

Soja Partanen

OMIEN OSAKKEIDEN TAKAISINOSTAMINEN VOITONJAKOKEINONA

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Tammikuu 2023

TIIVISTELMÄ

Soja Partanen: Omien osakkeiden takaisinostaminen voitonjakokeinona
Pro gradu -tutkielma
Tampereen yliopisto
Taloustiede
Tammikuu 2023

Listattujen osakeyhtiöiden omistajille jakama voitto on jatkanut kasvamistaan finanssikriisin jälkeen Yhdysvalloissa. Omien osakkeiden takaisinostot ovat nousseet osinkoja merkittävämmäksi voitonjakokeinoksi. Voitonjakokeinona takaisinostot kuitenkin jakavat mielipiteitä niin akateemikkojen kuin poliitikkojen keskuudessa. Takaisinostot herättävät paljon enemmän keskustelua kuin osingonjako. Keskusteluissa on noussut esiin kaksi näkökulmaa. Omien osakkeiden ostamista pidetään hyödyllisenä tapana siirtää yhtiön varoja omistajille mutta toisaalta niiden nähdään vaarantavan yhtiön maksukyvyn ja jopa koko yhtiön toiminnan. Kasvaneen kritiikin myötä takaisinostoja on ehdotettu rajoitettavaksi tai kokonaan kiellettäviksi Yhdysvalloissa.

Tässä tutkimuksessa tarkoituksena on selvittää, millainen voitonjakokeino omien osakkeiden ostaminen on. Erityisenä tavoitteena on selvittää, mitä taloustieteen teoriapohjaa on niin takaisinostoja puolustavilla kuin niiden kritikoilla. Takaisinostoja puolustavat uskovat, että omistajilla on etuoikeus yhtiön voittoihin. Omistajien etuoikeus perustuu heidän kantamaansa riskiin ja siihen, että omistajat pystyvät allokoimaan varat tehokkaammin kuin yhtiön johto. Tämä saa tukea agenttiteoriasta, jolle löytyy perusteet uusklassisen taloustieteen voiton maksimointiteoriasta. Takaisinostojen kritiikot puolestaan argumentoivat, että yhtiön voitot perustuvat yrityksen kykyyn luoda arvoa ja kaikilla arvonluontiprosessiin osallistuneilla sidosryhmillä on oikeus yhtiön voittoihin. He argumentoivat, että uusklassisesta taloustieteestä puuttuu teoria yrityksen arvonluonnista. Tämän vuoksi voiton maksimointiteoria on puutteellinen, jolloin agenttiteoria on virheellinen. Voiton maksimointiteoriaa on pyritty korjaamaan kehittämällä innovoivan yhtiön teoria. Takaisinostojen kritiikot uskovat, jos yritykset toimisivat innovoivan yrityksen teorian mukaan, siirryttäisiin kvartaalitaloudesta seuraamaan yrityksen pitkän aikavälin kannattavuutta.

Yhdysvalloissa kvartaalitaloutta on kritisoitu, koska sen nähdään kannustavan yhtiöitä liialliseen voitonjakoon sekä kasvattavan tulojen epätasa-arvoisuutta yhteiskunnassa. On ehdotettu, että yhtiöitä tulisi kannustaa luopumaan kvartaalitalousajattelusta rajoittamalla takaisinostojen tekoa tai kieltämällä tietyt takaisinostotavat kokonaan. Tutkimuksessa tutkitaan FGLS:n avulla, onko omien osakkeiden takaisinostoilmoitusten dollarimäärään vaikuttanut vuoden 2018 lakiehdotus, joka olisi rajoittanut takaisinostojen tekemistä, sekä onko takaisinostotavalla ollut merkittävää vaikutusta takaisinostoilmoitusten dollarimäärään. Kummankin mallin virhetermien varianssi on heteroskedastinen, joten malleista ei voida tehdä tilastollista päättelyä.

Avainsanat: Omien osakkeiden ostaminen, takaisinostot, voitonjako, arvonluonti, voiton maksimointi, innovoiva yritys

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

Sisällysluettelo

1. Johdanto	1
2. Omien osakkeiden takaisinostot.....	3
2.1 Voitonjakopolitiikka.....	3
2.2 Omien osakkeiden takaisinosto	9
2.3 Takaisinostojen vaikutuksia	13
3. Takaisinostojen kriittinen tarkastelu	19
3.1 Tieteellinen väittely	19
3.2 Perinteinen yritysteoria.....	27
3.3 Innovoivan yrityksen teoria.....	34
3.4 Teorioiden erot	37
4. Takaisinostojen empiirinen tutkimus	41
4.1 Tutkimuskirjallisuuden tuloksia	41
4.2 Lakiehdotuksen vaikutus takaisinostoilmoituksiin.....	46
4.3 Ostotavan vaikutus takaisinostoilmoituksiin	50
5. Johtopäätökset.....	53
Liitteet	62

1. Johdanto

Tässä pro gradu -työssä on tutkittu omien osakkeiden takaisinostoa voitonjakokeinona Yhdysvalloissa. Erityisesti on pyritty selvittämään, miksi takaisinostojen tekoa halutaan rajoittaa lainsäädännöllä. Lisäksi on tutkittu kahden lakiehdotuksen mahdollisia vaikutuksia takaisinostoilmoitusten määrään. Takaisinostot olivat suurimmaksi osaksi laittomia aina vuoteen 1982 asti, koska ne nähtiin osakkeen hinnan manipulaationa. Omien osakkeiden ostaminen laillistettiin osana talousmarkkinoiden sääntelyn purkua. Sääntelyn purkamisen jälkeen takaisinostojen suosio voitonjakokeinona on kasvanut.

Yhdysvalloissa takaisinostot nousivat osinkoja merkittävämmäksi voitonjakokeinoksi vuosituhaten vaihteessa. Euroopassa osingot ovat suosituimpi voitonjakotapa, mutta takaisinostojen määrä on sielläkin kasvussa. Takaisinostojen hyöty osinkoihin nähden on, etteivät ne sido yhtiötä tulevaisuudessa, ja ne mahdollistavat omistajien verosuunnittelun. Haittoina on kuitenkin havaittu niiden nostava vaikutus yhtiön tuloksen ulkoisiin mittareihin, vaikka mitään todellisia muutoksia ei yhtiön toiminnassa ole tapahtunut. Lisäksi takaisinostoilla ja johdon osakeoptioilla on havaittu olevan yhteyttä. Mitä enemmän yhtiö käyttää johdon palkitsemisessa osakeoptioita, sitä todennäköisemmin yhtiö tekee takaisinostoja. Myös hyvin usein johdon optioiden lunastaminen ajoittuu takaisinostojen läheisyyteen.

Takaisinostojen kasvanut määrä nosti ne myös politiikassa ja mediassa kritiikin kohteeksi. Kritiikin seurauksena useat yhdysvaltalaiset poliitikot yhtyivät niiden ekonomistien mielipiteisiin, jotka vaativat takaisinostojen rajoittamista ja jopa kokonaan kieltämistä. Kritiikissä takaisinostot yhdistetään talouden kasvaneeseen epäoikeudenmukaisuuteen ja markkinoiden toimimattomuuteen. Erityisesti takaisinostojen yhteydessä huomiota kiinnitetään johdon palkkioiden kasvuun ja työntekijöiden palkkojen ennallaan säilymiseen.

Takaisinostoja kritisoidaan paljon enemmän kuin osingonjakoa. Yhtiöiden osingonjakoa ei nähdä ongelmallisena eikä sitä nähdä yhtiöiden toimintaa vaarantavana häiriötekijänä. Liiallisesta osingonjaosta osakemarkkinat rankaisevat yhtiöitä joko kritisoimalla yhtiön johtoa, joka toiminnallaan vaarantaa yhtiön tulevaisuuden, tai suosittelemalla yhtiön osakkeiden myyntiä. Suuria takaisinostoja tekevät yhtiöt saavat myös osakseen kritiikkiä

mutta pienemmässä määrin. Suuria takaisinostoja tunnutaan pitävän osana markkinoita, jopa niissä tapauksissa, joissa takaisinostot ovat johtaneet yhtiön toiminnan lopettamiseen.

Tässä työssä on pyritty ymmärtämään takaisinostojen kritiikkiä ja takaisinostojen puolustusta. Työssä on keskitytty tarkastelemaan eniten viitattujen akateemikkojen argumentteja. Sekä puolustajat, että vastustajat ovat havainneet takaisinostoihin liittyviä haittoja. Erona on, että puolustajat eivät näe takaisinostoja itsessään haitallisina vaan ongelmallisia ovat niihin liittyvät mahdolliset sisäpiiritiedon käyttäminen ja johdon ansaitsematon voitto. Kriitikot taas näkevät takaisinostojen olevan ilmentymä virheellisistä uusklassisen taloustieteen teorioista, joihin agenttiteoria pohjautuu. Nämä ovat taas johtaneet kvartaalitalouteen ja varallisuuden keskittymiseen.

Tämän työn toisessa luvussa tarkastellaan yhtiön voitonjakopolitiikkaa osinkojen ja takaisinostojen näkökulmasta. Luvussa myös avataan takaisinostojen sääntelyn taustoja, sitä miten takaisinostoja on säännelty Euroopan Unionissa, Suomessa ja Yhdysvalloissa. Koska tutkimus keskittyy Yhdysvaltoihin, on Suomi ja Eurooppa suurimmaksi osaksi rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Vertailua tehdään vain siltä osin kuin se on katsottu tarpeelliseksi. Yhdysvaltojen osalta selvitetään myös, mitä yhtiön tekemään takaisinostoilmoitukseen sisältyy sekä millaisia erilaisia tapoja on toteuttaa takaisinostot. Lisäksi tarkastellaan omien osakkeiden takaisin ostamisen hyötyjä ja haittoja sekä esitellään eräitä lakiehdotuksia, joilla takaisinostojen tekoon on pyritty vaikuttamaan Yhdysvalloissa.

Kolmannessa luvussa kuvataan, miten takaisinostojen kasvanutta kritiikkiä on puolustettu ja kuinka tähän puolustukseen on vastattu. Luvussa avataan agenttiteorian, omistajan voiton maksimointimallin ja yrityksen tuotannon optimointimallin yhteyttä takaisinostoihin, ja selitetään, miksi takaisinostojen kriitikot näkevät mallit virheellisenä. Luvun lopussa esitellään tutkijoiden Lazonick ja Shin kehittämä innovoivan yrityksen malli, jolla on pyritty korjaamaan muiden mallien puutteita.

Neljännessä luvussa esitellään omien osakkeiden ostamisen aikaisempia empiirisiä tutkimuksia. Lisäksi tutkitaan, oliko vuoden 2018 lakiehdotuksilla ja onko avomarkkinaostotyypillä ollut merkittävää vaikutusta omien osakkeiden takaisinostoilmoitusten määrään. Vuosi 2018 valittiin, koska tuolloin esitettiin ensimmäinen kerran paljon huomiota saanut lakiehdotus takaisinostojen rajoittamisesta. Avomarkkinaostojen vaikutusta

ilmoitusten määrään tutkitaan, koska avomarkkinaostoja on ehdotettu kokonaan kielletäväksi. Viimeisessä luvussa esitellään työn loppupäätelmät.

2. Omien osakkeiden takaisinostot

2.1 Voitonjakopolitiikka

Osakeyhtiön omistus jakautuu osakkeenomistajille heidän omistamiensa osakkeiden mukaan. Yhtiöillä on kaksi tapaa jakaa voittoa omistajille: osingonjako ja omien osakkeiden takaisinosto. Jotta yhtiö voi jakaa voittoa, täytyy sillä olla jaettavia vapaita kassavaroja. Nämä kassavarat se voi halutessaan jakaa omistajille korvauksena heidän yhtiöönsä sitomasta pääomasta. Voitonjakopolitiikkaan vaikuttaa monet tekijät, joista tärkein on omistajien eli sijoittajien odotukset. Sijoittajat odottavat saavan korvausta rahoilleen. Yhtiön voitonjakopolitiikkaan vaikuttaa muun muassa sijoittajien odotukset ja tuottovaahtimukset. Myös sijoittajien oma verosuunnittelu voi vaikuttaa siihen, minkä yhtiöiden omistajiksi he ryhtyvät.

Perinteinen voitonjaon keino on ollut osingonjako. Osingonjakopolitiikan linjauksista päättää yhtiön hallitus, mutta yhtiön johto toteuttaa voitonjakopolitiikan käytännössä pyrkien noudattamaan hallituksen tahtoa. Osingot yhdistetään pysyviin kassavirtoihin, minkä vuoksi osingon määrän nostamista pidetään merkinä yhtiön positiivisesta kehityksestä, kun taas osingon laskeminen viestii kassavirtaongelmista (Schneider & Kohlmeyer III 2015, 69). Yhtiön on kuitenkin oltava varovainen osingon määrän nostamisessa. Jaettavan osingon taso tulisi pystyä ylläpitämään tulevaisuudessa. Sijoittajat odottavat, että yhtiö, joka on aikaisemmin jakanut tasaisesti osinkoa, tulee tekemään näin myös tulevaisuudessa. Jaettavan osingon määrän tulisi mieluummin kasvaa tulevaisuudessa kuin pienentyä. Omien osakkeiden takaisin ostaminen on puolestaan kertaluontoinen voitonjako, joka ei sido yhtiötä tulevaisuudessa. Se on myös verotuksellisesti yleensä kannattavampi vaihtoehto. (Brealey, Myers & Allen 2014, 400–401.)

Miller ja Modigliani (1961) esittivät, ettei voitonjakopolitiikka vaikuta yhtiön arvoon teoreettisessa maailmassa, jossa ei ole veroja, transaktiokustannuksia tai muita epätäydellisyyksiä. Tässä teoreettisessa mallissa Millerin ja Modiglianin mukaan osingonjakoon

vaikuttaa vain yhtiön omaisuus, investoinnit ja lainanotto. Oletetaan, että yhtiö haluaa pienentää investointeja ja maksaa säästyneet varat omistajille osinkoina. Tällöin osinkojen kustannus on vain menetettyjen investointien tuotto. Toinen vaihtoehto olisi, että yhtiö voisi tehdä investointeja, jos se ottaisi velkaa ja maksaisi osingot velkarahalla. (Brealey, Myers & Allen 2014, 406.) Kummassakin tapauksessa oletuksena on, että omistajat ovat oikeutettuja korvaukseen pääoman sitomisesta yhtiöön.

Tällöin teorian mukaan sijoittajat haluavat tietyn suuruisen korvauksen sijoituksilleen. Jos osingonjakoa haluttaisiin muuttaa nostamalla osingon määrää muuttamatta yhtiön tekemien investointien määrää tai muuttamatta yhtiön pääomarakennetta, täytyisi yhtiön tehdä uusi osakeanti ja ottaa lisää velkaa. Tällä osakeannilla tai velalla rahoitettaisiin osinkojen korotus. Toisaalta, jos vaihtoehtoisesti haluttaisiin pienentää maksettavaa osinkoa ja haluttaisiin pitää lainanotto tai investointien määrä kiinteänä, yhtiö voi käyttää säästöt vain omien osakkeiden takaisinostoihin. Muutokset osingonjaossa täytyy kattaa joko osakeannilla tai takaisinostoilla. (Brealey, Myers & Allen 2014, 406.)

Yhtiöiden kannattavuutta mitataan yleensä tuotto per osake -tunnusluvulla (*earnings per share*, myöhemmin EPS-tunnusluku), joka kertoo yhtiön osakekohtaisen kannattavuuden eli yhden osakkeen vuosituoton. Markkinat luokittelevat yritykset, joilla on korkeampi EPS-tunnusluku, suotuisemmin kuin yhtiöt, joilla on alhaisempi EPS-tunnusluku. Tällöin korkeampi EPS-tunnusluku voi johtaa korkeampaan osakkeen hintaan. EPS on eniten viitattu tunnusluku, koska se kiinnostaa sijoittajia (Horan 2011, 90–91). Osingonjako ei vaikuta EPS-tunnuslukuun toisin kuin omien osakkeiden takaisinosto. Omien osakkeiden takaisinosto pienentää markkinoilla olevien osakkeiden määrää, jolloin EPS-tunnusluku kasvaa ja antaa näennäisesti paremman kuvan yhtiön toiminnasta. Tällöin yhtiön toiminnassa ei ole kuitenkaan tapahtunut mitään, mikä olisi parantanut yhtiön tuottavuutta vaan yhtiön osakkeiden vaihdettava määrä markkinoilla on pienentynyt.

