 2,1 % USA:n lukemasta. Kun
kuitenkin otetaan huomioon, että Suomen asukasmäärä on vain 1,75 %
Yhdysvaltojen asukasmäärästä ja Suomen BKT on 1,78 % USA:n vastaavasta,
Suomen listautumismarkkinat eivät sittenkään ole kovin pienet maailman

kehittyneimpään osakemarkkinaan verrattuna. Laskiessamme Maailmanpankin tilastoja hyväksi käyttäen kansallisten osakemarkkinoiden markkina-arvon per henkilö vuoden 2007 lopussa havaitsemme hieman yllättäen, että Suomen per capita osakemarkkinat (\$69.777/hlö) ovat suhteessa suuremmat kuin USA:n markkinat (\$65.937/hlö). Tietenkin Suomen korkea per capita luku johtuu Nokiesta. Jos poistaisimme Nokian pois laskuista, niin vastaavasti USA:n luvuista tulisi poistaa 50–60 suurinta yritystä, jotta tilanne säilyisi vertailukelpoisena.

Taulukko 1

Suomen ja Yhdysvaltojen vertailu vuonna 2007.

	Väestö (milj)	Markkina- arvo (mrd USD)	Markkina- arvo/hlö (USD)
Suomi	5,3	369,0	69.777
USA	301,6	19.888,1	65.937

Lähde: Maailmanpankki ja omat laskelmat

Suomalaisten osakemarkkinoiden pieni absoluuttinen koko rajoittaa kuitenkin markkinoiden likviditeettiä. Tämän ongelman on todettu koskettavan varsinkin kasvupainotteisia toimialoja (esim. Puttonen, 2004 ja Hyytinen, Rouvinen, Toivanen & Ylä-Anttila, 2003). Kaiken kaikkiaan likviditeetin puute kasvusektorilla heikentää suomalaisyritysten listautumismotiiveja, mikä puolestaan ehkäisee likviditeetin kasvua ja johtaa eräänlaiseen noidankehään. Suomalaisten osakemarkkinoiden heikko likviditeetti ja pääomasijoitusmarkkinoiden ohuus ovat todennäköisesti vakavia hidasteita talouskasvulle pidemmällä aikavälillä. On luonnollista että nk. venture capital -markkinat vaativat toimiakseen likvidejä osakemarkkinoita, joilla pääomasijoittajat pystyvät realisoimaan menestyksekkäiden sijoitustensa tuottoja. Jos pääomasijoittajilla ei ole tällaista irtautumismahdollisuutta, ne etsivät sijoituskohteensa muualta, joten likviditeetin puute on vakava ongelma.

Jos osakelistauksella on positiivista toiminnallista arvoa yritykselle, toiminnan tulosten voisi olettaa paranevan listautumisannin jälkeen. Kansainvälisesti on

kuitenkin havaittu listautuneiden yritysten osaketuottojen jäävän jälkeen markkinakeskiarvoista listausta seuraavina vuosina. Suomessa asiaa on tutkinut Keloharju (1993). Keloharjun mukaan 1980-luvun lopulla ja erityisesti kuumina listautumisvuosina 1988 ja 1989 listautuneiden yritysten osaketuotot ovat olleet selvästi huonompia kuin Suomen markkinakeskiarvo antia seuranneina vuosina. Tulos saattaa kuitenkin olla osaltaan ajanjaksoon sidottu. Esimerkiksi Ahlberg (2002) toteaa että suomalaisia listautumisanteraja seuranneet pitkäaikaistuotot ovat olleet korkeampia kuin vastaavien jo pörssissä olleiden yritysten tuotot. Hänen tuloksensa ovat erityisen positiivisia pienimpien listautujien kohdalla, eli kenties listautuminen on sittenkin toimiva vaihtoehto myös pienemmille suomalaisyrityksille, yllämainituista esteistä ja haasteista huolimatta.

4. Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten vertailu

Pörssiyhtiöt ovat erittäin merkittäviä suomalaisessa mittakaavassa. Pörssiyhtiöiden yhteenlaskettu taseiden loppusumma oli vajaat 197 miljardia euroa vuonna 2007, ja yhteenlaskettu liikevaihto oli samaa luokkaa. Vertailun vuoksi esimerkiksi Suomen BKT samana vuonna oli noin 179 miljardia euroa. Pörssiyhtiöt käyttivät investointeihin yhteensä noin 14 miljardia euroa ja välittämiä veroja pörssiyhtiöt maksoivat kaikkiaan noin 5,5 miljardin euron edestä. Pörssiyhtiöiden mediaanit (keskimäinen havainto) ja keskiarvot poikkeavat huomattavasti toisistaan. Tämä kertoo sen, että pörssiyhtiöiden koko on erittäin epätasaisesti jakautunut (paljon pieniä yrityksiä ja jotkut yritykset ovat todella suuria verrattuina muihin yrityksiin).

Taulukko 2

Pörssiyhtiöiden 2007 tunnuslukuja (miljoonaa euroa, paitsi henkilöstömäärä).

	Keskiarvo	Mediaani	Yhteensä
Tase	1.524,5	162,0	196.658,7
Liikevaihto	1.523,7	140,7	196.556,1
Investoinnit	108,4	12,1	13.986,2
Välittömät verot	43,0	3,7	5.546,4
Henkilöstömäärä	4.870,2	772	628.258

Lähde Kauppalehti Oy/Balance Consulting

Tutkimuksemme perustuu pörssiyritysten ja noteeraamattomien yritysten vertailuun. Tästä syystä käytämme empiirisenä tutkimusaineistona Talouselämä 500 -tiedostoa, jossa on tietoja sekä pörssiyrityksistä, että noteeraamattomista yrityksistä. Tietokanta sisältää 500 suurimman Suomessa toimivan yrityksen tietojen lisäksi tiedot myös 100 potentiaalisesta listalle pyrkivästä haastajayrityksestä kunakin vuotena eli jokaiselta vuodelta tietokannasta löytyy 600 yrityksen tiedot. Tietokannassa on mukana myös ulkomaalaisomistuksessa olevia Suomessa toimivia tytäryhtiöitä. Jätämme kuitenkin ulkomaalaisomisteiset yritykset otantamme ulkopuolelle, koska tavoitteemme on tutkia pörssilistauksen vaikutuksia nimenomaan suomalaisilla tuote- ja rahoitusmarkkinoilla operoiville yrityksille. Analyysimme perustuu siten Suomessa toimivien ja Suomesta käsin johdettujen pörssiyritysten ja noteeraamattomien yritysten vertailuun.

4.1. Pitkän aikavälin vertailu pörssiyhtiöiden ja yksityisten yritysten välillä

Aluksi vertailemme pörssiyhtiöitä ja noteeraamattomia yrityksiä käyttäen pitkän aikavälin vuosittaista dataa vuodesta 1986 vuoteen 2007. Pitkän aikavälin

tarkastelun etuna on se, että siihen sisältyy enemmän suhdannevaihtelua, jonka vaikutus saattaa poiketa pörssiyrityiden ja yksityisten yritysten välillä. Valitettavasti suomalaisen datan vertailu pitkällä aikavälillä on haastavaa. Haasteelliseksi sen tekevät osakemarkkinoidemme suppeus ja erityisesti 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alkupuolella tapahtuneet lukuisat pörssiin listaantumiset ja toisaalta pörssistä poistumiseen ja/tai ulkomaisomistukseen johtaneet yrityskaupat. Koska aloitamme pitkän aikavälin vertailumme ennen 1990-luvun lamaa edeltänyttä listautumisaaltoa, pörssiyrityiden määrä jää vähäiseksi. Näiden ongelmien vuoksi suurimmassa osassa analyysiämme käytämme ainoastaan vuosien 2001–2007 tietoja.

