

Editoitu versio kirjoituksesta julkaistiin Taloussanomain Puheenvuoro-osastossa 6.12.2006

Listautumiset huutokaupoilla

Kun osakemarkkinat käyvät taas kuumina ja useita yrityksiä on myyty ja viety pörssiin, on syytä kiinnittää huomiota suosittujen suunnattujen osakemyyntien ja -antien epäkohtiin.

Tutkimuksissa on havaittu huomattavia epäkohtia rahoitusmarkkinaosapuolten toiminnassa erityisesti pörssilistautumisten yhteydessä Yhdysvalloissa. En väitä, että Suomessa olisi toimittu samalla tavalla. Toisaalta on mahdollista, että täälläkään vastaavalla ei ole täysin säästytty.

Yleisessä käytössä olevassa menettelyssä listautuvan tai myytävän yrityksen omistajien valtuuttama investointipankki on keskeinen toimija. Se tunnustelee suurten institutionaalisten sijoittajien ja muiden varakkaiden sijoittajien kiinnostusta yrityksen osaketta ja sen hintaa kohtaan.

Oleellista on, että investointipankilla on lähes täydellinen valta hinnoitella ja allokoida myytävät osakkeet sijoittajille. Osakkeista suurin osa allokoidaan institutionaalisille sijoittajille. Usein osakkeita allokoidaan myös talouselämän huippujohtajille, pääomasijoitusyhtiöiden johtajille ja muille tahoille, jotka ovat investointipankin harkintavallassa – jopa ”riippumattomille” analyytikoille ja median edustajille.

Yksityissijoittajien ei anneta ostaa osakkeita kuin pieniä määriä – usein ei lainkaan siinä määrin kuin he haluaisivat.

Voisi luulla, että osakkeen hinta mieluusti ylihinnoitellaan, jotta esimerkiksi listautuva yritys saisi mahdollisimman paljon pääomaa ja jotta investointipankin komissioon perustuva palkkio olisi mahdollisimman suuri.

Osake kuitenkin usein alihinnoitellaan tarkoituksella. Tähän liittyy ongelmia, joiden myötä investointipankki sekä yllä mainitut toimijat, joille osakkeita alunperin allokoidaan, hyötyvät huomattavissa määrin – valitettavasti itse listautuvan yrityksen ja yksityissijoittajien kustannuksella.

Toimintatapaa, jossa investointipankki saa allokoida osakkeet (alihintaan) harkintansa mukaan, perustellaan mm. sillä, että osakemyynnin onnistuminen ja listautuvan yrityksen pääomansaanti turvataan.

Todellisuudessa investointipankki kuitenkin jakaa alihinnoiteltuja osakkeita paljolti myös palkitakseen tiettyjä henkilöitä ja heidän edustamiaan tahoja lähes varmoilla pikavoitoilla ja saadakseen näiltä vastineeksi vastapalveluksia.

Institutionaaliset sijoittajat antavat vastapalveluksena osakekauppojaan investointipankin meklariosaston välitettäväksi – ja maksavat usein ylisuuria palkkioita välityksistä. Talouselämän huippujohtajat saattavat vastapalveluksena antaa investointipankin hoitaa yritystensä tulevia yrityskauppoja ja listautumisia. Samoin pääomasijoitusyhtiöiden johtajat saattavat vastapalveluksena johdatella yrityksiä, joissa ko. yhtiöllä on sijoituksia, investointipankin asiakkaiksi.

”Riippumattomat” sijoitusanalyytikot ja median edustajat saattavat vastapalveluksena raportoida listattavasta yrityksestä tai investointipankista positiiviseen sävyyn.

Palkinnon ja hyödyn toimijat, joille allokoidaan osakkeita, saavat käytännössä automaattisesti. He saavat ostaa osakkeita halvalla tietäen, että osakkeiden hinta nousee heti, kun pörssikauppa niillä alkaa. Alihinnoittelun lisäksi investointipankin ja toimijoiden keskinäiset sopimukset ja toiminta myynnin ja listauksen jälkeen varmistavat osakkeen hinnan nousun ja varmat pikavoitot.

Ensinnäkin investointipankilla on keskeisten toimijoiden kanssa sanallisia tai sanattomia sopimuksia, että nämä eivät lähde myymään osakkeitaan heti myynnin tai listauksen jälkeen. Tämä keinotekoinen osakkeiden tarjonnan rajoittaminen estää sen, ettei markkinoille tule kerralla suuria määriä osakkeita, mikä olisi omiaan laskemaan hintaa. Sopimukset ovat voimassa muutamista päivistä muutamaa kuukautta.