Omien osakkeiden takaisinostossa yhtiö ostaa takaisin omistajilta yhtiön aikaisemmin markkinoille liikkeelle laskemia osakkeita. Suosituin takaisinostotapa on avomarkkinaostot (Bonaimé, Öztekin & Warr 2014, 182), jossa yhtiö ostaa omia osakkeitaan suoraan osakemarkkinoilta osakkeen kurssihinnan mukaiseen hintaan. Takaisinostot voidaan tehdä vain, kun yrityksellä on vapaita kassavaroja. Kassavarat voivat olla yhtiön aikaisempien tilikausien voittoja tai yhtiön ottamaa velkaa. Takaisinostetut osakkeet palautuvat yhtiön haltuun ja ne joko mitätöidään tai pidetään yhtiön hallussa (*treasury shares*).

Suomessa yhtiön takaisin ostamat osakkeet voidaan myös joko pitää hallussa tai mitätöidä. Hallussa pidettävät omat osakkeet kirjataan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon (OYL 9:6.2). Suomessa ei ole olemassa osakkeille niin sanottua yhtiön hallussa pidettyä sarjaa. Osakeyhtiölain mukaan omien osakkeiden takaisinostojen katsotaan olevan osakkaiden omaan pääomaan tekemien sijoitusten muutoksia. (Mähönen & Villa 2009, 392–394.)

Takaisinostetuille osakkeille ei makseta osinkoa eikä niillä ole äänioikeutta (Bhargava 2010, 632). Yhtiö voi palauttaa ostetut osakkeet markkinoille tekemättä uutta osakeantia. Osa yhtiöistä käyttää takaisinostettuja osakkeita yhtiön johdon palkitsemiseen. Takaisinostettuja osakkeita käytetään erityisesti johdolle myönnettyihin osakeoptioihin (Schneider & Kohlmeyer III 2015, 66). Tällöin johdon palkitseminen ei heikennä aikaisempien omistajien asemaa, koska ei tehdä uutta osakeantia.

On myös havaittu, että yhtiön elinkaaren vaihe vaikuttaa takaisinostoihin, koska takaisinostot vaativat olemassa olevia kassavaroja. Nuorilla kasvuyrityksillä on paljon kannattavia sijoitusvaihtoehtoja, jolloin yhtiön kannattaa sijoittaa voitot uudelleen takaisin yhtiön omaan toimintaan. Yleensä myös nuoret kasvuyritykset tuottavat ensimmäiset toimintavuotensa tappioita, jolloin ne eivät voisikaan jakaa voittoa. Yhtiön kehittyessä tuottoisat investoinnit alkavat tuottaa voittoa, ja yhtiölle alkaa kertyä aikaisempaa enemmän kassavaroja. (Brealey, Myers & Allen 2014, 417.) Pidempään markkinoilla toimineiden yhtiöiden kannattaa palkita sijoittajia jakamalla kertyneitä varoja voitonjaossa omistajille.

Tehdyt takaisinostot voivat muuttavat yhtiön pääomarakennetta, koska takaisinostot pienentävät omaa pääomaa (Bonaimé, Öztekin & Warr 2014, 182). Tämä muuttaa vieraan ja oman pääoman suhdetta tehden yhtiöstä velkapainotteisemman. Takaisinostoja ei voida käsitellä investointeina, koska yhtiö ostaa omia osakkeitaan (Yallapragada 2014, 194). Takaisinostot vaikuttavat myös yhtiön omistusrakenteeseen. Omistajat voivat myydä tai olla myymättä omistamiaan osakkeita. Myymällä osakkeensa omistajat osallistuvat voitonjakoon ja saavat pääomatuloa, mutta samalla he pienentävät tai luopuvat kokonaan omistusosuudestaan. Jäljelle jääneiden omistajien asema yhtiössä on parantunut, koska he omistavat suhteellisesti enemmän yhtiöstä kuin ennen takaisinostoa. Osakeomistuksen vähentyessä suhteellinen osuus osingosta kasvaa, koska yhtiön voitto jaetaan pienemmälle määrälle osakkeita. Omien osakkeiden takaisinosto ei myöskään velvoita yhtiön johtoa samalla tavalla kuin osingot. Takaisinostot eivät sido yhtiötä

tulevaisuudessa tekemään muita takaisinostoja eikä sen tarvitse myöskään sitoutua ilmoittamiinsa takaisinosto-ohjelmiin. Johto voi aina halutessaan peruttaa tai keskeyttää ilmoittamansa takaisinosto-ohjelman.

Takaisinostot laillistettiin Yhdysvalloissa Ronald Reaganin hallituksen toimesta vuonna 1982. Voitonjakokeinona niiden suosio on kasvanut niiden laillistamisesta lähtien ja viimeistä kolme vuosikymmentä voidaan pitää takaisinostotaloutena. Vuosien 1985–2015 osinkojen määrä kasvoi tasaisesti, yleensä samassa suhteessa kuin voitotkin. Samalla ajanjaksolla takaisinostotkin lisääntyivät. Takaisinostojen määrä ohitti osinkojen määrän 1990-luvun lopulla. (Stunda 2017, 3.) Niiden yhtiöiden lukumäärä, jotka jakoivat osinkoa, on pienentynyt vuosina 1980–2010 noin 20 prosenttiyksikköä, kun taas takaisinostoja tekevien yhtiöiden lukumäärä on kasvanut tasaisesti (Brealey, Myers & Allen 2014, 401). Takaisinostojen määrä kasvoi aikaisempaa voimakkaammin vuoden 2004 verouudistusten jälkeen aina 2008 finanssikriisiin asti, jolloin se palautui 2004 vuoden tasolle (Skinner 2008, 587–589).

Takaisinostot ovat myös vaikuttaneet vaihdettavien osakkeiden määrään markkinoilla. Vuosina 2006–2015 markkinoilla olevien osakkeiden määrä on pienentynyt keskimäärin 400 miljardilla dollarilla vuosittain. Osakkeiden määrän keskimääräinen pienentyminen on laskettu vähentämällä uusista liikkeelle lasketuista osakkeista toteutuneiden takaisinostettujen osakkeiden lukumäärä. (Stunda 2017, 3.) Takaisinostot ovat määrältään merkittävämpi voitonjako keino kuin osingot. S&P 500 indeksin yhtiöt tekivät vuosina 2008–2017 takaisinostoja yhteensä 4 biljoonan dollarin edestä eli 53 % nettotuloista ja samana aikana yhtiöt jakoivat osinkoa 41 % nettotuloista eli noin 3 biljoonan dollarin verran (Lazonick & Shin 2020, 3). Meyersohnin (2017) mukaan loppuosa voitoista pidettiin ulkomailla suojassa Yhdysvaltojen verotukselta. (Stunda 2017, 3.) Monet isot kansainväliset yhtiöt, esimerkiksi Google ja Amazon, eivät jaa ollenkaan osinkoa (Brealey, Myers & Allen 2014, 401). Vuonna 2021 toteutuneet takaisinostot olivat 882 miljardia ja niiden odotetaan ylittävän biljoona dollaria vuonna 2022 (Sorkin, Karaian, Gandel, de la Merced, Hirsch & Livni 2022).

Suomessa takaisinosto-ohjelmien lukumäärä on myös kasvanut muttei samassa määrin kuin Yhdysvalloissa. DNA Oyj toteutti vuonna 2017 yli 2,5 biljoonan osakkeen takaisinosto-ohjelman. Takaisinostojen määrä oli euroissa enintään 14 miljardia (DNA Oyj 2022). Sampo Oyj puolestaan toteutti kaksi vuoden 2022 aikana päättynyttä osto-ohjelmaa, joiden yhteisarvo oli vähän alle miljardi euroa. Sampo Oyj toteuttaa myös osto-

ohjelmaa, joka päättyy 2023 helmikuussa, ja jossa omia osakkeita ostetaan enintään miljardilla eurolla. (Sampo Oyj 2022). Nordea Bank Oyj puolestaan aikoo toteuttaa enintään 1,5 miljardin takaisinosto-ohjelman. Ohjelma päättyy maaliskuussa 2023. (Nordea Bank Oyj 2022).

Takaisinostaminen ei ole samanlainen voitonjaon keino Yhdysvalloissa kuin Suomessa. Yhdysvalloissa takaisinostojen sääntely on nykyisin minimaalista (Fried 2014, 803). Nykymuotoiset takaisinostot olivat ennen kokonaan laittomia. Sääntelyä lähdettiin purkamaan presidentti Reaganin hallituksen toimesta vuonna 1982. Ennen uudistusta takaisinostoja sai tehdä rajoitetusti siten, ettei se vaikuta osakekurssiin. Takaisinostoja pidettiin osakkeiden hinnan manipuloimisena. Yhtiön täytyi esittää ennen takaisinostoilmoitusta arvio takaisinostojen mahdollisista vaikutuksista osakekurssiin. Uudistuksen jälkeen yhtiön täytyy raportoida vain keskimääräinen kuukausittainen vaihdon määrä, mutta yhtiön on mahdollista siirtää raportointi seuraavalle vuosineljännekselle. Yhtiön on lisäksi mahdollista tehdä salaisia takaisinostoja ja jälleenmyyntejä markkinoilla, eikä vaihdannan yksityiskohtia tarvitse kertoa muille omistajille tai valvovalle viranomaiselle. (Fried 2014, 803.)

Yhdysvalloissa takaisinostoja valvoo oikeusministeriön alaisuudessa toimiva Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissio (*Securities and Exchange Commission* myöhemmin SEC). SEC on antanut takaisinostoja koskevan säännön 10b-18, joka tarjoaa yhtiöille niin sanotun turvasataman omien osakkeiden ostamisesta. Osakkeiden kurssihintaan vaikuttamista pidetään petoksena. Takaisinostot vaikuttavat suoraan osakkeen kurssihintaan, mutta sääntö 10b-18 suojaa yhtiötä lainsäädännöltä eli petostutkinnalta, jos yhtiö on täyttänyt säännön 10b-18 vaatimukset. Yhtiön täytyy kiinnittää huomioita takaisin ostettavien osakkeiden määrään, hintaan, ajankohtaan ja ostotapaan. Käytännössä pienet yhtiöt eli yhtiöt, joiden keskimääräinen päivän osakevaihto on alle miljoona dollaria tai joiden kelluva arvo on alle 150 miljoonaa dollaria, eivät voi ostaa omia osakkeitaan takaisin vaihtopäivän viimeisen puolituntisen aikana. Tätä isommat yhtiöt eivät voi toteuttaa takaisinostoja pörssin aukioloajan viimeisen 10 minuutin aikana. Takaisinostettavan osakkeen hinta ei voi myöskään ylittää viimeistä itsenäistä tarjousta tai edellistä osakkeen ostoa. Takaisinostot on tehtävä samalta välittäjältä saman päivän aikana eivätkä ne saa ylittää yli 25 % koko yhtiön osakkeiden vaihdettavasta määrästä. Kun yhtiö täyttää nämä ehdot, se välttyy petostutkinnalta. SEC:n sääntö 10b-18 sallii,

ettei yhtiön tarvitse raportoida tarkkoja päiviä, milloin se tekee takaisinostot (Lazonick & Shin 2020, 171–172).

Suomessa omien osakkeiden takaisinosto on tarkemmin säänneltyä. Omien osakkeiden takaisinosto on Suomessa mahdollista osakeyhtiölain (myöhemmin OYL) sallimissa rajoissa. OYL sallii takaisinostot osakkeiden hankkimisena tai lunastamisena. Hankkimisella tarkoitetaan vapaaehtoista luovuttamista, ja se vaatii kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen. Lunastamisella tarkoitetaan osakkeenomistajan velvollisuutta luovuttaa omistamansa osakkeet takaisin yhtiöille yhtiöjärjestyksen mukaisesti. (Kyläkallio, Irola & Kyläkallio 2015, 235–236.) Omien osakkeiden hankkimisen ja lunastamisen tulee tapahtua vapaan pääoman varoista eikä tästä saa syntyä yhtiöille maksukyvyttömyyttä.

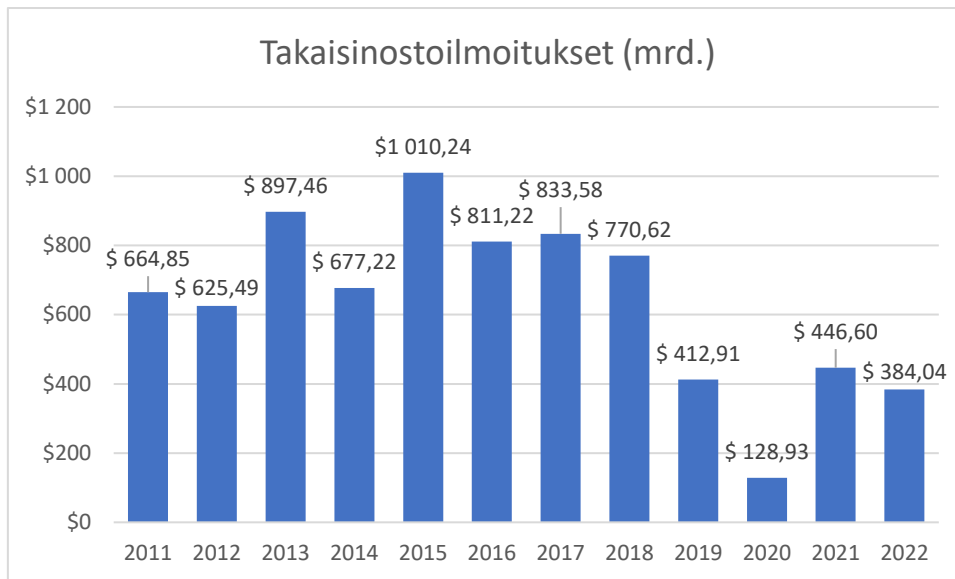
Osakeyhtiölaissa on myös ajallisia ja määrällisiä rajoitteita hankinnalle ja lunastamiselle. (em. 240–242.) Suunnatulla hankkimisella ja lunastamisella tulee olla yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. OYL edellyttää myös osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua. (em. 254–255.) Yksityisessä osakeyhtiössä omia osakkeita hankitaan sukupolven tai muun yrittäjän vaihdon toteuttamiseksi. Muulloin hankkimista tehdään yritysjärjestelyjen toteuttamiseksi tai johdon palkitsemiskeinona. (Kyläkallio, Irola & Kyläkallio 2015, 236–237.)

Euroopan unionin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (2003/6/EY) mukaan omien osakkeiden takaisinostamiseen ei sovelleta sisäpiirin väärinkäytön ja markkinoiden vääristämisen kieltoja, jos osakkeiden hankinta tapahtuu komission täytäntöönpanotoimenpiteiden mukaisesti. Täytäntöönpanotoimenpiteet ovat komission antamassa asetuksessa (EY) N:o 2273/2003. Asetuksessa säädetään turvasataman piiriin kuuluvista takaisinostoista, hankintaohjelmista ja toteutettujen kauppojen julkistamisesta sekä osakkeiden enimmäismääristä ja niiden hinnoista. Asetuksen mukaan hankitut osakkeet kuuluvat niin sanottuun turvasatamaan, jolloin vältetään väärinkäytössyytöksiltä. (Parkkonen & Knuts 2014, 429–430.)

2.2 Omien osakkeiden takaisinosto

Kun yhtiö haluaa ostaa takaisin omia osakkeitaan, se tekee takaisinostoilmoituksen, jossa se ilmoittaa ostotyypin, ajankohdan ja osakkeiden määrän. Osakkeiden määrä ilmoitetaan joko osakkeiden kappalemääränä tai rahamääränä. Jokaisesta takaisinosto-ohjelmasta annetaan oma takaisinostoilmoitus. Takaisinosto-ohjelma voi jakautua usealle vuodelle. Jos yhtiöillä on erisarjaisia osakkeita, tulee jokaisesta takaisinostettavasta sarjasta tehdä oma ostoilmoitus eli pelkkä yhteismäärä ei riitä. Halutessaan yhtiö voi myös keskeyttää takaisinosto-ohjelman, jolloin yhtiö ilmoittaa, minkä osto-ohjelman se haluaa keskeyttää. Keskeytetty takaisinosto-ohjelma voidaan toteuttaa myöhemmin, kunhan yhtiö ilmoittaa asiasta julkisesti.