Tavoitteenamme on tarkastella pörssinoteerauksen vaikutusta yrityksiin sekä sijoituskohteina, työnantajina, investoijina että myös veronmaksajina. Lisäksi vertaamme julkisten markkinoiden vaikutusta rahoituksen saatavuuteen. Pitkällä aikavälillä vertaamme sijoitetun pääoman tuottoa, henkilökuluja, investointi-intensiteettiä sekä velkaisuusastetta listattujen ja listaamattomien yritysten välillä. Pörssiyrityiksi laskemme ainoastaan yhtiöt, jotka olivat vakiinnuttaneet asemansa pörssissä jo ennen 1990-luvun alun lamaa. Tulokset näkyvät allaolevasta taulukosta (Taulukko 3). Tässä, kuten muissakin taulukoissamme, keskitymme vertailemaan ryhmien mediaaneja keskiarvojen sijaan datan epätasaisesta jakaumasta johtuen. Lihavoidut lukemat osoittavat ryhmien mediaanien poikkeavan tilastollisesti merkittävästi toisistaan.

Sijoitetun pääoman tuotossa on tapahtunut huomattavia muutoksia. Merkittävin muutos on pörssiyritysten sijoitetun pääoman tuoton kasvu noin 10 % tasolta 1980-luvun lopulla 15 % prosenttiin tasolle kolmena viimeisenä vuotena. Sijoitetun pääoman tuotto oli noteeraamattomilla yrityksillä korkeampi kuin pörssiyrityksillä 1990-luvulla ja muutamina vuosina ero ylittää tilastollisestikin merkittäväksi. Noteeraamattomilla yrityksillä ei kuitenkaan ole havaittavissa samanlaista nousevaa trendiä kuin pörssiyrityksillä. Viime vuosina pörssiyrityiden sijoitetun pääoman tuotto on ollut suurempi kuin noteeraamattomilla yrityksillä, joskaan ero ei ole ollut tilastollisesti merkittävä.

Henkilökulut on mitattu tuhansina euroina per työntekijä. Pörssiyrityiden henkilökulut ovat kauttaaltaan suurempia kuin noteeraamattomien yritysten, joten

pörssiyritykset näyttäisivät maksavan korkeampia palkkoja läpi lamavuosien ja myös 2000-luvulle tultaessa. Palkkauksen valossa pörssiyritykset vaikuttavat siis paremmilta työnantajilta. Ero on tilastollisesti merkittävä tarkasteluperiodin alkupuolella, mutta viime vuosina ero pörssiyritysten hyväksi ei ole enää ollut tilastollisesti merkittävä.

Pörssiyritysten investoinnit ovat olleet korkeammalla tasolla verrattuna noteeraamattomiin yrityksiin 1980-luvun lopulta läpi 1990-luvun, paria poikkeusta lukuunottamatta. Ennen 1990-luvun lamaa pörssiyritysten investointi-intensiteetti nousi poikkeuksellisen korkealle tasolle yli kolmeentoista prosenttiin taseen loppusummasta. Jälkiviisaasti katsottuna pörssiyritykset näyttäisivät yli-investoineen ennen lamaa. 2000-luvulla ei ole ollut suuria systemaattisia eroja pörssiyritysten ja noteeraamattomien yritysten välillä. Johdannossa mainitulle yleiselle kritiikille pörssiyritysten investointihalukkuuden puutteesta ei löydy tukea tästä datasta.

Taulukko 3

Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten vertailu 1986–2007.

Vuosi	Sijoitetun pääoman tuotto		Henkilökulut/hlö		Investoinnit/tase		Velkaisuusaste	
	Yksityiset yritykset	Pörssi- yhtiöt	Yksityiset yritykset	Pörssi- yhtiöt	Yksityiset yritykset	Pörssi- yhtiöt	Yksityiset yritykset	Pörssi- yhtiöt
	1986	9,0%	9,0%	16,1	18,8	8,2%	7,3%	73,2%
1987	10,0%	11,0%	16,7	20,2	7,2%	9,5%	72,2%	56,8%
1988	11,0%	10,0%	18,3	21,9	9,4%	13,7%	68,7%	55,6%
1989	10,0%	9,0%	20,4	22,4	9,5%	13,4%	70,3%	60,8%
1990	8,0%	5,0%	21,4	24,2	8,4%	10,0%	72,5%	60,6%
1991	6,0%	5,0%	22,6	26,1	5,9%	6,1%	73,3%	61,8%
1992	8,0%	7,0%	23,2	29,1	5,4%	6,7%	72,4%	63,2%
1993	8,0%	8,0%	25,7	30,4	5,1%	4,9%	70,2%	59,4%
1994	11,0%	9,0%	28,9	28,9	5,3%	5,2%	65,5%	55,7%
1995	12,9%	13,0%	30,1	32,0	6,2%	7,4%	60,1%	57,1%
1996	14,0%	13,0%	29,9	33,0	6,4%	8,6%	60,3%	56,5%
1997	15,0%	12,7%	30,8	34,1	7,8%	9,5%	58,9%	51,4%
1998	12,7%	11,3%	31,6	34,6	7,9%	8,8%	56,8%	49,9%
1999	13,8%	15,8%	32,3	34,3	7,1%	7,9%	51,7%	50,6%
2000	12,0%	15,6%	33,8	39,9	6,8%	8,9%	51,2%	51,4%
2001	11,3%	10,5%	35,1	41,7	6,5%	5,2%	51,3%	50,0%
2002	11,4%	12,2%	35,4	40,7	6,0%	6,8%	50,0%	46,1%
2003	12,0%	10,6%	36,6	41,4	5,5%	4,4%	48,9%	46,4%
2004	12,7%	13,2%	38,4	41,6	6,2%	5,9%	50,5%	48,8%
2005	12,4%	14,9%	39,3	39,9	6,4%	6,8%	50,2%	52,5%
2006	12,3%	15,3%	40,6	41,5	6,2%	6,1%	50,5%	49,5%
2007	11,5%	15,1%	42,1	44,0	7,3%	5,1%	50,9%	53,5%

Taulukossa on mukana pörssiyhtiöinä ainoastaan yhtiöt, jotka olivat pörssissä otannan alussa.

Listaaamattomat yritykset kattavat kaikki Talouselämä 500 -yritykset jotka eivät olleet pörssissä vuonna 2007, poislukien ulkomaalaisomisteiset Suomessa toimivat tytäryhtiöt. Lihavoidut lukemat ovat tilastollisesti vertailuryhmän mediaania suuremmat vähintään 90 %:n luottamustasolla.

Sekä palkka- että investointitilastot voi tulkita siten, että osakepääoman saatavuus listauksen kautta lisäsi yritysten vakautta laman aikana ja myös mahdollisti nopeamman kehityksen laman jälkeisessä noususuhdanteessa. Tietenkin tulee pitää mielessä, että koska olemme tässä vaiheessa ottaneet mukaan kaikki pörssiyritykset ja verranneet niitä kaikkiin otoksessamme oleviin noteeraamattomiin yrityksiin, vertailtavat ryhmät poikkeavat sekä koon, että toimialan suhteen toisistaan, ja että nämä erot saattavat vaikuttaa tuloksiin huomattavasti.