Toisaalta investointipankit saattavat samalla kysyntäpuolella houkutellessa yksityissijoittajia ostamaan yrityksen osakkeita. Esimerkiksi samoissa pankkiyrityksissä investointitoiminnasta periaatteessa erillisinä toimivat analyttikko-osastot, kuten myös "riippumattomat" analyttikot ja median edustajat, saattavat antaa positiivisia arvioita yrityksestä.

Yrityksen osakkeita siis myydään alihintaan tietyille toimijoille ja niiden hintaa pidetään keinotekoisesti ylhäällä toimijoiden kanssa tehdyillä myyntirajoitussopimuksilla ja houkuttelemalla yksityissijoittajia ostamaan osakkeita.

Kun myyntirajoitukset vähitellen raukeavat muutaman kuukauden kuluessa pörssiäloituksen aloituksesta, useimmat alkuperäiset sijoittajat myyvät osakkeet – huomattavalla voitolla. Myyntirynnistykset saattavat ajaa osakkeen hinnan lopulta laskuun, jolloin yksityissijoittajat, jotka saivat ja alkoivat vasta suunnatun myynnin jälkeen ostaa osakkeita pörssissä, menettävät varallisuuttaan – jopa huomattavissa määrin, kuten monissa 2000-luvun vaihteen listauksissa.

Tällaisessa suunnatussa myyntimenettelyssä on vakavia epäkohtia rahoitusmarkkinoiden tehokkuuden ja moraalien kannalta. Koska osakkeet alihinnoitellaan, listautuva yritys tai myytävän yrityksen omistaja ei saa listauksesta sitä määrää pääomaa, jonka voisi saada hinnan ollessa kohdallaan. Toisaalta yksityissijoittajilta riistetään varallisuutta investointipankin ja niiden toimijoiden hyväksi, joille osakkeita alun perin allokoidaan.

Yleisesti ongelma on myös se, että sijoittajat eivät ole tasavertaisessa asemassa. Yksityissijoittajat, jotka ovat valmiita sijoittamaan yritykseen pitkäksi aikaa, joutuvat maksamaan ylihintaa osakkeista, koska eivät saa mahdollisuutta ostaa osakkeita alkuperäisessä jaossa. Toisaalta alkuperäisen jaon sijoittajat myyvät usein osakkeensa pörssissä heti vapauduttuaan rajoittavista sopimuksista – heillä ei ole alun perinkään tarkoitus jäädä pitkäaikaisiksi omistajiksi.

Viranomaiset mm. Yhdysvalloissa ovat vuosituhatien vaihteen pörssikuplan jälkeen kiristäneet listautumisia koskevia sääntöjä. Osakkeita on nyt hieman vaikeampi allokoida vastapalveluksien toivossa ja allokoinneista pitää myös raportoida läpinäkyvämmiin.

Epäkohdat eivät kuitenkaan poistu niin kauan, kun investointipankit voivat yhteistyössä listautuvan tai myytävän yrityksen omistajien ja johtajien kanssa alihinnoitella osakkeet ja allokoita ne haluamallaan tavalla.

Ainoa reilu ja tehokas menettely saattaakin olla internetissä suoritettava huutokauppa. Google käytti tällaista listautumismenettelyä hiljattain – paljolti juuri välttääkseen perinteisen menettelyn listautuvalle yritykselle ja pitkäaikaisille sijoittajille tuottamat vahingot.

Internetihuutokaupassa kaikki potentiaaliset sijoittajat näkevät kullakin hetkellä osakkeiden kokonaiskysynnän eri hintatasoilla. Tämä tekee hinnoittelusta läpinäkyvän. Lisäksi ostotarjoukset ovat anonyymejä, mikä estää sijoittajia eriarvoistavan osakkeiden allokaation.

Esteenä internetihuutokauppojen yleistymiselle on se, että rahoitusmarkkinoiden keskeiset toimijat eivät ole järin kiinnostuneita käyttämään niitä. Huutokauppanenettely käytännössä estäisi nykymuotoisen oman edun tavoittelun.

Rahoitusmarkkinoiden toimijoiden vastahakoisuuden takia lainsäätäjien ja rahoitusmarkkinoiden valvojien tulisi vakavasti harkita sitä, pitäisikö nykymuotoiset suunnattuihin myynteihin perustuvat menettelyt kieltää säätelyllä ja pakottaa yritykset huutokaupamuotoisiin listauksiin.

Jaakko Aspara
Tutkija
Helsingin kauppakorkeakoulu