Yhdysvalloissa takaisinosto-ohjelmista päättää yhtiön johtoryhmä, joka myös päättää takaisinostojen määrän ja toteutusajankohdan. SEC:n säännöt vaativat yhtiötä ilmoittamaan kuukausikohtaisesti, kuinka paljon ja mistä arvosta takaisinostoja on tehty. Lisäksi yhtiön tulee ilmoittaa, mikä on kyseisten ostojen painotettu keskimääräinen osakekohtainen hinta. Yhtiön ei kuitenkaan tarvitse ilmoittaa tarkkoja päivämääriä, jolloin se on ilmoitetut takaisinostot toteuttanut. Tällöin yhtiön ulkopuolisten tahojen on mahdotonta tietää, onko johto hyödyntänyt sisäpiiritietoa, ellei SEC aloita asiasta tutkintaa. SEC ei ole tutkinut yhtiön tekemiä takaisinostoja ja niiden yhteydessä käytettyä johdon sisäpiiritietoa yli neljäänkymmeneen vuoteen säännön 10b-18 voimaantulon jälkeen. (Dayen 2015; Lazonick & Shin 2020, 82.)



Kuva 1. Yhdysvalloissa listattujen pörssiyritysten takaisinostoilmoitukset miljardeissa dollareissa¹

Kuten yllä olevasta kuvasta 1. näkyy, vuosina 2011–2022 takaisinostoilmoitusten yhteismäärä oli noin 7 663 miljardia dollaria. Yhteismäärään eivät sisälly peruttujen ja keskeytettyjen takaisinosto-ohjelmien dollarimäärät. Rahamäärältään eniten takaisinostoilmoituksia tehtiin vuonna 2015. Vuonna 2015 niitä tehtiin yhteensä noin 1 010 miljardin dollarin edestä ja vähiten taas vuonna 2020 noin 129 miljardin verran. Takaisinostoilmoitusten määrän kasvu, etenkin vuosina 2013–2015, johti kasvaneeseen kritiikkiin mediassa ja politiikassa.

Omien osakkeiden takaisinoston ajankohtaan vaikuttaa niin yrityksen optimaalinen pääomarakenne kuin markkinoiden korkotaso. Yhtiön, jolla on paljon omaa pääomaa, kannattaa ostaa omia osakkeitaan takaisin tasatakseen oman pääoman ja vieraan pääoman suhdetta. Toinen tapa olisi ottaa lisävelkaa, mutta jos yhtiön osakekurssi on aliarvostettu, on omien osakkeiden takaisinosto kustannuksiltaan edullisempaa. Lisäksi takaisinostot vaikuttavat suoraan EPS-tunnuslukuun nostavasti, mikä antaa näennäisesti paremman kuvan yhtiön toiminnasta. Tämä puolestaan antaa osakekurssille painetta nousta.

On havaittu, että sijoittajat palkitsevat takaisinostoista yhtiöitä, joilla on paljon omaa pääomaa, kun taas velkaisten yhtiöiden takaisinosto-ohjelmien ilmoitukset kääntävät yleensä yhtiön kurssin laskuun. Oma pääoma -painotteisten yhtiöiden pitäisi ostaa takaisin omia osakkeita hyödyntääkseen osakekurssin alihinnoittelua. Vaikka pääomara-

¹ MarketBeat www.MarketBeat.com Haettu 4.10.2022

kenteen on havaittu vaikuttavan takaisinostoihin, ei vaikutusta pidetä niin voimakkaana kuin olisi voinut olettaa. (Bonaimé, Öztekin & Warr 2014, 197.)

Myös markkinoiden korkotasolla on huomattu olevan vaikutusta takaisinostojen ajankohtaan. Kun Yhdysvaltojen keskuspankki (*Federal Reserve*) laskee korkotasoa, ovat omien osakkeiden takaisinostot kannattavampia kuin muut sijoituskohteet. Alhaisen korkotason vallitessa yhtiön kannattaa tarjota velkakirjoja alhaisella korolla ja käyttää saadut lainavarat omien osakkeiden takaisinostoon. Korotukset korkotasossa voivat johtaa takaisinostojen vähentymiseen. Korkotason nousu tekee velkaperusteisista takaisinostoista kalliimpia ja myös vähemmän houkuttelevampia kuin sijoituksista korkeaa korkoa tuottaviin rahastoihin. Takaisinostojen kritiikki kasvaa, kun yhtiöt tekevät takaisinostoja velkarahalla ja kasvattavat näin yhtiöiden velkataakkaa. (Schneider & Kohlmeyer III 2015, 67–68).

Myös osakkeiden likviditeetillä on havaittu olevan vaikutusta takaisinostojen ajankohtaan. Likvidisyys tarkoittaa osakkeiden kaupankäynnin vilkkautta markkinoilla. Takaisinostot keskittyvät ajalle, jolloin osakkeet ovat likvidejä ja vaihdantakustannukset alhaiset. (Hillert, Maug & Obernberger 2015, 188.) Yhtiön johto yrittää minimoida takaisinosto-ohjelmat, kun osake on epälikvidi (Brockman, Howe & Mortal 2008, 447). Mitä likvidimpi osake on, sitä enemmän tehdään takaisinostoja.

Käytännössä yhtiöillä on pääasiassa neljä erilaista tapaa ostaa takaisin omia osakkeitaan: avomarkkina ostoilmoitus (*Open Market*), yksityistarjous omistajille (*Private Placement*), hollantilainen huutokauppa (*Dutch Auction*) ja neuvottelut suurimpien osakkeiden omistajien kanssa (Brealey, Myers & Allen 2014, 403). Kun yhtiö aikoo ostaa takaisin omia osakkeitaan, yhtiö tekee takaisinostoilmoituksen, jossa yhtiö ilmoittaa, kuinka se aikoo ostaa osakkeitaan takaisin. Suosituin takaisinostotapa on tehdä avomarkkina ostoilmoitus, jossa yhtiö antaa ilmoituksen aikomuksestaan ostaa takaisin yhtiön osakkeita suoraan markkinoilta (Bonaimé, Öztekin & Warr, 2014, 182). Vuosina 2011–2022 kaikkien Yhdysvaltaisten yhtiöiden tekemistä takaisinostoilmoituksista 93 % olivat avomarkkinaostoja (liite 1). Avomarkkina ostoilmoituksissa yhtiö ilmoittaa päivämäärän, jolloin takaisinosto toteutetaan, ja määrän, jonka se aikoo ostaa takaisin. Yhtiön ei tarvitse toteuttaa ilmoittamaansa takaisinostoa (La Monica 2005, 7). Yhtiö voi myös tehdä suoran ostotarjouksen omistajille. Ostotarjous tehdään kiinteän markkinahinnan ylittävään hintaan. Osakkeenomistajat voivat valita hyväksyvätkö he yhtiön tarjouksen vai hylkäävätkö sen.

Hollantilaisessa huutokaupassa huuto aloitetaan korkeimmasta tarjouksesta, jonka jälkeen hinta alenee, kunnes kohde ostetaan. Kohteen ostaminen päättää huutokaupan. Omien osakkeiden takaisinostossa käytetään hollantilaisen huutokaupan mukailtua versiota. Hollantilaisen huutokaupan mukaillussa versiossa yhtiö tarjoaa osakkeita omistajille eri hinnoilla, joilla se on valmis ostamaan osakkeita takaisin. Osakkeenomistajat antavat tarjouksia siitä, kuinka monta osaketta he ovat valmiit myymään kullakin hinnalla. Tämän jälkeen yhtiö laskee saamistaan tarjouksista, mikä on alhaisin hinta, jolla se voi ostaa takaisin haluamansa määrän.

Hollantilainen huutokauppa oli suosittu takaisinostotapa aina 1990-luvulle asti, ja sillä pyrittiin puolustautumaan yrityskauppoja vastaan (Jagannathan, Stephens & Weisbach 2000, 362). Hollantilaisella huutokaupalla ostettiin takaisin omia osakkeitaan 1 % vuosina 2011–2022 (liite 1). Hollantilaisen huutokaupan muunnoksena yhtiö voi tehdä tarjousehdotuksen (*Tender Offer*), jossa yhtiö lähettää osakkeenomistajille pyynnön, jossa yhtiö pyytää omistajia tekemään tarjouksen tietyn aikarajan sisällä halustaan myydä yhtiön osakkeita takaisin yhtiöille. Tarjouksessa näkyy tarjottu määrä ja haluttu hinta. Tämän jälkeen yhtiö valitsee alhaisimman hinnan tarjoukset.

Yhtiö voi myös tehdä suoraan tarjouksen yhtiön suurimmille osakkeiden omistajille ja kysellä näiden mielipidettä takaisinostoista eli tehdä yksityisen tarjouksen vain tietyille osakkeenomistajille. Tällöin pienomistajat jäävät voitonjaon ulkopuolelle, ellei yhtiö jaa myös osinkoa. Toisaalta pienomistajien omistamien osakkeiden arvo on kasvanut, koska yhtiön osakkeita on vähemmän kaupankäynnin kohteena, jolloin pienomistajat voivat saada tulevaisuudessa suuremman osan yhtiön jakamasta voitosta. Tämä ei ole kuitenkaan suosittu takaisinostotapa. Vuosina 2011–2022 vain kaksi prosenttia kaikista takaisinostoilmoituksista olivat vain yksityistarjouksia (liite 1). Lisäksi yhtiö voi tehdä myös sekalaisen tarjouksen (*Mixed Offer*), jossa osa tarjouksesta on yleensä avomarkkinaostoja ja toinen osa yksityistarjous tietyille osakkeenomistajille. Kuten liitteestä 1. nähdään, noin neljä prosenttia takaisinostoilmoituksista on sekalaisia ostotarjouksia.

Yhtiön ei tarvitse kuitenkaan toteuttaa ilmoittamiaan takaisinosto-ohjelmia. Se voi keskeyttää tai perua ne niin halutessaan. Yhtiö voi myös laajentaa jo voimassa olevaa ohjelmaa. Tällöin yhtiön tulee ilmoittaa, mitä ohjelmaa se laajentaa ja millä määrällä. Takaisinosto-ohjelmat voivat kestää vuosia tai olla kertaluonteisia. Yhtiö voi myös tehdä vuodessa useita takaisinosto-ohjelmia. Ohjelmien laajuus riippuu täysin yhtiön halusta jakaa varoja yhtiön omistajille.

2.3 Takaisinostojen vaikutuksia

Yleisimmät syyt takaisinostoihin ovat verotusedut, johdon päätöksen teon joustavuuden kasvaminen, osakkeiden aliarvostus, investoinnit, tuotot ja yrityskaupoilta puolustautuminen (Stunda 2017, 2; Yallapragada 2014, 195). Verotuksen hyötyjä tarkastellaan kahdesta näkökulmasta: yhtiön verorasituksesta ja sijoittajien mahdollisuudesta verosuunnitteluun. Teoreettisesti oletetaan, että rationaaliset sijoittajat suosivat alhaista verotusta. Omien osakkeiden takaisinostojen verotus on yleensä alhaisempaa kuin osinkojen verotus, koska osingot verotetaan tuloverona ja takaisinostot pääomaverona. Sijoittajien verosuunnittelun näkökulmasta osingonjako aiheuttaa välittömän veroseurauksen toisin kuin takaisinostot. Takaisinostoissa sijoittajilla on mahdollisuus valita, myyvätkö he yhtiön osakkeita vai eivät. Takaisinostot eivät aiheuta välittömiä verovaikutuksia, koska osakkeenomistaja ei saa välittömästi osuuttaan voitoista (Dittmar 2000, 334).

Takaisinostot lisäävät johdon päätöksenteon joustavuutta toisin kuin osingonjako. Kun yhtiöt sitoutuvat maksamaan osinkoa, niiden oletetaan maksavan vähintään samansuuruista osinkoa vuosittain. Millerin ja Modiglianin mukaan osinkojen pienentyminen tai maksamatta jättäminen lähettää negatiivisen viestin sijoittajille, minkä vuoksi osingonjako sitoo yhtiön mahdollisuuksia käyttää yhtiön varoja tulevaisuudessa. Takaisinostoissa yhtiö ei sitoudu tekemään uusia takaisinostoja tulevaisuudessa, jolloin johdon päätöksenteko on joustavampaa. (Stunda 2017, 2.)

Useat yhtiöt käyttävät takaisinostoja viestiäkseen markkinoille, että he uskovat osakkeidensa olevan aliarvostettuja markkinoilla. Käsitys voi perustua yhtiöllä olevaan tietoon, joka antaa positiivisemmän kuvan kuin yleisöllä oleva tieto. (Yallapragada 2014, 195.) Alihinnoitteluteoria perustuu ajatukseen, että markkinat toimivat tehottomasti, jolloin sisäpiiritietoa voidaan hyödyntää. Takaisinostot lähettävät vahvan viestin siitä, ettei yhtiö usko markkinoiden hinnoittelevan osaketta oikein. (Schneider & Kohlmeyer III 2015, 71.) Takaisinostoja voidaan pitää myös luottamuksen mittauksena: yhtiö uskoo yhtiöön (Yallapragada 2014, 195).

Investointien yhteyttä takaisinostoihin voidaan tarkastella kannattavuuden ja sitovuuden näkökulmasta. Jos yhtiöllä ei ole positiivisen nettonykyarvon saavia investointimahdolli-

suuksia, kannattaa yhtiön jakaa voitot ulos (Stunda 2017, 2). Säännöllinen voitonjako viestii vahvasta taloudellisesta toiminnasta. Toinen syy, miksi johto suosii takaisinostoja investointien sijasta, liittyy niiden antamaan vapauteen ja joustavuuteen, koska ilmoitettuja takaisinostoja ei tarvitse toteuttaa. Sen sijaan monen miljardin arvoista tuotteen kehitys- ja tutkimustyötä tai toisen yhtiön ostoa ei voida helposti pysäyttää aiheuttamatta merkittäviä tappiota tai sopimusrikkomuksia. Tällöin takaisinosto-ohjelmat ovat yhtiön johdon näkökulmasta vähemmän riskisempiä kuin isot projektit. (Schneider & Kohlmeyer III 2015, 66.) Sijoittajat voivat palkita takaisinostoista, jos he pelkäävät, että muutoin johto käyttäisi varoja kannattamattomiin investointeihin tai yhtiön tai sen hallinnon laajentamiseen (*empire building*) (Brealey, Myers & Allen 2014, 291).

Yhtiöt haluavat näyttää sijoittajille kasvavia tuottoja vuosittain, mutta jos tuotot eivät ole kasvaneet, voidaan takaisinostojen avulla pienentää markkinoilla olevien osakkeiden lukumäärää ja kasvattaa näin sijoittajien saamia osinkoja. Samalla yhtiön EPS-tunnusluku kasvaa nimellisesti ja viestii kannattavuuden kasvusta, minkä uskotaan johtavan osakekurssin nousuun. (Stunda 2017, 2.) On havaittu, etteivät sijoittajat rankaise yhtiötä, joka pääsi kasvutavoitteisiin vain takaisinostojen avulla (Hribar, Jenkins & Johnson 2006, 7). Takaisinostoilla voidaan myös eliminoida alentuneiden tuottojen aiheuttama osakekurssin lasku. Tällöin takaisinostot eivät nosta osakekurssia vaan pitävät sen entisellä tasolla. (Brealey, Myers & Allen 2014, 407.)

Yhtiö, jolla on paljon kassavaroja, on houkutteleva yritysostokohde (Yallapragada 2014, 195). Tällainen yhtiö viestii markkinoille, että sillä on paljon jakamatonta voittoa, joka houkuttelee muita sijoittajia. Yhtiöt eivät tee takaisinostoja pelkästään nostaakseen osakkeidensa arvoa, mutta myös estääkseen mahdolliset yritysvaltauksset (Mohanty & Panda 2011, 54–55). Takaisinostoilla yhtiö pienentää kassavarojaan, markkinoilla olevien yhtiön osakkeiden lukumäärää ja nostaa osakkeen hintaa, mutta lisää samalla konkurssin riskiä. Samalla yhtiö muuttuu vähemmän arvokkaaksi valtauksen kohteeksi. Puolustusstrategiana takaisinostojen tulisi olla tasapainossa havaittujen valtausyritysten ja konkurssiriskin suhteen erityisesti silloin, kun takaisinostot on toteutettu velkarahalla. (Sinha 1991, 233–234.)