Noteeraamattomat yritykset olivat huomattavasti velkaantuneempia kuin pörssiyritykset 1980-luvulla ja aina 1990-luvun loppupuolelle saakka. Tämä ero on kuitenkin tasoittunut 2000-luvulle tultaessa, kun noteeraamattomien yritysten velkaisuusaste on pudonnut rajusti pörssiyrityksien velkaisuuden pysyessä kutakuinkin vakiona läpi tarkastellun ajanjakson. Mahdollinen selitys havainnolle on se, että noteeraamattomien yritysten rahoitusrakenne on enemmän sidonnainen tulorahoitukseen ja määräytyy sen vuoksi lyhyellä aikavälillä yritysten kannattavuuden mukaan. Yrityksellä, jolla on rajatut mahdollisuudet saada uutta osakepääomaa, velkaisuusaste laskee tuloksen paranemisen kautta ja se voi viedä useita vuosia. Pörssiyritykset voivat helpommin vaikuttaa omaan rahoitusrakenteensa osakeantien avulla ja siten hakeutua optimaaliselle velkatasolle nopeammin. Joka tapauksessa on mielenkiintoista havaita, että noteeraamattomien yritysten velkaisuusaste on hakeutunut hyvin lähelle pörssiyrityksiä 2000-luvulla.

4.2. Pörssiyrityksien ja noteeraamattomien yritysten vertailu 2000-luvulla

2000-luvulle tultaessa vertailukriteerimme täyttävien pörssilistautuneiden yritysten määrä on kasvanut tarpeeksi suureksi, jotta syvällisempi tilastollinen vertailu pörssiyrityksien ja noteeraamattomien yritysten välillä on mahdollista. Tässä luvussa esitämme tuloksia tällaisesta vertailusta. Käytämme yhä tietolähteenämme Talouselämä 500 -tietokantaa, josta poistamme ulkomaalaisomistuksessa olevat Suomessa toimivat tytäryritykset.

Poimimme tietokannasta yritykset, jotka ovat olleet pörssinoteerattuja koko 2001–2007 välisen ajanjakson. Sen jälkeen haemme jokaiselle pörssiyritykselle noteeraamattoman vertailukohteen, joka toimii samalla toimialalla ja joka on mahdollisimman lähellä pörssiyrityksen kokoa taseen loppusummalla mitattuna. Otoksemme toimialakohtainen jakauma käy ilmi allaolevasta taulukosta (Taulukko 4). Lopullinen otoksemme on kooltaan 60 pörssiyrityksen suuruinen, koska joudumme poistamaan tietotekniikka-, rahoitus- ja sijoitusalojen pörssiyritykset, joille ei löytynyt saman toimialan noteeraamattomia vertailukohteita Talouselämän tietokannasta.

Taulukko 4

Vuodet 2001-2007 listattuna olleiden yhtiöiden toimialajakauma.

Toimiala	Lukumäärä
Elektroniikka	8
Elintarvike	5
Energia	1
Huonekalu	1
Kemia ja muovi	5
Kuljetus ja huolinta	2
Metalli	13
Metsä	2
Moniala	6
Päivittäistukku	1
Puutuote	1
Rahoitus ja sijoitus	2
Rakennus	2
Rakennusaine	1
Tekstiili	2
Telepalvelu	1
Tietotekniikka	4
Vähittäiskauppa	1
Viestintä	4
Yrityspalvelut	4
Yhteensä	<hr/> 66

Allaolevaan taulukkoon (Taulukko 5) olemme keränneet muutamia tunnuslukuja vuodelta 2007, jotka kuvaavat 60:tta tutkimaamme pörssiyhtiötä sekä niiden noteeraamattomia vertailukohteita.

Taulukko 5

Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien vertailuyritysten 2007 mediaani tunnuslukuja (miljoonaa euroa, paitsi henkilömäärä).

	Noteeraamattomat	
	yritykset	Pörssiyhtiöt
Tase	206,6	543,4
Liikevaihto	267,9	634,5
Vienti	48,4	29,9
Välittömät verot	4,3	10,4
Henkilöstömäärä	1170	3365

Taulukosta käy ilmi, että pörssiyhtiöt ovat luonnollisista syistä listautumattomia vertailuyrityksiään huomattavasti suurempia sekä taseen loppusummalla, että liikevaihdolla mitattuna. Pörssiyhtiöt ovat myös niitä suurempia työllistäjiä ja veronmaksajia. Kaikilla näillä luvuilla mitattuna pörssiyhtiöt ovat 2,5-3 kertaa suurempia kuin vertailukohteensa. Yllättävää on huomata, että vertailuryhmämme on kuitenkin huomattavasti suurempi viejänä pienemmästä koostaan huolimatta. Tämä voi johtua siitä, että pörssiyhtiöillä on enemmän tuotannollista toimintaa ulkomailla kuin noteeraamattomilla yrityksillä.

Pörssiyhtiöiden tärkeää roolia veronmaksajina korostaa summien suuruus. Keskiporto pörssiyhtiö 60 yrityksen otoksessamme maksoi vuonna 2007 hieman yli 10 miljoonaa euroa välittöminä veroina. Kaikkien 60 yhtiön yhteenlasketut välittömät verot olivat noin 3,4 miljardia euroa. Vertailukohtana mainittakoon, että vuoden 2009 valtion tulo- ja menoarviossa kunnalliselle perusopetukselle on

osoitettu lähes täsmälleen sama 3,4 miljardia euroa. Välittömiä veroja mitatessa tietenkin jätetään huomiotta mm. työntekijöiden palkkojen ja palkkioiden tuloveroista ja alihankintayrityksistä aiheutuvat kerrannaisvaikutukset. On siis perusteltua sanoa, että pörssiyhtiöillä on valtiontaloudelle erittäin suuri suoranainen ja myös välillinen merkitys.

4.2.1. Pörssiyhtiöt työnantajina

Seuraavaksi tarkastelemme vuosittaista vaihtelua työpaikkojen tarjonnassa pörssiyhtiöiden ja yksityisten yritysten välillä. Kuten allaoleva taulukko (Taulukko 6) osoittaa, otoksemme 60 pörssiyhtiötä työllistivät yhteensä noin puoli miljoonaa työntekijää vuonna 2007. Tutkitulla ajanjaksolla pörssiyhtiöiden kokonaistyöllisyys on kasvanut keskimäärin noin 3 % vuodessa, pörssiyhtiöiden työllistäessä vuonna 2007 lähes 87.000 työntekijää enemmän kuin vuonna 2001. Vertailuryhmän osalta työpaikat ovat samaan aikaan vähentyneet noin 2 500:lla. Ero työllisyyden lisääjinä 2000-luvulla on siis pörssiyhtiöiden hyväksi lähes 90 000 henkilöä. Tämä on erittäin merkittävä havainto, varsinkin kun pidämme mielessä, että tarkastelussamme ovat mukana samat ryhmät yrityksiä jokaisena havaintovuotena. Siten tämä havainto ei ole selitettävissä sillä, että kesken havaintojakson jotkut nopeasti kasvavat yritykset tulisivat mukaan analyysiin ja keinotekoisesti vääristäisivät havaintoja. Lisäksi on muistettava, että kasvuala tietotekniikka ei ole mukana näissä luvuissa. Yrityskohtaiset mediaanit ovat vaihdelleet samankaltaisesti kummallakin ryhmällä, mutta työpaikkojen yrityskohtaiset keskiarvot ovat nousseet ainoastaan pörssiyrityksillä. Tämä tarkoittaa sitä, että havaittu työpaikkojen kasvu pörssiyhtiöissä on painottunut suuryrityksiin eli huomattavan myönteinen tulos on perinteisten suurten pörssiyhtiöiden ansiota.