Omien osakkeiden takaisinostojen haittoina on havaittu sen vaikutus EPS-tunnusluvun manipulointiin, takaisinostoilmoitusten vaikutuksiin osakekurssiin sekä johdon palkitsemisjärjestelmiin. (Yallapragada 2014, 196.) EPS-tunnusluku kiinnostaa sijoittajia, koska se kertoo yhtiön kannattavuudesta. Yhtiöt ajoittavat usein takaisinostot

ajankohdalle, joka nostaa EPS-tunnuslukua enemmän kuin mitä ennusteet antaisivat ymmärtää. Tällöin EPS-tunnusluku nousee ilman tuottojen todellista kasvua. (Yallapragada 2014, 196). Sen seurauksena yhtiö näyttää markkinoille parempaa tulosta kuin mitä toiminnan tuotto osoittaisi.

Takaisinostoilmoitusten vaikutusta osakkeen kurssiin on vaikea ennustaa. Takaisinostoilmoitusta seuraa yleensä osakekurssin nousu. Kurssi nousee ostopäivään asti, mutta nousu ei ole yleensä pysyvää, ja se voi jopa kääntyä laskuun pitkällä aikavälillä (Stunda 2017, 6). Takaisinostoilmoitukset ajoittuvat myös lähelle vuosikertomuksen julkaisuajankohtaa, jolloin saadaan EPS-tunnusluku ja osakekurssi näyttämään korkeammalta (Yallapragada 2014, 196). Sijoittajat tulkitsevat takaisinostojen antaman informaation epäselväksi merkiksi yhtiön kehityksestä. Yhtiöillä, jotka eivät tehneet takaisinostoja, osakekurssit nousivat ja osakkeiden markkinahintaa pidettiin luotettavana indikaattorina yhtiön arvon kehityksestä. (Stunda 2017, 20–21.)

Lazonick (2014) kritisoi takaisinostojen olevan johdon avulla varallisuuden riistämistä yhtiöltä omistajille, minkä ainut tavoite on osakkeenomistajan varallisuuden maksimointi. Vuosittain takaisinostoihin käytettävä rahamäärä on poissa yrityksen investoinneilta. Yhtiöiden pitkäaikaiset investoinnit tuottavat yhtiöille tuottoja, jotka lisäävät yhtiön kassavaroja ja kasvattavat yhtiön arvoa. Myös Stunda (2017) havaitsi tutkimuksessaan, että takaisinostot vaikuttavat laskevasti osakekurssiin ja vähentävät pitkän aikavälin investointeja. Tutkijan mukaan molemmat tekijät voivat potentiaalisesti vaikuttaa negatiivisesti Yhdysvaltojen talouden kehitykseen ja kasvuun.

Johdon palkitsemisjärjestelmällä on pyritty korjaamaan päämies-agentti-ongelmaa. Päämies-agentti-ongelma pohjautuu Jensenin ja Mecklingin (1976) tutkimukseen. Johdon palkitsemisjärjestelmällä tarkoitetaan pääasiassa johdon osakeoptioita. Johdon osakeoptioilla tarkoitetaan niin johdon kuin työntekijöiden osakeoptioita, jotka oikeuttavat ostamaan osakkeita tämän päivän hinnalla tulevaisuudessa. Päämies-agentti-ongelma kuvaa johdon ja osakkeenomistajan eturistiriitaa. Päämies eli osakkeenomistaja tahtoisi yhtiön ottavan isompia riskejä suurempien voittojen toivossa, kun taas agentti eli ammattijohto haluaisi kasvattaa esimerkiksi yhtiön liikevaihtoa tai hallintoa. Ongelman ratkaisuksi on ehdotettu johdon osakeoptioita. Näin saadaan johtajien etu palvelemaan omistajien etua. (Chang 2014, 174–175.)

Ylimmän johdon osakeoptioilla vaikuttaa olevan yhteys omien osakkeiden takaisinostoon. Ylimmällä johdolla on kannustin tehdä takaisinostoilmoitus, joka nostaa osakekurssia. Osakekurssin noustua he käyttävät osakeoptionsa. Lisäksi merkittävä osa johdon palkkioista on sidottu EPS-tunnusluvun kehitykseen, joka kasvaa automaattisesti takaisinostojen myötä (Schneider & Kohlmeyer III 2015, 66). On laajasti todisteita siitä, että johto käyttää sisäpiiritietoa myydessään omia osakkeitaan. Sisäpiirikaupan määrä on jossain yhtiöissä jopa kymmeniä miljardeja dollareita. (Fried 2014, 801.) Monet yhtiöt käyttävät takaisinostettuja osakkeita johdon osakeoptioina (Scheider & Kohlmeyer III 2015, 6). Takaisinostot ja jo niiden ilmoitukset nostavat osakekurssia. Tällöin johto, joka myös päättää takaisinostojen toteutuksesta, voi hyödyntää osakeoptionsa ja saada korkeamman tuoton. Tällöin johdolla voi olla intressiä nostaa takaisinostojen avulla osakkeiden arvoa tilapäisesti markkinoilla. Tätä SEC ei pysty havaitsemaan. (Bebchuk & Fried 2004, 251.) Bedchuk ja Fried (2004, 184) ovat tutkimuksissaan havainneet, että johto, jonka palkat ovat suoraan sidottu osakkeiden hintoihin tekevät todennäköisemmin osakkeen hinnan manipulointia. He ovat löytäneet myös todisteita siitä, että johto manipuloi osakehintoja ja väärentää tuottoja hyötyäkseen optioistaan.

Myös Bhargavan (2010) havaitsi, että takaisinostot olivat lisääntyneet johdon osakeoptioiden myötä. Takaisinostot vähentävät yhtiöiden käytettävissä olevia kassavaroja, jolloin investoinnit ja kehitys- ja tutkimustyö vähentyvät. Bhargava ehdottaa tämän vuoksi takaisinostojen verotuksen muuttamista siten, että verohyöty poistuisi. Myös Griffin ja Zhu (2010) puolestaan totesivat, että johdon osakeoptiot selittävät takaisinostojen määrän kasvua. (Bhargava 2010, 655). Toisaalta Baker ja Wurgler (2004) havaitsivat, etteivät verotukselliset edut vaikuta sijoittajien eli omistajien päätökseen voitonjakopolitiikasta. Myöhemmässä tutkimuksessaan Bhargava (2011) on luopunut ehdotuksestaan verotuksen muuttamiseksi. Tutkija ehdottaakin, että tulisi luopua kokonaan johdon osakeoptioista ja kasvattaa mieluummin johdon peruspalkkaa.

Lazonick ja O'Sullivan (2014) selittävät, kuinka takaisinostojen ja johdon palkkioiden yhteys muodostuu. Ensiksi takaisinostot mahdollistavat kasvun johdon palkkioissa. Toiseksi päämies-agentti-teorian ratkaisuksi ehdotettujen johdon osakeoptioiden myötä johdon ja omistajien intressit ovat yhteiset. Kolmanneksi johdolla on oikeus päättää takaisinostojen suuruudesta ja ajankohdasta, eikä takaisinostoja luokitella osakekurssin manipulaatioksi. Tällöin johto pystyy maksimoimaan hyötynsä osakeoptioista. Viimeisenä, koska johdon omien henkilökohtaisten intressien tavoittelu on yhdenmukaista

yhtiön omistajien intressien kanssa, voidaan sanoa yhtiön tavoitteen voiton maksimoinnista toteutuvan. Tämän seurauksena yhtiön investointeihin käytettävissä olevat kassavarat ovat vähentyneet.

Samalla kuin yhtiöiden voitonjako on kasvanut, on myös niiden tuottavuus kasvanut, mutta työntekijöiden palkat ovat kasvaneet suhteessa paljon hitaammin ja osittain pysyneet kokonaan muuttumattomina (Lazonick & Shin 2020, 1–3). Vuoden 2008 talouskriisiä seuranneet yhtiöiden ennätyselliset voitonjakovuodet 2014–2015 nostivat paljon kritiikkiä mediassa takaisinostojä kohtaan. Kritiikki kohdistui muun muassa kasvaneisiin tuloeroihin, yhtiöiden varojen jakamisiin pienelle omistajapiirille ja työntekijöiden palkkojen stagnaatioon.

Kasvaneen kritiikin myötä vuoden 2016 demokraattien presidenttiehdokkuutta hakeva Hillary Clinton vaatii takaisinostoihin lisää läpinäkyvyyttä, päivittäistä ilmoittamista yhtiöiden toteuttamista takaisinostoista, osakeoptioita pidettäväksi hallussa pidempään kuin nykyisen vuoden verran ja verotuksen muuttamista kannustamaan yhtiöitä huomioimaan pitkän ajan intressit lyhyen ajan intressien sijaan. Lisäksi Clinton argumentoi, että yhtiöt toteuttavat takaisinostojä palvelukseksi aktivistisijoittajien intressejä, jolloin takaisinostot toteutetaan vaarantaen yhtiöiden pitkäaikaiset investoinnit. (Allen 2015.) Aktivistisijoittajalla tarkoitetaan yleensä sijoitukseen erikoistunutta hedge-rahastoa, joka ostaa merkittävän vähemmistöosuuden yhtiön osakkeista ja pyrkii muuttamaan, miten yhtiön taloutta hoidetaan. Clintonin kritiikkiä pidettiin kuitenkin riittämättömänä ja vaadittiin takaisinostojen kieltämistä kokonaan. Esimerkiksi osakeoptioiden pitämällä yli vuoden ajan ei todennäköisesti ole mitään vaikutusta, sillä takaisinostojä toteutetaan vuosittain ja jokainen takaisinosto nostaa osakkeen kurssia. Ongelmana on, että sijoittajat käyttävät yhtiön varojä toteuttaakseen takaisinostojä vuosittain, jotta yhtiön kurssi nousisi mahdollisimman korkeaksi. Kun kurssi nousee tavoitehintaan, myyvät he osakkeensa. (Lazonick 2015.)

Vuonna 2018 SEC:n komissaari Robert J. Jackson Jr. antoi lausunnon, jossa hän totesi, että merkittävä määrä yhtiöiden johdosta käyttää takaisinostojä rahastaakseen osakeoptioitansa. SEC:n tekemässä tutkimuksessa havaittiin, että noin puolella kaikista takaisinostoista, joita SEC tutki, vähintään yksi johtaja myi osakkeensa takaisinostoilmoitusta seuranneena kuukautena. Lisäksi takaisinostoilmoitusta seuraavan kahdeksan päivän aikana yhtiön sisäpiiriin kuuluneet myivät osakkeitaan todennäköisemmin kuin normaalina päivänä. Myös osakkeiden myyntimäärät kasvoivat takaisinostoilmoitusta

seuranneina päivinä. Jackson Jr. vaati SEC:n sääntöjen tiukentamista ja sääntöjen tulisi kannustaa johtoa pitämään, eikä myymään, yhtiön osakkeita sekä keskittymään pitkän ajan arvonluontiin. Lisäksi erityistä huomioita tulisi kiinnittää siihen, kuinka johdon palkitsemisjärjestelmät hyödyntävät takaisinostoja. (Jackson Jr. 2018.)

Elokuussa vuonna 2018 senaattori Elizabeth Warren esitteli lakiehdotuksen (*Accountable Capitalism Act*) talouden epäoikeudenmukaisuuksien korjaamiseksi. Lailla olisi pyritty korjaamaan tuloerojen kasvua, jonka pohjimmaiseksi syyksi tunnistettiin osakkeenomistajien voiton maksimointi. Laissa olisi rajoitettu takaisinostoja ja kannustettu yhtiöitä keskittymään pitkän ajan tavoitteisiin. Erityistä huomiota kiinnitettiin johdon palkitsemiseen ja johdon osakeoptioihin. Jos johto on saanut yhtiön osakkeita palkkiona, johto ei saisi myydä osakkeitaan seuraavaan 5 vuoteen tai 3 vuoteen takaisinostojen toteuttamisen jälkeen.

Vuonna 2019 senaattorit Chuck Schumer ja Bernie Sanders ilmoittivat New York Timesin mielipidekirjoituksessa aikeestaan esitellä lakiehdotuksen, joka kieltäisi takaisinostot kokonaan, elleivät yhtiöt investoi yhteisöön ja työntekijöihin sekä laajenna työntekijöiden oikeuksia. Perusteluina he esittivät, etteivät takaisinostot hyödytä suurinta osaa amerikkalaisista, sillä 85 % prosenttia kaikista Yhdysvalloissa listattujen yhtiöiden osakkeista omistaa 10 % rikkaimmista talouksista. Samaan aikaan kun yhtiöiden voitonjako jatkaa kasvamistaan, ovat palkkojen mediaanit pysyneet muuttumattomina. (Schumer & Sanders 2019). Samana vuonna 2019 senaattori Tammy Baldwin esitteli uudelleen lakiehdotuksen (*Reward Work Act*), joka kieltäisi kokonaan avomarkkinatakasinosotot. Laki tulisi kumoamaan SEC:n säännön 10b-18. Senaattori Baldwin esitteli vuonna 2020 uuden lakiehdotuksen, joka kieltäisi takaisinostoja yli miljardilla dollarilla tehneitä yhtiöitä hakemasta hallituksen tukia viiden vuoden aikana takaisinostojen tekemisestä. (Baldwin 2020.) Huoli työntekijöiden palkoista ei ole aiheeton, sillä samaan aikaan kun S&P 500 yhtiöiden johtajien palkat jatkoivat kasvamistaan vuonna 2021, työntekijöiden inflaatioilla korjattu reaali-palkka laski 2,4 %².

Vuoden 2021 joulukuussa SEC antoi lehdistötiedotteen, jossa se ehdottaa muutoksia takaisinostoihin ja niiden ilmoittamiseen. Perusteluina tiukennuksiin SEC ilmoitti, että takaisinostoista on tullut merkittävä tapa palauttaa yhtiön pääomaa sijoittajille. Muutos-ehdotus laajentaisi jo olemassa olevaa sääntöä 10b-18. Yhtiön, joka tekee takaisinostoja,

² AFL-CIO, [Executive Paywatch | AFL-CIO \(aflcio.org\)](#) Haettu 19.11.2022

tulisi antaa perustelut takaisinostoille ja niiden tavoitteille. Lisäksi tulisi ilmoittaa, miten yhtiö päätyi takaisinostettavien osakkeiden määrään, ja mitä linjauksia yhtiö on tehnyt koskien yhtiön johtoa ja sen osakeoptioiden lunastamista takaisinosto-ohjelmien aikana. (SEC 2021.)

Vuonna 2021 toteutuneet takaisinostot olivat 882 miljardia ja niiden odotetaan ylittävän biljoona dollaria vuonna 2022. Tämän vuoksi presidentti Bidenin hallitus alkoi käsittelemään lakiehdotusta, joka rajoittaa yhtiöiden johtoa myymästä yhtiön osakkeita kolmeen vuoteen takaisinosto-ohjelman julkaisusta. Vuoden 2022 elokuussa presidentti Biden allekirjoitti lain (*Inflation Reduction Act*), joka asettaa yhden prosentin veron yhtiön tekemiin omien osakkeiden takaisinostoihin. Toiveena olisi, että asetettu vero hillitsisi yhtiöiden tekemiä takaisinostoja, mutta todennäköisesti tällä tuskin on mitään vaikutusta (Foley 2022). Aikaisempi kongressin ehdotus oli kahden prosentin vero toteutuneille takaisinostoille. CNBC:n talousjohtajille tekemän kyselyn mukaan 55 % talousjohtajista totesi, että veron seurauksena yhtiö ostaisi vähemmän omia osakkeitaan tulevaisuudessa, kun taas 40 % totesi, ettei kahden prosentin verolla ole mitään vaikutusta (Rosenbaum 2022). Talousjohtajat eivät olleet erityisen huolissaan takaisinostojen verotuksen vaikutuksista. Kuitenkin SEC:n entinen puheenjohtaja Jay Clayton pitää asetettua veroa huolestuttavana. Yhden prosentin vero kohdistuu suoraan vapaan pääoman liikkumiseen periaatteeseen, joka on ollut yksi Yhdysvaltojen talouden tärkeimmistä ominaisuuksista. Clayton argumentoi, että Yhdysvaltojen johtoasema pääoman kasvattamisessa maailmassa on perustunut pääoman virtaamiseen uusiin asioihin sekä uusiin ideoihin. Clayton on huolissaan kaikesta, mikä hidastaa vapaan pääoman liikkumista. (Rosenbaum 2022.)

3. Takaisinostojen kriittinen tarkastelu

3.1 Tieteellinen väittely

Takaisinostojen kritiikki kohdistuu pääasiassa niiden kasvaneeseen määrään ja niiden osuuteen yhtiöiden nettotuloista sekä johdon osakeoptioiden hyödyntämiseen. Tähän kritiikkiin Fried ja Wang (2019) ovat vastanneet tutkimalla S&P 500 yhtiöitä ja niiden

voitonjakoa, osakeanteja sekä investointeja vuosina 2007–2016. He havaitsivat, että tänä aikana yhtiöt jakoivat voittoa yhteensä seitsemän biljoonan dollarin edestä, josta 4,2 biljoonaa dollaria käytettiin takaisinostoihin ja 2,8 biljoonaa dollaria osinkoihin. Tämä oli 96 % yhtiöiden nettotuloista. Voitonjaon lisäksi yhtiöt tekivät osakeanteja 3,7 biljoonan dollarin verran. (Fried & Wang 2019, 209.) Tutkimuksen tuloksista he toteavat, että on vähän todisteita siitä, että korkea voitonjako tuhoaisi yhtiöitä tai estäisi yhtiöiden kykyä tehdä pitkäaikaisia investointeja (Fried & Wang 2019, 210).

Fried ja Wang (2019) argumentoivat, että voitonjako ja nettotulo eivät ole hyviä mittareita kertomaan yhtiöiden varojen käytöstä. Omistajien voitonjako ei kerro yhtiön pääomien liikkeistä eivätkä nettotulot havainnoi investointiin käytettäviä todellisia rahamääriä (Fried & Wang 2019, 224–225). Voitonjako ei sisällä tietoa osakeannista (Fried ja Wang 2019, 211). Nettotulo on puolestaan saatu, kun siitä on jo vähennetty investoinnit sekä tutkimus- ja kehittämismenot, jotka ovat luonteeltaan tulevaisuuteen katsovia (Fried ja Wang 2019, 225).

Tilalle he ehdottavat nettovoitonjakoa ja tutkimus- ja kehittämismenoilla korjattua nettotuloa. Nettovoitonjako lasketaan vähentämällä osingoista ja takaisinostoista osakeanti (Fried & Wang 2019, 212). Osakeanti jaetaan suoraan ja epäsuoraan osakeantiin. Suora osakeanti on yhtiön tekemä osakeanti eli yhtiö laskee markkinoille liikkeelle uusia osakkeita. Epäsuoralla osakeannilla tarkoitetaan yhtiön osakkeita, joita yhtiö voi käyttää työntekijöiden palkitsemisjärjestelmissä, esimerkiksi osakeoptiot tai lahjoittamalla yhtiön osakkeita, sekä osakkeita, joita yhtiö käyttää yrityskaupoissa (Fried & Wang 2019, 214).

Tutkimus- ja kehittämismenoilla korjattu nettotulo saadaan lisäämällä nettotuloon tutkimus- ja kehittämismenot eliminoituna verovaikutuksilla (Fried & Wang 2019, 225). Tutkijoiden mukaan tämä antaa paremman kuvan yhtiöiden käyttämistä rahavirroista ja siitä, mikä on voitonjaon ja investointien suhde. Kun käytetään nettovoitonjakoa ja tutkimus- ja kehittämismenoilla korjattua nettotuloa saadaan selville, että yhtiöiden nettovoitonjako oli 33 % tutkimus- ja kehittämismenoilla korjatusta nettotulosta (Fried ja Wang 2019, 225). Tämä tunnusluku antaa paljon maltillisemman kuvan yhtiön voitonjaosta kuin alkuperäinen 96 %. Kun katsotaan yhtiöiden tekemien investointien määrää vuosina 2007–2016, havaitaan että investointien määrä on kasvanut. Tämä tarkoittaa, että yhtiöillä ei ole ollut suotuisia ja kannattavia investointikohteita vaan niiden kannatti jakaa ylimääräiset kassavarat voitonjakoina omistajille. (Fried & Wang 2018, 227.)

Tutkijat argumentoivat, ettei korkea voitonjako ole ongelma, koska yhtiöt voivat aina tehdä uuden osakeannin ja näin kerätä varoja, joilla tehdä investointeja tai palkan maksuja työntekijöille (Fried & Wang 2019, 228). Omistajille jaetut voitot eivät katoa taloudesta, vaan omistajat voivat sijoittaa voittonsa muihin yrityksiin, joko listattuihin tai yksityisiin. Nämä S&P 500 ulkopuoliset yhtiöt työllistävät noin 70 % Yhdysvaltojen työntekijöistä sekä investoivat ja innovoivat paljon, mikä on oleellista talouden toimivuuden kannalta. (Fried & Wang 2019, 229.) Näistä syistä Fried ja Wang (2019) eivät usko korkean voitonjaon vaarantavan yritysten tulevaisuutta, johtuvan lyhyen aikavälin voitontavoittelusta tai kvartaalitalouden vahingoittavan yritysten pitkäaikaista kannattavuutta.

Fried ja Wang (2021) toistivat vuoden 2019 tutkimuksen Euroopan markkinoilla tutkien eurooppalaisia listattuja yhtiöitä vuosina 1992–2019. Yhtiöitä oli noin 69 000 ja niitä oli 27 maasta. Yhtiöt jakoivat voittoa 3,2 biljoonan euron edestä käyttäen 676 miljardia euroa takaisinostoihin ja 2,5 biljoonaa euroa osinkoihin (Fried & Wang 2021, 391). Tutkimuksessa ei havaittu, että investoinnit olisivat romahtaneet Euroopassa, vaikka voitonjako on kasvanut vuosittain (Fried & Wang 2021, 409). Tutkijat eivät myöskään löytäneet mitään syytä olla huolissaan kvartaalitaloudesta tai lyhyen ajan voitontavoittelusta (Fried & Wang 2021, 410). Euroopassa on ollut paljon maltillisempaa voitonjakoa kuin Yhdysvalloissa, ja eurooppalaiset yhtiöt ovat pitäneet taseessaan enemmän kassavaroja. Suurten eurooppalaisten yhtiöiden voitot on saatettu uudelleen sijoittaa pieniin yhtiöihin ja täten parantaa työllisyyttä. Toisaalta Euroopassa on tehty vähemmän investointeja ja innovaatioita kuin Yhdysvalloissa. Euroopassa otetaan vähemmän riskiä, maiden välillä on erilaista sääntelyä sekä kulttuuri ja kielierot selittävät näitä eroa. Tutkijat eivät usko että, näitä ongelmia voitaisiin korjata voitonjaon sääntelyllä. (Fried & Wang 2021, 410–411.)

Fried ja Wang (2021) eivät kiinnittäneet erityistä huomiota Euroopan maiden lainsäädäntöön ja sen maakohtaisiin eroihin koskien voitonjakoa, yhtiömuotoa tai sitä, ettei Euroopan unioni ole harmonisoinut tuloverotusta. Nämä tekijät vaikuttavat siihen, kuinka ja missä määrin eurooppalaiset yhtiöt jakavat voittoja. Euroopan unionin direktiivi takaisinostoista (2003/6/EY) säätelee takaisinostoja myös talouden vakauttamisen näkökulmasta eikä puhtaasta voitonjaon näkökulmasta niin kuin Yhdysvaltojen lainsäädäntö. Myös takaisinostojen toteuttamisesta on säädetty eri tavoin eri Euroopan unionin jäsenvaltioissa. Kuitenkin listattujen yhtiöiden kasvanut voitonjako ja erityisesti omien

osakkeiden takaisinostot ovat joutuneet viime aikoina kritiikin kohteeksi. Niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassa akateemikot ja instituutiot ovat ehdottaneet takaisinostojen rajoittamista tai kokonaan kieltämistä. Syynä on yhtiöiden lyhyen ajan voitontavoittelu työntekijöiden ja yhteiskunnan kustannuksella. Perusteluna esitetään kasvaneita tuloeroja ja omistajien voitonjakoa. (Fried & Wang 2021, 390; Zelen 2022, 304–305.)

Muistiossaan Joshua Zelen (2022) tarkastelee keskustelua takaisinostojen mahdollisesta vaikutuksesta kasvavaan talouden epätasa-arvoon ja mitä vaikutuksia sääntelyn muutoksilla olisi. Vedoten Friedin ja Wangin (2019) tutkimuksen tuloksiin Zelen (2022) argumentoi, että yhteys kasvavan epätasa-arvon ja takaisinostojen välillä on kyseenalainen. Tärkeämpää olisi keskittyä estämään yhtiöiden johtoa hyötymästä takaisinostohjelmista käyttäen sisäpiiritietoa ja turvaamaan yhtiöiden omistajien informaation saanti sekä omistajien aseman säilyttäminen. (Zelen 2022, 326.) Myös takaisinostoja puolustavat myöntävät, että takaisinostot ovat johtaneet johdon ongelmalliseen käyttäytymiseen, mutta ongelma ei ole takaisinostojen säätelemättömyys vaan johdon kasvanut valta. Ratkaisuna ehdotetaan osakkeenomistajien vallan kasvattamista (muun muassa Fried & Wang 2019; Zelen 2022).

Friedin ja Wangin (2019) korkean voitonjaon puolustukseen Lazonick ja Shin (2020) vastaavat tutkimus- ja kehitystyön, velanoton, osakeannin, osakeperusteisen palkkajärjestelmän, yrityskauppojen sekä startup-yritysten näkökulmasta. Niin takaisinostoja puolustavat kuin vastustavat ovat samaa mieltä siitä, että amerikkalaiset suuryhtiöt jakavat voittona yli 90 % nettotuloistaan. Voitonjakoa puolustavat argumentoivat, että yrityksen varoja allokoivat paremmin yhtiön omistajat kuin johto, kun taas vastustajat esittävät, että korkea voitonjako vaarantaa yhtiön pitkäaikaisen tulevaisuuden ja varoja tulisi uudelleen sijoittaa yhtiöön.

Investoinnit ja tutkimus- ja kehittämismenot ovat kasvaneet S&P 500 yhtiöissä samaan aikaan kuin voitonjako. Nettotuloista on jo vähennetty tutkimus- ja kehitysmenot, jolloin korkea voitonjako johtuu enemminkin siitä, ettei yhtiöillä ole kannattavia sijoituskohteita. (Fried & Wang 2019, 226–227.) S&P 500 yhtiöiden aineiston tarkemmin läpikäynti osoittaa ongelman teoriassa. Yhdysvalloissa investointeja tapahtui pääasiassa vain kolmella alalla: ICT, lääketeollisuus sekä ilmakehä ja avaruus -alalla. Kun tarkastellaan S&P 500 indeksiä vuonna 2016, yhtiöt olivat raportoineet 250,4 miljardia tutkimus- ja kehittämismenoja vuodelle 2015. Vain 211 yhtiöllä oli näitä kustannuksia ja loppuilla 289

yhtiöillä ei ollut. Kaikki tarkastellussa mukana olleet yhtiöt, joilla oli tutkimus- ja kehittämismenoja, eivät tehneet ollenkaan takaisinostoja tai osingon jakoa. (Lazonick & Shin 2020, 181.)

Pelkästään korkeat tutkimis- ja kehittämismenot eivät takaa innovaatioiden syntymistä, jolloin pelkkä investoiminen tutkimus ja kehittämismenoihin ei yksin riitä elleivät sosiaaliset ehdot ole kunnossa. Kun yrityksen strateginen kontrolli on yhtiön johdon ja aktivisti osakkeenomistajien käsissä ei johdolla ole kannustimia tai kyvykkyyttä investoida innovaatioihin, jolloin voimme olettaa, että tutkimus- ja kehittämismenoihin kasvattaminen on turhaa. Lisäksi, jos resursseja allokoidaan näitä sosiaalisia ehtoja heikentävästi esim. takaisinostoihin, heikentää se mahdollisuutta innovoida. Lopuksi vaikka paljon takaisinostoja tekevä yhtiöllä olisi korkeat tutkimus- ja kehittämismenot, on tämä enemmänkin viesti osakemarkkinoille, että yhtiö olisi korkean teknologian yhtiö, vaikka se ei olisi tehnyt mitään merkittäviä innovaatioita vuosikausiin. (Lazonick & Shin 2020, 182.)

Ajatukseen yhtiön pääomarakenteen muuttamisesta tekemällä takaisinostoja ja tämän jälkeen yhtiön investointien, innovointien ja korkeiden palkkojen rahoittamista velkarahalla Lazonick ja Shin (2020) huomauttavat, ettei velanotto perinteisesti toimi näin. Perinteisesti kun yhtiö ottaa velkaa investoidakseen tuotantokapasiteettiinsa, velan vakuutena käytetään yhtiön aikaisempia tuottoja. Mutta tämä ei ole mahdollista nyt, koska aikaisemmat tuotot on käytetty takaisinostoihin. Innovaatiot sisältävät tuotannon kehittämisen ja hyödyntämisen teknologian, markkinoiden ja kilpailun epävarmuuksien edessä. Koska voitoista ei ole takeita, täytyy yhtiön olla varovainen velanoton suhteen, jotta ei syntyisi kassavirtaongelmia tai ettei yhtiö joudu konkurssiin. (Lazonick & Shin 2020, 171.)

Yhtiöiden on kuitenkin mahdollista ottaa velkaa ja käyttää tätä velkarahaa tehdäkseen takaisinostoja nyt tai myöhemmin tulevaisuudessa. Takaisinostot ajoittuvat nousukursien aikaan ja yhtiöt kilpailevat keskenään manipuloiden osakekurssejaan. Yhtiöiden menestymistä mitataan EPS- tunnusluvulla, jota takaisinostot nostavat, joten kvartaalin tavoitelukuun on helpompi päästä takaisinostojen avulla. Jotta takaisinostot voidaan toteuttaa otollisella hetkellä, yhtiöt tarvitsevat paljon kassavaroja. SEC:n sääntö 10b-18 sallii ettei yhtiön tarvitse raportoida tarkkoja päiviä, milloin se tekee takaisinostot, jolloin manipulaation laajuutta on vaikea tutkia. (Lazonick ja Shin 171–172.)

Fried ja Wang (2019) esittävät osakeannin ratkaisevan yhtiön rahoitusongelmat. Osakeannin avulla voidaan kerätä käteistä, hankkia varallisuutta ja maksaa työntekijöille (Fried & Wang 2019, 228). Vuosina 2006–2007, eli ennen finanssikriisiä, monet näistä suurista pankeista olivat tehneet takaisinostoja: Citigroup teki takaisinostoja, ja se tarvitsi Abu Dhabi Investment Authority:lta melkein vastaavan summan 7,5 miljardia dollaria sijoituksen, Merrill Lynch osti takaisin osakkeilta 14 miljardilla dollarilla ja vuonna 2008 se joutui myymään osakkeitaan 12,9 % eli 9 miljardilla ulkomaisille sijoittajille, Morgan Stanley teki yli 7 miljardilla takaisin ostoja ja joutui myymään omistuksestaan 9,9 % Kiinalle (ja nyt se on joutunut yrityskauppojen kohteeksi) ja Lehman Brothers teki takaisin ostoja 5 miljardilla dollarilla ja ajautui konkurssiin. Myös Amerikan veronmaksajat ovat maksaneet hintaa takaisinostoista. Yhdysvaltain hallitus pelasti Bear Stearnsin ottamalla sen riskiset varat haltuunsa 29 miljardin edestä. Bear Stearns oli tehnyt takaisin ostoja 2003–2007 noin 6 miljardin edestä. Samoin Fannie May ja Freddie Mack, hallinnon sponsoroimat kiinteistölainayhtiöt, olivat tehneet takaisinostoja vuoden 2003 jälkeen 10 miljardin dollarin edestä. (Lazonick 2008; Lazonick & Shin 2020, 174)

Tämän jälkeen, kun pankit olivat myyneet osakkeitaan ensin ulkomaisille sijoittajille ja sitten Yhdysvaltain hallitukselle, Yhdysvaltojen kongressi teki TARP pelastusohjelman (*The Troubled Asset Relief Program*), jonka seurauksen pankit tekivät lisää osakeanteja. Pankit olivat ajautumassa konkurssiin takaisinostojen eivätkä investointien tai korkeiden palkkojen takia. TARP pelastusohjelmassa Yhdysvallat ostivat 18 yhtiön pääomaa 266 miljardin edestä. Tästä 160 miljardia jakautui siten, että Citibank ja Bank of America kumpikin saivat 45 miljardia, JP Morgan Chase ja Wells Fargo saivat 25 miljardia dollaria, Goldman Sachs ja Morgan Stanley kumpikin puolestaan saivat 10 miljardia dollaria. Nämä kuusi pankkia olivat tehneet takaisinostoja 1998-2007 yhteensä 211 miljardin dollarin edestä ja osinkoa ne olivat jakaneet 182 miljardin dollarin verran. (Lazonick & Shin 2020, 175.) Korkea voitonjako on rikastuttanut yhtiöiden omistajia eivätkä varat menneet innovointeihin tai korkeisiin palkkoihin. Lisäksi monissa tapauksissa takaisinostojen maksumiehiksi ovat joutuneet veronmaksajat. (Lazonick & Shin 2020, 178).