Taulukko 6

Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten työpaikat 2001–2007.

Työpaikat	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pörssiyhtiöt							
Yhteensä	426.851	439.123	449.650	451.397	440.035	462.374	513.417
Keskiarvo	7.235	7.443	7.621	7.523	7.334	7.837	8.557
Mediaani	3.240	3.300	3.380	3.185	3.260	3.170	3.365
Keskiahajonta	10.924	10.985	11.077	10.941	11.000	11.787	14.922
Vertailuryhmä							
Yhteensä	154.849	156.534	155.143	152.606	153.430	161.726	152.301
Keskiarvo	2.625	2.653	2.630	2.631	2.601	2.695	2.538
Mediaani	1.100	1.050	1.040	1.130	1.090	1.065	1.170
Keskiahajonta	5.533	5.736	5.560	5.477	5.480	5.261	4.075

Kokonaistyöllisyyden lisäksi on tärkeää tarkastella myös työpaikkojen vakautta. Pörssiyhtiöt ovat usein julkisuudessa lomautusten ja toimipaikkojen sulkemisten johdosta. Lisäksi usein pörssiyhtiöitä kritisoidaan siitä, että ne lyhytjänteisesti maksimoivat osakkeenomistajien tuottoja muiden sidosryhmien kustannuksella. Sen vuoksi voisi olla hyvin todennäköistä, että keskivertopörssiyhtiössä näkyisi enemmän vaihtelua työntekijämäärässä.

Verratessamme henkilöstömäärän muutoksia pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten välillä huomaamme kuitenkin, että mediaanimuutos on 2,6 % pörssiyhtiöille ja 2,2 % noteeraamattomille yrityksille. Ero on tilastollisesti merkityksetön. Absoluuttisesti mitattuna eroa löytyy pelkästään otosten kokoeron vuoksi. Pörssiyhtiöiden keskimääräinen henkilöstömuutos osoittaa 1095 henkilön lisäystä, kun taas vastaava arvo yksityisille yrityksille on 645. Yhteenvetona voi siis mainita, että tarkastelemamme pörssiyhtiöt ovat huomattavasti lisänneet

työntekijöidensä määrää verrattuna noteeraamattomiin yrityksiin ja että yritystasolla vuosittainen vaihtelu on samanlaista sekä pörssi- että noteeraamattomilla yrityksillä.

Seuraavaksi vertaamme pörssiyhtiöiden henkilökuluja vertailuryhmän henkilökuluihin. Henkilökulujen tärkein erä ovat yritysten maksamat palkat, joten henkilökuluista voidaan tehdä suoria johtopäätöksiä palkkatasosta. Allaolevasta taulukosta (Taulukko 7) käy ilmi henkilökulujen keskiarvo ja mediaani per henkilö.

Taulukko 7

Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yritysten henkilökulut 2001–2007.

Henkilökulut/hlö	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pörssiyhtiöt							
Keskiarvo	38.447	38.431	38.654	40.495	40.973	41.917	43.035
Mediaani	39.100	39.100	40.800	41.700	42.450	44.300	45.900
Keskihajonta	9.610	10.774	11.926	10.150	12.215	12.871	13.166
Vertailuryhmä							
Keskiarvo	34.747	35.632	36.783	36.216	38.132	34.895	43.113
Mediaani	36.500	36.800	37.400	38.400	39.700	39.450	42.100
Keskihajonta	9.331	9.471	8.922	14.123	12.885	17.612	9.037

Edellä raportoimamme laajempaan otantaan perustuneet tulokset saavat lisätukea tässä paremmin kontrolloidussa mittauksessa. Pörssiyhtiöiden henkilökulut ja siten myös niiden maksamat palkat ovat jokaisena tutkittuna vuotena suuremmat kuin noteeraamattomissa yhtiöissä. Lihavoidut luvut ovat jälleen tilastollisesti merkittävästi vertailukohtiaan suurempia. Kolmen-neljäntuhannen euron eli noin kymmenen prosentin ero vuosituloissa on myös taloudellisesti merkittävä. Henkilökulujen nousutahti on ollut hyvin samankaltaista kahden ryhmän välillä. Pörssiyhtiöiden henkilökulut ovat tutkitulla ajanjaksolla kasvaneet keskimäärin 2,7 prosenttia vuodessa, kun taas noteeraamattomien yritysten henkilökulut ovat kasvaneet 2,4 prosentin vuosivauhtia.

Pörssiyhtiöiden henkilöstömuutokset liittyvät suoranaisemmin liikevaihdon muutoksiin kuin noteeraamattomien yritysten, kun tarkastelemme erikseen regressiomenetelmin liikevaihdon muutosten ja henkilöstömäärän muutosten yhteyttä toisiinsa.

Johtopäätöksenä pörssiyhtiöistä työnantajina voimme sanoa, että pörssiyhtiöt ovat kasvattaneet merkittävästi työntekijöidensä määrää ja myös maksavat selkeästi parempaa palkkaa. Mahdollinen selitys pörssiyhtiöiden korkeammille palkoille voisi olla se, että jostain syystä pörssiyritykset tarvitsevat joko koulutetumpaa tai joltain muilta ominaisuuksiltaan parempaa työvoimaa. Emme pidä tätä selitystä kuitenkaan täysin hyväksyttävänä, koska vertailuryhmämme toimialarakenne on täsmälleen samanlainen kuin mukana olevien pörssiyhtiöiden jakauma. Ei olisi kuitenkaan yllättävää, varsinkaan tulostemme valossa, jos pörssiyhtiöiden palvelukseen hakeutuisi parempilaatuista työvoimaa. Se ei kuitenkaan kyseenalaistaisi perusolettamusta, että pörssiyhtiöt tarjoavat palkkaukseltaan parempia työpaikkoja.

Nämä myönteiset johtopäätökset pörssiyhtiöistä työnantajina poikkeavat yleisestä mielikuvasta, joka on ollut kenties turhan negatiivinen. Tähän kielteiseen kuvaan voi olla syynä se, että pörssiyhtiöt tiedonantovelvollisuutensa johdosta joutuvat aina julkistamaan huonotkin tietonsa. Noteeraamattomilla yrityksillä on enemmän joustovaraa tässä suhteessa.

4.2.2. Pörssiyhtiöt sijoituskohteina

Vertailuryhmään perustuva tutkimusmetodimme mahdollistaa toimialakohtaisen vaihtelun kontrolloinnin. Tämä on erityisen tärkeätä sijoitustuottoja verrattaessa, koska toimialojen väliset riskierot saattavat perustellusti aiheuttaa suuriakin eroja tuotoissa. Tuottojen vertailut näkyvät allaolevasta taulukosta (Taulukko 8). Vaikka silmämääräisesti useat tuottomittarit poikkeavat selvästi kahden ryhmän välillä tyyppillisesti pörssiyhtiöiden hyväksi, ainoastaan lihavoidut lukemat ovat jälleen tilastollisesti merkittävästi vertailuryhmän lukemia suurempia. Siten voidaan sanoa, että pörssiyhtiöiden oman pääoman tuotot ovat olleet merkittävästi suurempia viimeisen kolmen vuoden aikana, ja vuonna 2007 myös koko pääoman tuotto oli

selvästi noteeraamattomia yrityksiä parempaa. Yhtenäkkään vuonna pörssiyhtiöiden pääoman tuotto ei ole ollut tilastollisesti merkittävästi alhaisempi kuin noteeraamattomien yritysten vertailuryhmän pääoman tuotto. Merkittävää on myös se, että pääoman tuotto kaikilla tuottomittareilla mitattaessa osoittaa nousevaa trendiä pörssiyhtiöiden kohdalla, mutta noteeraamattomilla yrityksillä kehitys ei ole yhtä selkeää. Varovainen johtopäätös näistä lukemista on se, että pörssiyhtiöt eivät ole olleet ainakaan huonompia sijoituskohteita kuin noteeraamattomat yritykset tarkastelemallamme ajanjaksolla ja että tarkasteluperiodin loppupuolella pörssiyhtiöt näyttävät olevan selkeästi parempia.

Taulukko 8

Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien vertailuyritysten mediaani tuotot 2001–2007.

	Oman pääoman tuotto		Sijoitetun pääoman tuotto		Koko pääoman tuotto	
	Vertailu-yritykset	Pörssi-yhtiöt	Vertailu-yritykset	Pörssi-yhtiöt	Vertailu-yritykset	Pörssi-yhtiöt
2001	8,1%	9,5%	11,8%	10,7%	9,0%	8,5%
2002	7,6%	8,5%	9,2%	9,4%	7,5%	7,1%
2003	8,9%	7,9%	11,2%	9,9%	8,3%	7,0%
2004	9,1%	12,9%	13,1%	12,5%	8,2%	8,8%
2005	9,8%	16,3%	10,8%	16,6%	9,0%	9,2%
2006	9,5%	14,4%	12,9%	15,3%	9,1%	10,6%
2007	11,1%	16,7%	13,4%	15,2%	8,5%	11,3%

Tutkimme myös erikseen pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien yhtiöiden ryhmän osingonmaksukäyttäytymistä. Avoir fiscal -järjestelmästä luopuminen ja osinkojen kaksinkertaiseen verotukseen siirtyminen, mikä tapahtui Suomessa vuonna 2005, on vaikuttanut merkittävästi osingonjakoon erityisesti pörssiyhtiöissä. Varsinkin vuonna 2004 maksetut lisäosingot verouudistuksen alla näkyvät selvästi allaolevassa taulukossa (Taulukko 9). Keskivertopörssiyhtiöt maksoivat lähes koko tuloksensa ulos osinkoina vuonna 2004. Kari, Karikallio ja Pirttilä (2008) raportoivat VATTin

julkaisemassa tutkimuksessa samaten huomattavaa nousua osingonjaossa verouudistusta lähestyttäessä (osingot/tase -mittarilla mitattuna). Heidän arvionsa mukaan osinkojen kasvu ei ole vaikuttanut investointihalukkuuteen, mutta varsinkin listaamattomissa yrityksissä osinkojen kasvu on rahoitettu lisävelkaantumisella. Variaatiokertoimella (keskihajonta/keskiarvo) emme löydä merkittäviä eroja osingonmaksutason vaihtelussa kahden ryhmän välillä. Variaatiokertoimen käyttö otoksessamme on kuitenkin hieman kyseenalaista, koska osinkoverotuksen muutos keskellä otosta vaikutti selvästi keinotekoisesti osingonjaon aikasarjojen keskihajontaan.

Noteeraamattomissa osakeyhtiöissä osingot ovat verovapaita 90.000 euroon saakka saajaan kohti. Tähän nähden on kenties yllättävää, että listautumattoman kontrolliryhmämme osingonjako on ollut vähäisempää kuin pörssiyhtiöiden, varsinkin viimevuosina. Lähes jokaisena tarkastelujakson vuotena pörssiyhtiöiden osingonjako prosentteina nettotuloksesta on ollut suurempaa kuin vertailuryhmän. Pörssiyhtiöt ovat jakaneet noin puolet nettotuloksestaan osinkoina osakkeenomistajilleen. Noteeraamattomilla yrityksillä osingot suhteessa nettotulokseen ovat sen sijaan laskeneet huomattavasti. Kaikki tilastollisesti merkittävät havainnot puoltavat sitä käsitystä, että pörssiyritykset ovat avokätisempiä osingonmaksajia kuin noteeraamattomat yritykset. Kun tarkastellaan osinkoja suhteessa liikevaihtoon, niin tulokset ovat hyvin samankaltaisia. Vaikuttaa siis siltä, että yllämainittua tuoton kasvua on pörssiyhtiöissä jaettu suuressa määrin myös omistajille, kun taas listautumattomissa yrityksissä osingonjaon kasvu ei ole seurannut yritysten tuoton kasvua.

Taulukko 9

Pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien vertailuyritysten osingonjaon mediaanit.

	Osinko/nettotulos		Osinko/liikevaihto	
	Noteeraamattomat		Noteeraamattomat	
	yritykset	Pörssiyhtiöt	yritykset	Pörssiyhtiöt
2001	39,0%	52,3%	1,0%	2,2%
2002	50,1%	60,0%	1,8%	2,4%
2003	55,0%	53,4%	2,3%	2,3%
2004	35,5%	90,9%	1,7%	3,9%
2005	30,9%	50,0%	1,9%	3,2%
2006	19,6%	51,5%	1,1%	3,2%
2007	26,1%	48,9%	1,4%	3,3%

Taulukossa ovat mukana kunakin vuonna ainoastaan yhtiöt, joilla nettotulos on positiivinen.

4.2.3. Rahoitusrakenteen vertailu

Vertaillessamme rahoitusrakennetta tutkimme, onko pörssiyhtiöiden ja vertailuryhmän välillä systemaattisia eroja velkaisuudessa. Allaolevat tulokset (Taulukko 10) osoittavat pörssiyhtiöiden käyttävän enemmän velkarahoitusta toimintansa rahoitukseen ja useimmiten ero on myös tilastollisesti merkittävä. Mediaanien ja keskiarvojen suuruusero on myös varsin mittava, useina vuosina yhdeksän prosenttiyksikön tuntumassa.

Taulukko 10

Pörssiyhtiöiden ja noterattomien yritysten rahoitusrakenne 2001–2007.