On harvinaista, että jo listattu yhtiö kerätäkseen varoja tekisi uuden osakeannin Yhdysvalloissa (Lazonick ja Shin 202, 173). Suurin osa yhtiöiden osakeanneilla saadusta S&P 500 yhtiöiden varoista eivät tulleet julkisista osakeanneista vaan työntekijöiden osakeoptioista tai työntekijöiden osakkeidenosto-ohjelmista. Yleensä työntekijät voivat

ostaa osakkeita 85 prosentilla niiden markkina-arvosta tehden tästä yhtiön näkökannalta tehottaman pääoman keräämisstrategian. (Lazonick & Shin 2020, 178.) Takaisinostettujen osakkeiden määrät ovat moninkertaisia osakeoptioiden määrään, ja lisäksi yhtiöt tekevät takaisinostoja silloin kun osakekurssit ovat korkeita tehden tällaisesta työntekijöiden palkkajärjestelmästä todella kallista. (Lazonick ja Shin 2020, 180.) On myös huomattava, että vain osa työntekijöistä kuuluu osakeoptioiden ja osakkeenosto-ohjelmien piiriin. Yleensä johto, joka voi päättää takaisinostoista, saa osakeoptioita, jolloin he hyötyvät henkilökohtaisesti takaisinostojen aiheuttamasta kurssinoususta.

Fried ja Wang (2019) argumentoivat, että nettovoitonjako antaa vähän informaatioita siitä, kuinka tällainen pääoman virtaus kertoo julkisesti noteerattujen yhtiöiden taloudellisesta kyvykkyydestä, koska yhtiöt voivat aina laittaa liikkeelle lisää osakkeita. Yhtiöt voivat aina tehdä uuden osakeannin saadakseen käteistä, kerätäkseen varallisuutta tai maksaakseen työntekijöilleen. Joten, jos yhtiöllä on kannattava investointikohde, mutta vähän varoja, se pystyy aina löytämään rahoituksen esim. osakeannilla. Niin kauan kuin yhtiö pystyy laskemaan liikkeelle osakkeita, vaikka tämä pienentäisi osakkeenomistajien saamaa voittoa, ei voitonjako pysty vaikuttamaan yhtiön kykyyn investoida, innovoida tai kasvaa. (Fried & Wang 2019, 228–229.) Uuden osakeannin tekeminen aina, kun yhtiö tarvitsee rahoitusta innovaatioihin, investointeihin ja korkeampiin palkkoihin, on yllättävä argumentti agenttiteorian näkökulmasta, koska johto ei agenttiteorian mukaan pysty allokoimaan varoja tehokkaasti.

Friedin ja Wangin argumentoinnissa heijastuvat uusklassisten taloustieteilijöiden argumentti siitä, että ainut mikä merkitsee talouden suorituskyvyssä, on pääoman vapaa liikkuminen. Uusklassisilta taloustieteilijöiltä kuitenkin puuttuu teoria arvoa luovasta yrityksestä, jolloin he eivät kykene selittämään arvonluontiprosessia tai sitä, miten nämä kaikkein tehokkaimmat pääomien käyttötarkoitukset mitataan. Ajatus, että pääoman liikkuminen on tärkeämpää kuin pääoman sitoutuminen, on johtanut talouden kehittymiseen lyhytaikaisidonnaiseksi ja kvartaalitaloudeksi. (Lazonick ja Shin 2020, 170.)

Yhtiöt, jotka ovat käyttäneet osakkeitaan vakuutena yrityskaupoissa ja myöhemmin tehneet massiivisia takaisinostoja, ovat ennemminkin tuhonneet yhtiön kuin luoneet arvoa. Ei ole syytä olettaa, että kaikki yrityskaupat tuottaisivat arvoa, johtaisivat innovaatioihin tai korkeampiin palkkoihin. Esimerkiksi Hewlett-Packard osti englantilaisen Autonomy teknologia yhtiön 2011 ja Microsoft suomalaisen Nokian 2013. Hewlett-Packard ilmoitti

vuonna 2012 yrityskaupan johtaneen 8,8 miljardin dollarin tappioihin, kun taas vuonna 2016 Microsoftin Nokian kauppaa johti irtisanomisiin ja kahdeksan miljardin dollarin menetyksiin. Yhtiöt voivat käyttää osakkeitaan yrityskaupoissa, mutta tämä ei ole irrallista yhtiön muusta varojen käytöstä eikä kaikki yrityskaupat johda innovaatioihin tai korkeampiin palkkoihin. (Lazonick ja Shin 2020, 183–184.) Ennen kuin Microsoft osti Nokian, Nokia oli toteuttanut 18,7 miljardin takaisinosto-ohjelman vuosina 2003–2008, mikä oli melkein kolminkertaisesti yhtiön markkina-arvon vuonna 2012 (Hämäläinen 2012).

Fried ja Wang (2019, 229) olettavat, että voitonjaon jälkeen omistajat sijoittavat saamiaan voittoja uudelleen, ja näin varat säilyvät hyötykäytössä talouden näkökulmasta. Väite on täysin mahdollinen, vaikka väitteen tueksi ei esitetä mitään empiirisiä todisteita. Tutkijat William Lazonick, Mustafa Erdem Sakinç ja Öner Tulum ovat havainneet ilmiön, jossa biolääketieteelliset yhtiöt, joilla ei ole tuotteita edes kehityksessä, listautuvat pörssiin ja ostavat omia osakkeitaan takaisin, mikä mahdollistaa osakkeiden spekuloinnin ja manipuloinnin, minkä seurauksena johto, johtoryhmä, hedge-rahastot ja yksityiset sijoittajat (*venture capitalist*) tekevät suuria voittoja (Lazonick & Shin 2020, 186). Ei myöskään ei ole todisteita siitä, että aktivisti osakkeenomistajien osakkeiden ostaminen ja myyminen niissä yhtiöissä, jotka tekevät massiivisia voitonjakoja, johtaisi minkäänlaiseen uusien yritysten kehittämiseen. Toisaalta on paljon todisteita siitä, että aktivistien toiminta kasvattaa heidän henkilökohtaista omaisuuttaan repimällä olemassa olevia yhtiöitä hajalle ja auttamalla luomaan suuria kuiluja arvon luojien ja siitä hyötyjien välille. Tästä on tullut pysyvä ominaispiirre Amerikan tasapainottomaan ja epätasaarvoiseen talouteen. (Lazonick & Shin 2020, 186.) Mitä volatiivisempi Yhdysvaltojen talous on, sitä isompia voittoja aktivistisijoittajat saavat, kun perinteiset osakesijoittajat kantavat todennäköisesti tappiot (Johnson & Ablan 2013).

Jos agenttiteoreetikoilla on jotain teoreettista pohjaa, johon he voivat oman teoriansa rakentaa, niin se on täydellisen kilpailun markkinat, jossa markkinat eivätkä yritykset allokoivat resursseja. Ilman arvonluontiteoriaa, on kyseenalaista, kuinka voidaan arvioida rahavarojen tehokasta allokoointia. (Lazonick & Shin 2020, 189.) Jensen argumentoi 1993 puheessaan (*The Modern Industrial Revolution Exit and the Failure of Internal Control Systems*), että yhtiöiden pitäisi lakkauttaa nykyiset investoinnit ja pitäytyä tekemästä investointeja. Jensen (1993, 833) tulkitsee, että yllä mainittu on sama mitä Joseph Schumpeter tarkoittaa luovalla tuholla, vaikka Schumpeter puhui markkinoille pääsyn

helpottamisesta ja siitä kuinka pienet innovoivat yritykset tuhoavat vanhat hitaat yritykset. Ymmärtääkseen markkinoille pääsyä tarvitaan teoriaa innovatiivisesta yrityksestä, joka agenttiteoreetikoilta puuttuu. (Lazonick & Shin 2020, 189–190.)

3.2 Perinteinen yritysteoria

Osakemarkkinoiden tehtävä on hankkia rahoitusta yhtiöille. Tämä tapahtuu osakeannin kautta, jossa yhtiö laskee liikkeelle uusia osakkeita osakemarkkinoille. Osakeannista saatuja varoja käytetään investoimiseen, mikä puolestaan luo yhtiölle arvoa. Uusien osakkeiden liikkeellelasku heikentää jo markkinoilla olevien osakkeiden arvoa. Osakkeen arvo lasketaan jakamalla markkina-arvo osakkeiden lukumäärällä.

Yhtiöiden tehtävänä on omistajien voiton maksimointi (*maximize shareholder value*). Perusajatus on, että sijoittajat sijoittavat omia varojaan yhtiöön ilman takeita voitosta. Vastineeksi he ovat saaneet osakkeita, joiden arvo määräytyy markkinoilla ja joista omistajat saavat osinkotuloa yhtiön sitä jakaessa. Osakkeiden omistajien tulon maksimointi nähdään yhtiön tärkeimpänä tehtävänä, koska muiden sidosryhmien korvauksen määrä määräytyy markkinoilla. Esimerkiksi työntekijöiden palkka määräytyy työmarkkinoilla, tuotteiden ja palvelujen markkinahinnat määräytyvät markkinoilla jne. Osakkeenomistajat siis kantavat suuremman riskin kuin muut sidosryhmät, minkä vuoksi heillä on oikeutus yhtiön voittoihin. Toisin sanoen voittojenjako toimii kannustimena sijoittajille investoida yhtiöön. Osakkeenomistajien voiton maksimoinnista, eli yrityksen tärkein tehtävä on tuottaa voittoa omistajilleen, on säädetty Suomessa osakeyhtiölaissa (OYL 1:5 §). Omistajien intressissä on korkeat osakekurssit. Tällöin myös omistajilla on tarve valvoa sijoituksensa tuottavuutta eli valvoa, kuinka heidän yhtiötään johdetaan ja kuinka heidän sijoituksensa arvo kehittyy ajassa.

Omistajien kannalta olisi hyvä, että johto tekisi päätöksiä omistajien etujen mukaan tai ei ainakaan omistajien etujen vastaisesti. Tätä on ratkaistu Jensenin ja Mecklingin (1976) päämies-agenttiteorialla. Päämies-agentti-ongelmassa yhtiön johto toimii osakkeenomistajien agenttina, mutta johdolla ja omistajilla voi olla erilaisia tavoitteita ja keskenään ristiriitaisia päämääriä. Johto voi haluta kasvattaa yhtiötä yli sen optimaalisen koon, kasvattaa sen hallintoa ja liikevaihtoa. Tämä kasvattaisi yhtiön kassavaroja ja näin johdon valtaa. Omistajien kannalta olisi parempi, jos johto jakaisi ylimääräiset kassavarat

voitoina omistajille ja käyttäisi investointeihin yhtiön ulkopuolisia varoja esim. velkaa. Näin johto joutuisi vastaamaan paremmin varojen käytöstä. (Jensen 1986, 323.) Lisäksi yhtiön omistajat voivat toivoa, että johto ottaisi isompia riskejä suurempien voittojen toivossa.

Päämies-agentti-ongelmaa on pyritty korjaamaan johdon palkitsemisjärjestelmillä. Johdon palkitsemisjärjestelmällä tarkoitetaan johdon osakeoptioita sekä bonuksena maksettavia yhtiön osakkeita. Johdon osakeoptioilla tarkoitetaan niin johdon kuin työntekijöiden osakeoptioita, jotka oikeuttavat ostamaan osakkeita tämän päivän hinnalla tulevaisuudessa. Tällöin johdon ja omistajien tavoitteet yhdentyvät. (Chang 2014, 175.)

Johdon osakeoptiojärjestelmä on myös saanut kritiikkiä agenttiteoreetikoilta. Vaikka periaatteessa osakeperustainen palkkaus toimii hyvin ja tarjoaa hyviä kannustimia johdolle, on johdon palkitseminen sidottu osakekurssin kehitykseen. Osakekurssi voi nousta muista syistä kuin johdon toimista, jolloin johto saa perusteetonta korvausta (Bedchuk & Fried 2004, 7.) Kritiikki ei siis kohdistu siihen, että johto saisi liian suurta palkkaa verrattuna muihin työntekijöihin. Johdon palkkataso voisi olla nykyistä korkeampi, kunhan se on sidottu kannustimiin, jotka palvelevat tehokkaasti omistajien arvon luontia (Bedchuk & Fried, 2004, 8).

Yhtiön johto voi myös hyödyntää sisäpiiritietoa lunastaessaan optioitansa ja myymällä osakkeensa juuri ennen kuin osakkeen hinta laskee markkinoilla. Vaikka sisäpiiritiedon käyttö on laitonta, on SEC:llä resursseja tutkia vain niitä tapauksia, joissa se on varma tuomioista. (Bedchuk & Fried 2004, 179, 182.) Johdolla, jonka palkkiot ovat osakeperustaisia ja jotka voivat hyödyntää palkkioitaan ilman rajoituksia, on kannustimia nostaa osakkeiden hintoja lyhyellä aikavälillä pitkän ajan arvon muodostamisen kustannuksella. Johto voi myös antaa markkinoille liian positiivisen kuvan yhtiöiden tuotoista ja tulevaisuuden kehityksestä. Empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että mitä enemmän johdon palkkiot ovat sidottu osakeperustaiseen kompensatioon sitä enemmän johto on manipuloinut yhtiön tuottoja. Empiiriset tutkimukset myös osoittavat, että johto manipuloi tuottoja ja tekee petoksia käyttääkseen osakkeensa ja myydäkseen ne korkeampaan hintaan (Bedchuk & Fried 2004, 184.)

Takaisinostot nostavat yhtiöiden osakekurssia vähentämällä osakkeiden määrää markkinoilla ja näin aiheuttamalla osakkeisiin kysyntää. Samalla kaikkien jäljelle jääneiden osakkeiden arvo markkinoilla kasvaa, koska takaisinostot eivät vaikuta yhtiön

markkina-arvoon, mutta osakkeiden määrä markkinoilla on pienentynyt. Tällöin markkina-arvo jaetaan pienemmällä määrällä osakkeita ja samalla yksittäisen osakkeen arvo on noussut. Yhtiön johto päättää, milloin yhtiö ostaa omia osakkeitaan, ja jos yhtiön johto lunastaa osakeoptiot takaisinostojen yhteydessä, saa johto niin sanotusti ylimääräisen bonuksen takaisinostojen myötä. Agenttiteoreetikot, jotka yleensä kritisoiivat johdon perusteetonta palkitsemista, eivät kuitenkaan pidä takaisinostoja tai laajemminkaan korkeaa voitonjakoa ongelmallisena. He eivät vaadi myöskään muutoksia SEC:n sääntöön 10b-18, joka antaa takaisinostoja tehneille yhtiöille ns. turvasataman sisäpiiritiedon käyttämisen tutkintaa vastaan.