Velkaisuusaste	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pörssiyhtiöt							
Keskiarvo	49,8%	50,3%	50,7%	49,3%	48,9%	48,4%	49,8%
Mediaani	51,8%	52,3%	51,2%	50,4%	49,3%	49,5%	50,6%
Keskihajonta	12,0%	12,2%	12,6%	13,6%	13,6%	15,4%	15,1%
Vertailuryhmä							
Keskiarvo	44,6%	43,2%	42,5%	43,1%	41,4%	43,2%	45,0%
Mediaani	47,1%	42,7%	41,7%	44,4%	40,8%	40,1%	45,2%
Keskihajonta	13,9%	14,4%	14,7%	15,7%	16,7%	16,0%	16,4%

Kriittinen lukija saattaa ylläolevat tulokset huomattaessaan arvella, että ne saattaisivat selittyä kahden ryhmän välisellä kokoerolla, suurten yritysten ollessa vakaampia ja siten pystyessä hoitamaan myös korkeampaa velkataakkaa kuin vertailuryhmä. Selvittääksemme, selittykö ryhmien ero velkaisuusasteessa pelkästään kokoerolla käytimme seuraavaa regressiomallia, josta käy ilmi myös regression tulokset:

$$\text{Velkaisuusaste} = 0,41 + 0,01 \times \text{Ln}(\text{tase}) + 0,05 \times \text{pörssiyhtiöindikaattori}$$

Kaikki regression selittävät muuttujat ovat tilastollisesti merkittäviä eli pörssissä ololla on merkitystä rahoitusrakenteeseen yrityksen koosta riippumatta. Velkarahoitus on yritykselle edullisempaa kuin osakepääoma jo pelkästään velkarahoituksen mukanaan tuoman verohyödyn myötä. Siten mahdollisuus korkeamman velkaisuusasteen hoitamiseen on nähtävä positiivisena. Mahdollinen selitys noteeraamattomien yritysten alhaisempaan velkaisuusasteeseen on se, että näiden yritysten mahdollisuus hankkia velkapääomaa on huonompi. Julkisella listauksella on todettu rahoitustutkijoiden toimesta olevan arvoa signaalina yrityksen laadusta. Pörssilistaus voi hyvin edesauttaa paitsi osakepääoman hankkimista, myös vieraan pääoman hankkimista, mikäli velkarahoittajat lukevat pörssissä olon laadun

mittarina. Väitettä velkarahoituksen helpommasta saatavuudesta pörssiyrityksille tukee myös edellä raportoitu noteeraamattomien yritysten alhaisempi osingonmaksu. Noteeraamattomat yritykset joutuvat käyttämään suuremmissa määrin omaa tulorahoitustaan investointeihinsa, kun taas pörssiyritykset pystyvät rahoittamaan investointejaan helpommin vieraalla pääomalla. Lisäksi noteeraamattomat yritysten riskinsietokyky voi olla huonompi kuin pörssiyritysten. Noteeraamattomat yritykset voivat kaihtaa riskejä, koska niiden omistajien sijoitussalkut ovat vähemmän hajautettuja kuin pörssiyrityksien omistajien sijoitussalkut. Myös pörssilistauksen mukanaan tuoma mahdollisuus järjestää osakeantaja tarvittaessa lisää yritysten riskinsietokykyä ja siten halukkuutta velkautua.

4.2.4. Pörssiyritykset investoijina

Mittaamme yritysten investointikäyttäytymistä mittarilla, jossa jaamme investoinnit taseen loppusummalla. Näin mitattu investointi-intensiteetti vaikuttaa vaihtelevan vuosittain jonkin verran (ks. Taulukko 11). Kahtena tutkimistamme seitsemästä vuodesta pörssiyritykset investoivat tilastollisesti merkittävästi enemmän kuin listautumattomat yritykset. On mielenkiintoista vertailla tuloksiamme yllämainittuun Karin, Karikallion ja Pirttilän (2008) tutkimukseen osinkoverotuksen muutoksen vaikutuksista. Vaikka heidän tutkimuksessaan ei havaittukaan nousseiden osingonmaksujen vaikuttaneen investointeihin, meidän pienemmässä otoksessamme on havaittavissa investointitasen laskua juuri vuosina ennen osinkoverouudistusta. Noteeraamattomilla yrityksillä investointien taso oli merkittävästi pörssiyrityksiä alempana juuri vuonna 2004, mikä oli suuri lisäosinkojenmaksuvuosi. Tämä tukee väitettä, että kenties sittenkin lisäosinkoja maksettiin investointien kustannuksella. Näin näyttäisi tapahtuneen varsinkin noteeraamattomissa yrityksissä.

Taulukko 11

Pörssiyhtiöiden ja noterattomien yritysten investointi-intensiteetti 2001–2007.

Investoinnit/tase	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pörssiyhtiöt							
Keskiarvo	10,8%	9,8%	7,5%	8,4%	8,9%	9,5%	10,2%
Mediaani	8,2%	6,4%	5,8%	6,6%	7,1%	7,8%	6,7%
Keskihajonta	8,7%	9,1%	5,6%	7,5%	7,0%	6,8%	9,0%
Vertailuryhmä							
Keskiarvo	8,8%	7,7%	6,4%	6,7%	7,5%	9,0%	9,5%
Mediaani	6,6%	7,6%	5,4%	5,3%	6,4%	8,2%	9,0%
Keskihajonta	7,8%	4,9%	4,4%	4,6%	4,9%	6,8%	6,8%

Tutkiessamme jälleen tarkemmin selittyvätkö havaitsemamme erot yritysten kokoerolla kahden otoksen välillä, käytämme samantyyppistä regressiomallia kuin yllä ja saamme seuraavan tuloksen.

$$\text{Investointi-intensiteetti} = 0,09 + 0,0006 \times \text{Ln}(\text{tase}) + 0,01 \times \text{pörssiyhtiöindikaattori}$$

Regressiossa pörssiyhtiöindikaattorin vaikutus on tilastollisesti merkittävä (ja positiivinen), kun taas yrityksen koko (taseella mitattuna) ei vaikuta merkittävästi investointeihin. Investointi-intensiteetin tason lisäksi on mielenkiintoista tarkastella sen vuosittaista vaihtelua. Päätimme siksi myös ottaa selvää, liittyykö investoinnin tason vaihtelu yrityksen kokoon tai siihen, onko yritys listautuneena pörssissä. Alla oleva regressiotulos, missä pörssiyhtiöindikaattori on tilastollisesti merkittävä tekijä kun taas taseen koko ei ole, osoittaa, että myös investointi-intensiteetin vaihtelu on korkeampaa pörssiyhtiöillä ja että yrityksen koko ei siihen vaikuta.

$$\text{Inv. Intensiteetin keskihajonta} = 0,02 + 0,0003 \times \text{Ln}(\text{tase}) + 0,01 \times \text{pörssiyhtiöindikaattori}$$

Pörssilistauksella on siis positiivinen vaikutus investointeihin ja se myös mahdollistaa suuremman vuosittaisen vaihtelun investoinneissa. Parempi rahoituksen saatavuus vaikuttaisi siten antavan pörssiyrityksille mahdollisuuden reagoida nopeammin ja intensiivisemmin markkinoiden tarjoamiin mahdollisuuksiin. Noteeraamattomat yritykset eivät pysty lisäämään investointejaan samalla mitalla, koska rahoituksen tai riskinsietokyvyn puute ei anna siihen mahdollisuutta.

5. Johtopäätökset

Tutkimuksemme tarkoituksena on ollut verrata pörssiyrityksiä noteeraamattomiin yrityksiin. Suurin osa analyysistämme on tehty siten, että kutakin pörssiyritystä kohtaan olemme etsineet noteeraamattoman vertailuyrityksen samalta toimialalta pyrkien siihen, että vertailuyritys olisi taseella mitattuna mahdollisimman samankokoinen. Lopullinen otoksemme on 60 pörssiyritystä ja niitä vastaavat noteeraamattomat yritykset. Olemme joutuneet pudottamaan pois noteeratut tietotekniikka- ja rahoitusalan yhtiöt, koska niille ei löytynyt vastaavia vertailuyrityksiä käyttämästämme tietokannasta. Olemme tarkastelleet sitä, miten pörssiyritykset eroavat noteeraamattomista vertailuyrityksistä työnantajina, sijoituskohteina ja investoijina. Tutkimusmenetelmämme on itse asiassa vääristynyt pörssiyrityksiä vastaan, koska olemme joutuneet jättämään pois kasvuyrityksiä ja –aloja, eli juuri niitä yrityksiä, joille pörssilistauksesta kuvittelisi olevan suurimmat hyödyt.