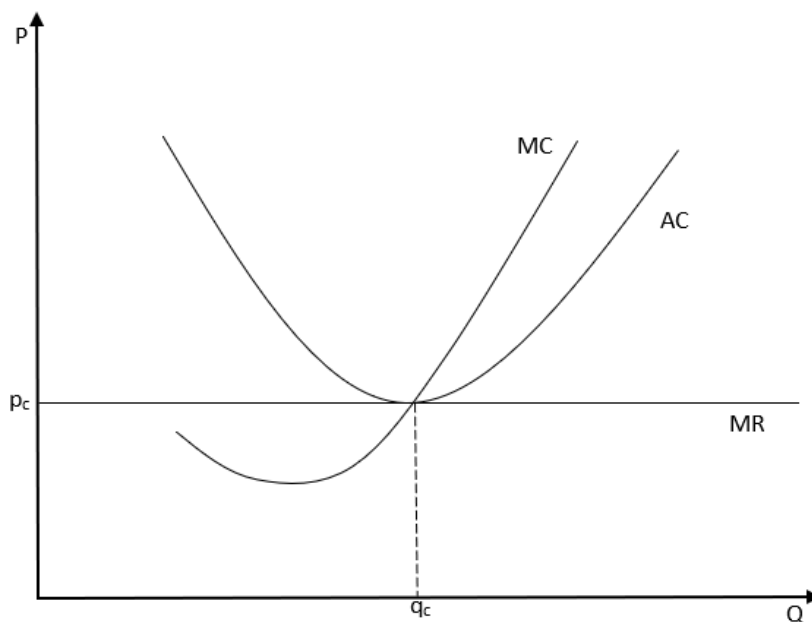
Agenttiteoreetikot uskovat ja luottavat osakemarkkinoiden kykyyn allokoida varoja tehokkaasti. Tämä on yhtenäistä osakemarkkinoiden perinteisen tehtävän kanssa. Osakemarkkinoiden tehtävä on kerätä rahoitusta yhtiöille ja tätä rahoitusta yhtiöt käyttävät investoimiseen, mikä taas puolestaan luo yhtiölle arvoa. Empiiriset tutkimukset eivät tue tätä oletusta. Akateemisissa tutkimuksissa, joissa on tutkittu yhtiöiden rahoitusta kehittyneissä maissa, on havaittu, että osakemarkkinat eivät ole merkittävä tekijä yhtiöiden rahoituksen hankinnassa. (Lazonick & Shin 2020, 41.)

Agenttiteoreetikot kuitenkin löytävät tukea taloustieteen teorioista. Taloustieteen voiton maksimointimallit pohjautuvat joko omistaja-johtamisperustaiseen tai osakkeenomistajien intressit huomioivaan näkökulmaan (Cowell 2004, 11). Voitto saadaan, kun tuloista vähennetään kustannukset. Voiton maksimointiteoriassa yritys valitsee sellaisen tuotantomäärän, joka maksimoi myyntitulot ja minimoii kustannukset. Myyntitulojen ja kustannusten erotus antaa voiton määrän. Voiton maksimointiteoria olettaa, että yritys toimii täydellisen kilpailun markkinoilla (*the competitive markets*). Täydellinen kilpailu vallitsee, jos yksittäisellä toimijalla ei ole merkittävää markkinavaltaa eli markkinoilla on riittävästi myyjiä ja ostajia, kaikki hyödykkeet ovat identtisiä ja kaikilla markkinoilla toimijoilla on sama tieto hyödykkeistä. Lisäksi markkinoille on vapaa pääsy ja niiltä voi vapaasti poistua. Koska hyödykkeet ovat identtisiä ja niiden myyntioikeuksia ei ole rajoitettu, on kuluttajalle samantekevää, minkä yrityksen tuotteita hän ostaa. Yritykset, jotka toimivat markkinoilla, eivät pysty vaikuttamaan hintaan, jolloin ne ottavat sen annettuna.

Tuotantomääräksi, joka maksimoi voiton, valitaan tuotannon taso, jolla rajatulo ja rajakustannus ovat yhtä suuret. Rajatulo kuvaa tulon muutosta, kun tuotantoa kasvatetaan yhdellä yksiköllä. Rajakustannus puolestaan kuvaa, kuinka kustannukset muuttuvat, kun

tuotantoa kasvatetaan yhdellä yksiköllä. Optimointiongelman (*the optimization problem*) ratkaistaan kahdessa osassa minimoimalla kustannukset ja maksimoimalla voitto. Kustannusten minimoinnissa etsitään tuotantomäärä, joka minimoi kustannukset eli etsitään panoskysynnät. Kun panoskysynnät on selvitetty, valitaan niitä vastaava tuotannon taso eli optimaalinen tuotannon taso. Optimaalinen tuotannon taso kerrottuna hinnalla antaa yrityksen voiton.

Kustannukset voidaan jakaa kiinteisiin ja muuttuviin kustannuksiin. Lyhyellä aikavälillä kiinteät kustannukset syntyvät tuotannon tasosta riippumatta. Muuttuvat kustannukset riippuvat tuotantotasosta, jolloin yrityksen toiminta voi olla tappiollista lyhyellä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä kaikki kustannukset ovat sopeutettavissa tuotantotasoon eikä tappion tuottaminen ole mahdollista, koska tappiollinen yritys poistuu markkinoilta. Muuttuvat ja kiinteät kustannukset jaettuna tuotantomäärällä saadaan keskimääräiset kustannukset. Jos keskimääräiset kustannukset ovat pienemmät kuin rajakustannukset ja rajakustannukset nousevat, muuttuvat hinta ja optimaalinen tuotantotaso samassa suhteessa. Jos rajakustannukset ovat pienempiä kuin keskimääräiset kustannukset, yrityksen ei kannata tuottaa mitään. Yritys on indifferentti tuotantomäärän välillä, jos kustannukset ovat yhtä suuret kuin keskimääräiset kustannukset.



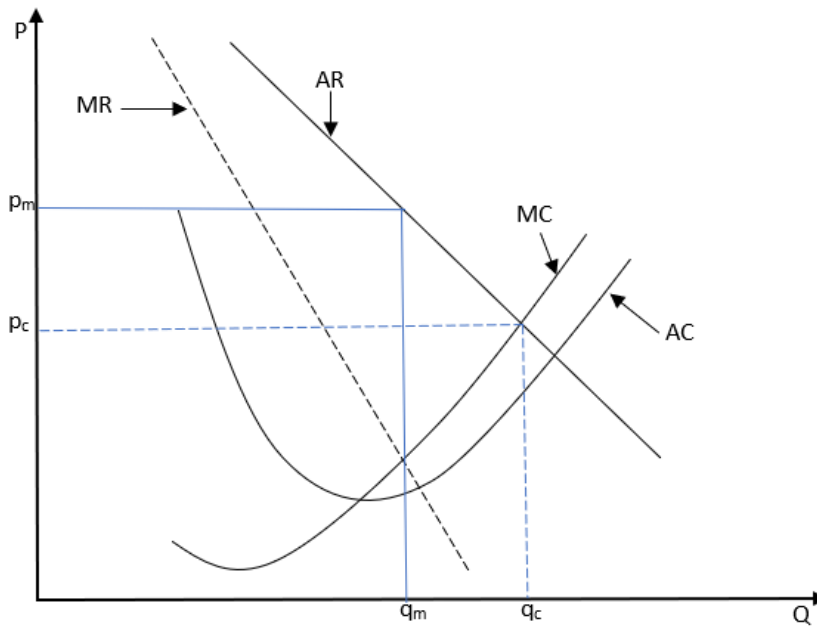
Kuva 2. Täydellisen kilpailun yritys

Kuvassa 2. Täydellisen kilpailun yritys pystyakseli P kuvaa hintaa ja vaaka-akseli Q tuotannon määrää. Yrityksen rajakustannuksia kuvaa käyrä MC, keskimääräisiä kustannuksia kuvaa käyrä AC ja rajatuottoja kuvaa käyrä MR. Keskimääräiset kustan-

nukset koostuvat keskimääräisistä kiinteistä kustannuksista ja keskimääräisistä muuttuvista kustannuksista. Yritys valitsee optimaaliseksi tuotannon tasokseen kohdan, jossa rajakustannus ja rajatuotanto ovat yhtä suuret eli tuotantomäärän q_c . Koska täydellisen kilpailun yritys on pieni, voi se myydä optimaalisen tuotannon määrän markkinoilla vaikuttamatta markkinahintaan p_c eli sen keskimääräiset tuotot ovat yhtä suuret sen rajatuottojen kanssa ($MR=AR$). Lisäksi markkinoilla on vapaa pääsy, jolloin keskenään identtiset pienet yritykset painavat hintaa kohden keskimääräisen kustannuskäyrän minimikohtaa. Tällöin keskimääräiset kustannukset, keskimääräinen tuotto, rajatuotto ja rajakustannus ovat yhtä suuret ($AC=AR=MR=MC$).

Keskimääräisten kustannusten kustannuskäyrä on yleensä u-muotoinen. Koska tuotantomäärä kasvaa, yksikkökohtaiset kiinteät kustannukset pienenevät. Kustannukset ovat sitä pienemmät, mitä vähemmän tuotantopanokset maksavat ja mitä suurempi on niiden keskimääräinen tuottavuus. Kun kustannukset ovat saavuttaneet miniminsä, ne alkavat nousta johtuen vähenevän rajatuottavuuden laista. Vähenevän rajatuottavuuden laki sanoo, että muiden tuotantopanosten säilyessä ennallaan yhden panoksen kasvattaminen lisää tuotosta mutta hidastuvalla vauhdilla. Kustannukset siis nousevat, koska yrityksen tuotantotekijät rajoittavat tuotannon lisäämisen etuja.

Monopolimallissa yritykset eivät toimi enää täydellisen kilpailun mallissa. Monopolitilanteessa markkinoilla on vain yksi tarjoaja, jolla on merkittävää markkinavaltaa. Monopolin tuotteille ei löydy substituuttihyödykkeitä markkinoilta. Koska monopoli ei kohtaa kilpailua, se voi veloittaa hyödykkeistään korkeaa hintaa. Kilpailullisilla markkinoilla toimiva yritys ei voi valita markkinahintaa vaan se valitsee tuotannontason, jossa rajakustannus vastaa hintaa. Monopoli puolestaan voi määrätä markkinahinnan. Monopoli ei kuitenkaan valitse hintaansa täysin sattumanvaraisesti. Oletetaan, että monopoli tuntee hyödykkeidensä kysynnän, jolloin se voi valita joko hyödykkeiden hinnan tai määrän.



Kuva 3. Monopoli

Kuvassa 3. Monopoli käyrä AC on keskimääräiset kustannukset, AR on monopolin keskimääräiset tuotot eli sen kysyntä, MR sen rajatulot ja MC on sen rajakustannukset. Voittoa maksimoidessaan monopoli valitsee tuotantomääräksi rajatulon ja rajakustannuksen leikkauspisteen ($MR=MC$) eli määrän q_m . Monopoli valitsee tuotettavaa määrää vastaavan hinnan kysyntäkäyrältä eli tässä tapauksessa p_m . Jos monopoli valitsisi tuotannon määräksi q_m pienemmän määrän, lisäisi tuotannon kasvattaminen enemmän tuloja kuin kustannuksia. Jos tuotanto taas olisi q_m suurempaa, olisivat rajakustannukset rajatuloa suurempaa, jolloin tuotantoa kannattaisi supistaa. Kilpailullinen yritys puolestaan valitsisi määrän q_c , jossa sen rajatulo on yhtä suuri kuin sen rajakustannus. Tällöin sen markkinahinta on p_c . Kilpailullisen yrityksen hinta on yhtä suuri kuin sen rajatulot, kun taas monopolin hinta on korkeampi kuin sen rajatulo. Koska kilpailullisen yrityksen rajatulot ovat yhtä suuret kuin sen keskimääräiset tuotot ($AR=MR$), tuottaa se enemmän ja myy halvemmalla kuin monopoli.

Monopoli hyödyttää niiden omistajia, koska monopolivoitot ovat korkeammat kuin kilpailullisilla markkinoilla. Kuluttajat puolestaan häviävät, koska hinta on korkeampi ja kulutettava määrä alhaisempi. Markkinahinta on korkeampi kuin yrityksen rajakustannus, jolloin yhteiskunnan kannalta monopoli tuottaa liian vähän. Tällöin markkinat eivät toimi tehokkaasti. Monopoli muodostumissyitä on useita muun muassa suurtuotannon edut tai lainsäädäntö. Suurtuotannossa hyödykkeiden yksikkökustannukset pienenevät toiminnan laajentuessa. Jos toimintaa harjoittaisi moni yritys, nousisivat kustannukset niin

korkeiksi, ettei toiminta olisi enää kannattavaa. Tällöin on järkevää keskittää toiminta yhdelle toimijalle. Lainsäädännöllä voidaan rajoittaa jossain tapauksissa toiminnan harjoittajien määrää eli luoda monopoleja. Lisäksi innovaatiot ja niiden patentit voivat antaa niiden hallitsijayhtiöille monopoliaseman.

Täydellisen kilpailun markkinat, joilla yritykset optimoivat voittonsa, edustavat tehokkaita markkinoita. Kuitenkin markkinoilla toimivat yritykset ovat pieniä ja keskenään identtisiä, joilla ei ole merkittävää markkinavaltaa. Vähenevät rajatuotot estävät yrityksiä lisäämästä tuotantoaan kannattavasti ja estävät niiden kasvun eli alhaisen tuottavuuden yritykset yhdessä muodostavat kaikkein tehokkaimman markkinan ainakin teoreettisesti. (Lazonick & Shin 2020, 18.) Kilpailulliset markkinat ovat taloudellisesti tehokkaammat kuin monopolimarkkinamalli. Verrattuna kilpailullisiin markkinoihin monopoli myy hyödykkeitä kalliimmalla ja tuottaa vähemmän. Vertailtaessa malleja ongelma ei ole optimoinnissa vaan monopolimallin tarkastelua kilpailullisten markkinoiden logiikan valossa. Jos teknologia ja markkinaolosuhteet johtavat täydellisen kilpailun markkinoihin, kuinka yritys voi saavuttaa monopoliaseman markkinoilla. (Lazonick & Shin 2020, 19.) Kilpailullisten markkinamallin tehokkuuden kritiikki ei ole uutta. Jo Schumpeter (1942) kyseenalaisti markkinamallien tehokkuusväitteitä. Talouden kasvuun vaikuttaa erityisesti suuret yritykset, ja täydellisen kilpailun mallia ei voida pitää tehokkuuden ideaalina (Schumpeter 1942, 106).

Monopolin on jollain tavalla täytynyt erottautua kilpailijoistaan toimialalla. Kuitenkin monopolimallin ja täydellisen kilpailun mallin yrityksillä on sama kustannusrakenne, jota ne optimoivat. Toisin sanoen, jos muut markkinatekijät ovat samat, mihin perustuu olettaimus, että monopolin kustannusrakenne on sama kuin kilpailullisilla markkinoilla toimivan yrityksen. Jos taas kustannusrakenne ei ole sama, kuinka täydellisen kilpailun markkinoilta on voinut syntyä toimija, joka pystyy erottautumaan kilpailijoistaan ja samaan monopoliaseman, ja millä perusteilla tätä yritystä voidaan verrata täydellisen kilpailun tehokkaisuuteen yrityksiin. (Lazonick & Shin 2020, 20.) Kritiikki kohdistuu uusklassisen taloustieteen perusajatukseen, jossa talouden tehokkuuden nimissä, markkinoiden, ei yritysten, tulisi allokoida resurssit. Kaikkein tehokkain malli on täydellisen kilpailun malli, jossa tehokkain markkina muodostuu kaikkein tehottomimmista yrityksistä. (Lazonick & Shin 2020, 18).

3.3 Innovoivan yrityksen teoria

Ratkaisuna agenttiteorian siivittämään omistajien ja yritysten voiton maksimoinnin teorioiden ongelmiin Lazonic ja Shin (2020) kehittivät innovoivan yrityksen teorian (*The Theory of Innovative Enterprise*). Innovoivan yrityksen teoria pyrkii selittämään yhtiön arvonluontiprosessin eli sen, miten arvo muodostuu ja ketkä osallistuvat sen muodostamiseen.