Pörssiyritykset eivät ole noteeraamattomia yrityksiä huonompia millään käyttämällemme mittarilla. Itse asiassa useimmissa kategorioissa pörssiyritykset ovat selkeästi parempia kuin noteeraamattomat yritykset. Otoksemme 60 pörssiyritystä ovat lisänneet työvoimaa vuodesta 2001 vuoteen 2007 noin kolmella prosentilla vuodessa. Työntekijöiden lukumäärä on lisääntynyt samana aikana pörssiyrityksissä noin 87.000:lla, mutta vastaavissa noteeraamattomissa yrityksissä työntekijöiden lukumäärä on laskenut. Lisäksi henkilökulut ovat merkittävästi suuremmat pörssiyrityksissä.

Pörssiyritykset ovat olleet myös parempia sijoituskohteita kuin noteeraamattomat yritykset. Erot eivät pääoman tuotoissa ole olleet tilastollisesti merkittäviä varsinkaan tarkasteluperiodimme alkupuolella, mutta kaikilla pääoman tuotto-

mittareilla mitattaessa pörssiyhtiöt ovat parantaneet selvästi tarkasteluperiodimme loppupuolelle tultaessa. Noteeraamattomilla yrityksillä ei ole havaittavaisissa vastaavaa positiivista trendiä. Erot ovat todella huomattavia, kun tarkastelemme yritysten osingonmaksua. Pörssiyhtiöt maksavat selvästi suurempia osinkoja kuin noteeraamattomat vertailuyritykset.

Mitattaessa yritysten investointi-intensiteettiä havaitsemme, että pörssiyhtiöt investoivat hieman enemmän kuin vastaavat noteeraamattomat yritykset ja että pörssiyhtiöiden investoinnit vaihtelevat hieman enemmän vuodesta toiseen.

Millä nämä havainnot voidaan selittää? Yksi tärkeä tekijä on rahoituksen saatavuus. Pörssiyhtiöt pystyvät tietenkin saamaan oman pääoman ehtoista rahoitusta helpommin kuin noteeraamattomat yritykset, koska ulkopuolisten sijoittajien on helpompi sijoittaa noteerattuihin yrityksiin. Ehkä yllättävästi pörssilistaus näyttää vaikuttavan myös velkapääoman saantiin. Pörssiyhtiöiden velkaisuusaste on suurempi kuin vertailuryhmän. Tämä havainto yhdistettynä siihen, että pörssiyhtiöt maksavat suuremman osuuden nettotuloksestaan osinkoina omistajilleen tarkoittaa sitä, että noteeraamattomat yritykset ovat selvästi riippuvaisempia omasta tulorahoituksestaan investointiensa ja muun toimintansa rahoittamisessa. Ulkopuolisen rahoituksen parempi saatavuus ja etenkin omaa pääomaa halvemman velkapääoman saatavuus on pörssiyhtiöille merkittävä kilpailuetu. Pörssiyhtiöt myös pystyvät ottamaan enemmän riskejä. Noteeraamattomissa yrityksissä omistajien varallisuuden keskittyminen johtaa varovaisuuteen, joka sitten näkyy muun muassa velkapääoman vieroksumisena ja investointipolitiikan hidasliikkeisyytenä.

Jos pörssiyhtiöt ovat menestyksekkäitä verrattuna noteeraamattomiin toimialakumppaneihinsa, herää kysymys kausaalisuudesta. Onko yrityksen tehokkuus edellytys listautumiselle vai johtaako julkisuuden asettama paine parempaan tulokseen? Käyttämämme aineisto ei välttämättä salli tämän kysymyksen syvällistä tutkimista. Kuitenkin se, että suuri osa tutkimistamme pörssiyhtiöistä on ollut pörssissä jo pitemmän aikaa, viittaa siihen, että niiden mahdollinen paremmuus listautumisen aikoihin olisi jo ajan mukana tasoittunut, ellei pörssissä ololla olisi myös pysyvä tehokkuutta suosiva vaikutus.

Jälkipuhe

Yhdysvaltain asuntolainamarkkinoilta alkanut rahoituskriisi on viime syksyn aikana levinnyt toden teolla myös Suomen markkinoille. Luottolama ja siitä seuraava taloudellinen taantuma ovat vaikuttaneet sekä pörssiyhtiöiden että noteeraamattomien yritysten toimintaan. Esimerkiksi työntekijöiden lomautukset ovat lisääntyneet kaikissa yrityksissä. Työ- ja elinkeinoministeriön tietojen mukaan vuodenvaihteessa oli kaikkiaan 46.000 työntekijää lomautettuina. Kun otamme ainoastaan huomioon yli 10 hengen lomautukset, lomautettuina oli noin 33.400 henkilöä. Heistä pörssiyrietysten työntekijöitä oli noin 7.600 ja noteeraamattomien yritysten työntekijöitä noin 25.800. Kun laskemme toimipaikka-kohtaisen keskiarvon, niin pörssiyhtiöiden keskimääräinen lomautus on 92 työntekijää. Noteeraamattomilla yrityksillä vastaava luku on 36. Koska pörssi-yhtiöiden toimipaikkakohtaiset lomautukset ovat näin selkeästi suurempia, syntyy helposti harhakuva, että pörssiyhtiöt lomauttaisivat enemmän, koska suuret lomautukset ylittävät uutiskynnyksen helpommin kuin pienemmät lomautukset.

Pörssiyhtiöiden kilpailuetu saattaa olla selvempi luottolaman vallitessa kuin normaaleina aikoina. Ensinnäkin pörssiyhtiöillä on enemmän joustovaraa osingonmaksussa. Pörssiyhtiöt ovat maksaneet suuremman osan tuloksestaan ulos osinkoina ja siten hädän hetkellä niillä on mahdollisuus laskea noteeraamattomia yrityksiä enemmän osinkojaan. Toiseksi tutkimuksemme mukaan tärkein tekijä pörssiyhtiöiden noteeraamattomia yrityksiä paremmalle menestykselle on ollut rahoituksen parempi saatavuus. Kun luottojen saatavuus heikkenee, niin lainojen saatavuus heikkenee ensimmäisenä pieniltä yrityksiltä, joilla jo entuudestaan on ollut enemmän vaikeuksia saada rahoitusta. Eli toisin sanoen luottolama saattaa vahvistaa pörssiyhtiöiden kilpailuetua velkapääoman hankinnassa.

Kirjallisuutta

Ahlberg, A. (2002). *Initialemissioner - avkastningar på lång sikt i Finland*. Pro gradu, Svenska Handelshögskolan.

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

Hahko, P., Siren, S & Vaihekoski, M. (2001). Kansallisten osakemarkkinoiden merkitys sijoittajille ja yrityksille. Julkaisussa Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle. Suomen Pörssisäätiö.

Hyytinen, A. & Kauppi, H. (2002). Rahoituksen markkinaehtoistuminen ja talouden toimialarakenne. Havaintoja Suomesta 1980-2000, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 98, 177-198.

Hyytinen, A., Rouvinen, P., Toivanen, O. & Ylä-Anttila, P. (2003). Does financial development matter for innovation and economic growth? Implications for public policy. Kirjassa Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (eds.) *Financial Systems and Firm Performance. Theoretical and Empirical Perspectives*. ETLA B 200. Taloustieto Oy.

Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (2005) Yritysrahoitusmarkkinoiden syventyminen ja talouskasvu. Kirjassa Hyytinen, A. & Rouvinen, P. (eds.) *Mistä talouskasvu syntyy?* ETLA B 214.

Kari, S., Karikallio, H. & Pirttilä, J. (2008). Anticipating tax changes: Evidence from the Finnish corporate income tax reform of 2005, *VATT-keskustelualoitteita*, No. 447.

Keloharju, M. (1993). The winner's curse, legal liability, and the long-run performance of initial public offerings in Finland, *Journal of Financial Economics* 34, 251-277.

King, R.G. & Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, *Journal of Monetary Economics* 32, 513-542.

Levine, R. & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review* 88, 537-558.

Liljeblom, E. & Vaihekoski, M. (2007). Owner's way or the highway: Short-term expectations and owner impatience. *Forskningsrapport*, Svenska Handelshögskolan.

Puttonen, V. (2004). Onko omistamisella väliä? EVA Raportti. Taloustieto Oy.

Selosmaa, J. (2007). Pörssilistautumisten vähäisyyteen vaikuttavat tekijät Suomessa, *HSE Executive Education / Tutkimus ja Konsultointi*.

Suomen Pörssisäätiö (2001). *Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle*.

Ylä-Anttila, P., Ali-Yrkkö, J. & Nyberg, M. (2005). Foreign ownership in Finland – boosting performance and changing corporate governance. Kirjassa Huizinga, H. & Jonung, L. (eds.) *The Internationalization of Asset Ownership in Europe*, Cambridge University Press.

Forskningsrapporter från Svenska handelshögskolan

*Hanken School of Economics
Research Reports*

35. MARIKA TANDEFELT: På vinst och förlust. Om tvåspråkighet och språkförlust i Helsingforsregionen. Helsingfors 1996.
36. MARIA HOLMLUND: A Theoretical Framework of Perceived Quality in Business Relationships. Helsingfors 1996.
37. PETER BJÖRK: Ekoturism - en introduktion till ett helhetsperspektiv, med definitioner och empirisk forskning. Helsingfors 1997.
38. INGALILL ASPHOLM: Idkande av företagsverksamhet i Estland. En bolagsrättslig studie om de finskägda företagens erfarenheter av den rättsliga regleringen på den estniska marknaden. Helsingfors 1997.
39. MIKA VAIHEKOSKI: Essays on Conditional Asset Pricing Models and Predictability of Finnish Stock Returns. Helsingfors 1997.
40. HORST ALBACH: Global Competition Among the Few. Helsingfors 1997.
41. INGER ROOS: Customer Switching Behavior in Retailing. Helsingfors 1998.
42. CONSTRUCTING R&D COLLABORATION: LESSONS FROM EUROPEAN EUREKA PROJECTS. Edited by Guje Sevón and Kristian Kreiner. Copenhagen 1998.
43. PIA POLSA: The Distribution of Consumer Goods in the People's Republic of China. An Empirical Study of Packaged Food Products. Helsingfors 1998.
44. PONTUS TROBERG and JANNE VIITANEN: The Audit Expectation Gap in Finland in an International Perspective. Helsingfors 1999.
45. THOMAS SANDVALL: Essays on Mutual Fund Performance Evaluation. Helsingfors 1999.
46. ANDERS TALLBERG: An Economic Framework for Information Integrity. Helsingfors 1999.
47. KIRSTI LINDBERG-REPO: Word-of-Mouth Communication in the Hospitality Industry. Helsingfors 1999.
48. JOAKIM WESTERHOLM: Essays on Initial Public Offerings, Empirical Findings from the Helsinki Stock Exchange. Helsingfors 2000.
49. JUSSI HYÖTY: Yield Surrogates, Financial Variables and Expected Returns; Empirical Evidence from Finland. Helsingfors 2000.
50. THERESE LEINONEN och MARIKA TANDEFELT: Svenskan i Finland - ett språk i kläm? Unga finlandssvenskars modersmål. Helsingfors 2000.
51. HELI ARANTOLA: Buying Loyalty or Building Commitment? - An Empirical Study of Customer Loyalty Programs. Helsingfors 2000.

52. MIKA AALTONEN ja ANNE KOVALAINEN: Johtaminen sosiaalisena konstruktiona. Helsinki 2001.
53. MARIKA TANDEFELT: Finländsk tvåspråkighet. Helsingfors 2001.
54. BARRY EICHENGREEN: Global Financial Crisis Resolution: Issues and Options. Helsingfors 2002.
55. LAMA JA LUOTTAMUS. Toimittajat Kaj Ilmonen, Anne Kovalainen ja Martti Siisiäinen. Helsinki 2002.
56. PETRA SUND-NORRGÅRD: Domännamnsvister och ond tro. En rättslig analys av UDRP, särskilt med tanke på begreppet ond tro i artikel 4.a.iii. Helsingfors 2002.
57. JEFF HEARN, ANNE KOVALAINEN and TEEMU TALLBERG: Gender Divisions and Gender Policies in Top Finnish Corporations. Helsingfors 2002.
58. MARGIT BRECKLE und INGO HEYSE: Hur mycket IKT behöver en studerande? Virtuelle Kurskonzepte und ihre Auswirkung auf Leistung, Zufriedenheit und Arbeitsstrategien. Helsingfors 2003.
59. ALF-ERIK LERVIKS: Simulating and Forecasting the Demand for New Consumer Durables. Helsingfors 2004.
60. PÄIVI ERIKSSON et al. (toim./eds): Sukupuoli ja organisaatiot liikkeessä? Gender and Organisations in Flux? Helsinki 2004.
61. MARCUS NORRGÅRD: Avtalsingrepp. Om otillbörliga ingripanden i kommersiella avtalsförhållanden. Helsingfors 2006.
62. EVA LILJEBLOM and MIKA VAIHEKOSKI: Owners' Way or the Highway: Short-Term Expectations and Owner Impatience. Helsingfors 2007.
63. MARGIT BRECKLE, MÄRTA BÅSK und ROLF RODENBECK: Wirtschaftssprache Deutsch in Studium und Beruf: Curriculumentwicklung an der Schwedischen Wirtschaftsuniversität in Finnland. Ekonomisk tyska i studier och yrkesliv: utvecklingen av ett kursprogram vid Svenska handelshögskolan. Helsingfors 2007.
64. MARIKA TANDEFELT: 887 sätt att se på svenskan i Finland. En redogörelse för en webbenkät genomförd hösten 2002. Helsingfors 2007.
65. GUY AHONEN och OVE NÄSMAN: Druvan. Den personalekonomiska nyttan av mångdimensionell företagshälsovårds- och personalutvecklingsverksamhet baserad på Metal Age-konceptet i Dragsfjärds kommun (2002-2005). Helsingfors 2008.
66. JOACHIM ENKVIST: Framtidens television. Vissa marknadsförings- och upphovsrättsliga spörsmål. Helsingfors 2008.