Innovoivan yrityksen teorian lähtökohtana on, että yhtiön kasvu perustuu kustannusrakenteen muuttamiseen. Yhtiö investoi kollektiivisiin ja kumuloituviiin oppimisprosesseihin, joiden avulla se pystyy kehittämään laadukkaampia tuotteita ja täten saavuttamaan suuremman markkinaosuuden kuin sen kilpailijat. Suurempien markkinaosuuksien myötä yhtiö voi myydä enemmän tuotteita, minkä seurauksena sen korkeat kiinteät kustannukset muuttuvat alhaisiksi korkealaatuisen tuotteen kustannuksiksi. Innovatiivisen prosessin seurauksena kilpailullisilla markkinoilla toimiva pieni tehoton yritys pystyy kasvamaan ja toimimaan tehokkaammin kuin sen kilpailijat (Lazonick & Shin 2020, 20–21.)

Innovatiivisen yrityksen teoriassa kiinteisiin kustannuksiin sisältyy epävarmuutta toisin kuin uusklassisessa voiton maksimointiteoriassa, jossa kiinteät kustannukset otetaan markkinoilta annettuna. Kustannukset syntyvät ajallisesti paljon aiemmin kuin mahdolliset tuotot tai kun edes tuotteen tuotanto alkaa. Saataviin tuottoihin liittyy paljon epävarmuutta. Kuitenkin investoinnit innovaatioihin on tehtävä, koska kasvu perustuu kilpailijoista erottautumiseen, joka tapahtuu innovaatioiden avulla. Kiinteät kustannukset kuvaavat johdon innovatiivista strategiaa eikä yrityksen päätöksenteon ulkopuolella olevia kustannuksia. Innovatiivisella strategialla vastataan kilpailijoiden, markkinoiden ja teknologian luomiin haasteisiin. (Lazanock & Shin 2020, 23–24.)

Innovatiiviselle prosessille on ominaista sen epävarmuus. Kun investoidaan, esimerkiksi teknologiaan, ei voida olla varmoja, että investointi onnistuu ja että siitä saadaan tulevaisuudessa tuottoja. Tähän epävarmuuteen tarvitaan osaavaa ja kykenevää johtoa, joka kykenee tekemään päätöksiä teknologian, markkinoiden ja kilpailullisen epävarmuuden vallitessa. Tämän vuoksi yritys tarvitsee strategiaa. Innovointi on myös kollektiivista, koska luodakseen korkealaatuisia alhaisen kustannuksen tuotteita, yrityksen tulee jalkauttaa uusi opittu tieto ja taito organisaation eri tasoille. Tämän vuoksi tarvitaan organisaatorakennetta. Lisäksi innovointi on kumulatiivista, koska tänään

opittu luo pohjan huomisolle oppimisolle. Koska kustannuksia syntyy paljon aikaisemmin kuin innovaation tuottoja, ja koska innovaatioprosessin ylläpito aiheuttaa kustannuksia, tarvitaan rahoitusta. Innovatiivinen prosessi määritellään kolmen aktiviteetin kautta: strategia, organisaatorakenne ja rahoitus. Näiden kolmen aktiviteetin perusteella on luotu kolme sosiaalista ehtoa: strateginen kontrolli (*strategic control*), organisaationaalinen integraatio (*organizational integration*) ja rahoituksellinen sitoutuminen (*financial commitment*). (Lazonick & Shin 2020, 21.)

Strateginen kontrolli on sosiaalinen ehto, jolla strategia muutetaan innovaatioksi. Innovaatio tarvitsee strategista resurssien allokointia kehittääkseen ja hyödyntääkseen tuotantoprosesseja. Strategia muutetaan innovaatioksi strategisen kontrollin avulla. Strateginen kontrolli puolestaan antaa yhtiön päätöksentekijöille vallan allokoida yrityksen resursseja. Jotta innovaatio pystyy syntymään, täytyy päätöksentekijöillä olla niin kykyä kuin kannustimia allokoida resursseja innovatiivisiin investointistrategioihin. Johdon kyky toteuttaa tämä riippuu siitä, että minkälainen tieto heillä on yhtiön tämänhetkisestä tuotannosta ja toiminnasta. Kuinka hyvin johto ylläpitää kilpailukykyä ja korkeaa tuottavuutta riippuu siitä, ovatko johdon ja yhtiön tavoitteet yhdenmukaiset ja motivoivatko johdolle asetetut kannustimet yhtiön tavoitteiden saavuttamista. (Lazonick & Shin 2020, 21–22.)

Innoivoivan yrityksen teoriassa johdon tulisi strategisen kontrollin kautta keskittyä yhtiön tavoitteisiin. Tämä voi olla ristiriidassa omistajien tavoitteiden kanssa, etenkin jos omistajat toivovat korkeaa voitonjakoa ja korkeita osakekursseja. Johto voi uudelleen investoida aikaisempia voittoja yhtiöön tai jakaa voitot omistajille. Voitonjako tapahtuu joko osingonjaon muodossa tai omien osakkeiden takaisin ostamisena. Takaisinostot nostavat osakekurssia ja täyttävät näin omistajien voiton maksimoinnin tavoitteen, mutta varat ovat poissa yhtiön käytöstä ja mahdollisista investoinneista. Samalla omistajat, jotka myyvät osakkeensa takaisin yhtiöille, lakkaavat olemasta omistajia ja heidän kiinnostuksensa yhtiötä kohtaan loppuun. (Lazonick & Shin 2020, 66–67.)

Organisaationaalista integrointia tarvitaan, jotta innovatiivinen strategia voidaan panna täytäntöön yhtiössä. Käytännössä siis luodaan kannustimia, joilla saadaan henkilöstö sitoutumaan yhtiön tavoitteisiin. Kannustimet suunnataan erityisesti niihin työntekijöihin, joilla on taitoa ja kykyä toteuttaa yhtiön strategisia tavoitteita. Tarve organisaationaalillem integroinnille syntyy niin innovatiivisen prosessin monimutkaisuudesta kuin välttämättömyydestä turvata innovatiivisen investoinnin

korkea hyödyn taso, jotta näiden investointien korkeat kiinteät kustannukset saadaan muutettua alhaisiksi yksikkökustannuksiksi. Kompensaationmuodoilla tarkoitetaan työtyytyväisyyttä, ylennyksiä, palkkioita, etuja ja osallistumisjohtamista. Ne ovat tärkeitä instrumentteja yksilön integroimiseen yhtiöön, ja samalla ne myös toimivat houkuttimina uusille työntekijöille. Kuitenkaan työmarkkinoiden hallitseminen ei johda innovaatioon. Kompensaatiomuotojen täytyy olla osa palkitsemisjärjestelmää, joka johtaa oppimisprosessia. Oppimisprosessi on tärkeä osa innovaatiota. Etenkin palkitsemisjärjestelmän tulee motivoida yksilöä osallistumaan kollektiiviseen oppimiseen. (Lazonick & Shin 2020, 22.)

Organisaation integroitumisen tulee olla kumulatiivista ja kollektiivista eli organisaatio-naalinen oppiminen on tärkeää, jotta voidaan luoda korkealaatuisia alhaisen kustannuksen tuotteita. Se on kollektiivista, koska oppiminen tapahtuu vuorovaikutuksessa muiden organisaation jäsenten kanssa. Kumulatiivista se on, koska tänään opittu luo pohjan huomismiselle oppimiselle. Yhtiö tarvitsee siis tavoitteisiin sitoutuneita työntekijöitä. Työntekijöiden sitoutuminen vaatii myös yhtiön sitoutumista työntekijöihin eli johdon resurssien allokointia työntekijöiden palkkoihin. (Lazonick & Shin 2020, 67.) Omistajien voiton maksimoinnin ideologia on kuitenkin laillistanut ajatuksen suuresta voitonjaosta, mikä estää organisaationaalista integrointia (Lazonick & Shin 2020, 68). Korkea voitonjako ja etenkin takaisinostot ovat johtaneet keskiluokan tuhoutumiseen Yhdysvalloissa (Lazonick 2015).

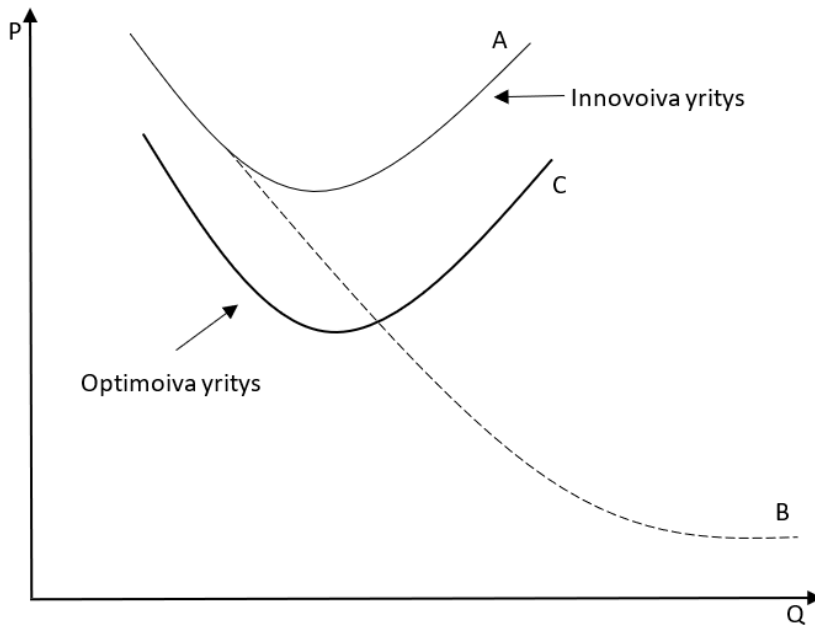
Rahoituksellisen sitoutumisen avulla rahoitus muutetaan innovaatioiksi. Rahoituksellisella sitoutumisella alokoidaan yhtiön varoja, joilla ylläpidetään kumulatiivista innovaatioprosessia, kunnes siitä saadaan tuottoja. Sisäisten rahavirtojen eli yhtiön voittojen strateginen kontrolli on tärkeä osa rahoituksellista sitoutumista, mutta sisäistä pääomaa täytyy usein täydentää muulla rahoituksella esim. joukkovelkakirjoilla, lainoilla tai osakkeilla. (Lazonick & Shin 2020, 22.)

Omistajien voiton maksimointi estää rahoituksellista sitoutumista. Omien osakkeiden takaisinostot ovat vieneet varat pois yrityksiltä, mikä on johtanut vähentyneisiin investointeihin. Takaisinostoja on rahoitettu myös lainoilla, mikä on vaarantanut yhtiöiden pitkäaikaisen tulevaisuuden. Tämä on aiheuttanut yhtiöille kassavajeita ja jossain tapauksissa johtanut konkurssiin. (Lazonick & Shin 2020, 68.)

Sosiaalisten ehtojen avulla mahdollistetaan innovatiivinen prosessi, johon yrityksen arvonluontiprosessi perustuu. Strategista kontrollin avulla allokoidaan yhtiön resurssit siten, että yhtiön kasvu ja kilpailukyvyyn ylläpito on mahdollista. Tämä ei onnistu, jos varat on jaettu ulos yhtiöstä. Organisaation integrointi mahdollistaa strategian läpiviemisen ja työntekijöiden sitoutumisen yhtiön tavoitteisiin, kun taas rahoitus mahdollistaa yli ajan muodostuvan kumuloituvan oppimisen. Sosiaaliset ehdot luovat olot, joissa strategisen kontrollin harjoittaminen mahdollistaa kasvun etsimisen käyttämällä kollektiivisia prosesseja ja kumulatiivisia reittejä rakentamaan pohjan kilpailulliselle onnistumiselle. Tärkeä merkitys on yhtiön taitopohjalla (*skill base*). Yhtiö tarvitsee oikeita henkilöitä oikeisiin asemiin (henkilökohtainen tausta, alhainen tai korkea kyvykkyys jne.). Tietotaitoa ja sen integraatiota rajoittaa niin toimialan omat vaatimukset kuin työntekijöiden liikkuvuus. Näihin haasteisiin tulee johdon vastata tunnistamalla kilpailulliset vahvuudet ja heikkoudet olemassa olevasta tietotaidosta sekä tunnistamalla investointimahdollisuudet, joilla voidaan vastata muuttuviin teknologiamahdollisuuksiin ja markkinoiden muutoksiin. Yhtiön päätöksentekijöiden tulee myös kerätä ja huolehtia rahoituksesta, jolla ylläpidetään ja kehitetään tietotaitoa, jonka avulla saadaan kehitettyä parempi laatuista tuotteita alhaisemmin yksikkökustannuksin. (Lazonick & Shin 2020, 23.)

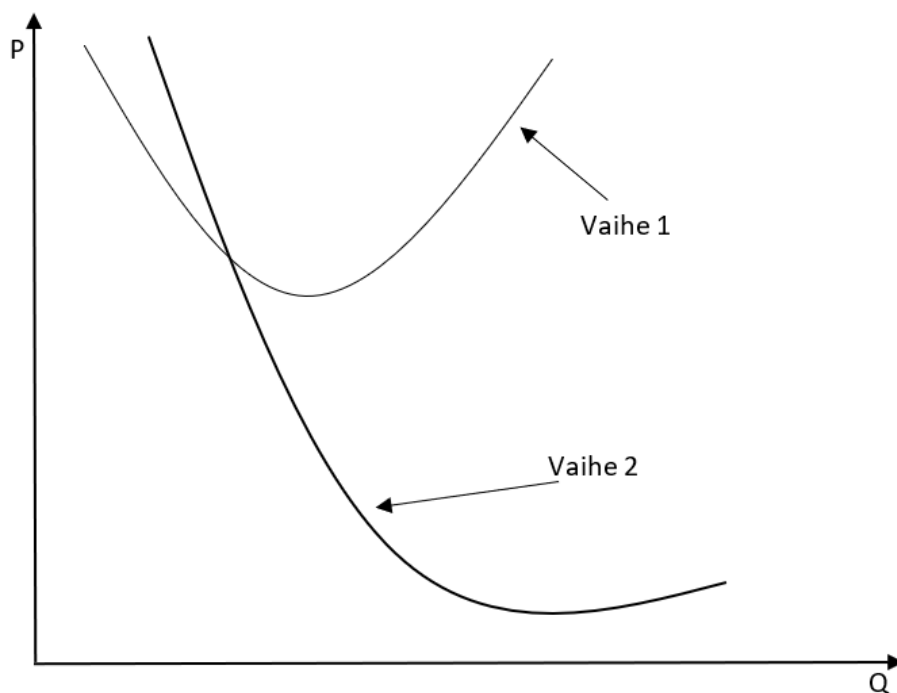
3.4 Teorioiden erot

Uusklassisessa yrityksen voiton maksimointiteoriassa yritykset optimoivat tuotantonsa kustannuskäyrän toimiessa rajoitteena ja kustannusten kasvaessa etsivät uuden optimaalisen tuotantotason. Kun taas innovoivan yrityksen teoriassa kasvaneet kustannukset kertovat yhtiöille aikaisemman investointistrategian puutteista, mikä puolestaan auttaa heitä omaksumaan korkeiden kiinteiden kustannusten strategian. Tämä strategia puolestaan auttaa ottamaan haltuun ne muuttuvat tekijät, joista alkuperäiset kustannusten nousut johtuivat.



Kuva 4. Innovoiva ja optimoiva yritys

Kuvassa 4. Innovoiva ja optimoiva yritys innovoivan yrityksen todellisia syntyneitä keskimääräisiä kustannuksia kuvaa käyrä A ja näiden kustannusten odotetaan kehittyvän käyrän B mukaisesti. Optimoivan yrityksen keskimääräistä kustannuskäyrää kuvaa käyrä C. Voiton maksimointiteoriaan verrattuna strategia vaikuttaa tehottomammalle, koska aluksi se kasvattaa yritysten kustannuksia. Jos strategia onnistuu, muuttuu u:n mallinen kustannuskäyrä loivemmaksi. (Lazonick & Shin 2020, 24.) Kustannuskäyrä loiventuu, koska kustannukset ovat korkeammat tehtyjen investointien vuoksi. Siten näiden investointien ansioista pystytään laajentamaan toimintaa uusille markkinoille ja myymään enemmän tuotteita kuin aiemmin, jolloin keskimääräinen yksikkökustannus laskee jokaiselle uudelle tuotteelle, kunnes markkinat ovat saturoituneet. Strategia implementoidaan käytännössä kahdessa osassa. Kuvassa 5. Innovoivan yrityksen vaiheet vaihe 1 kuvaa uusia investoinneista johtuneita korkeita keskimääräisiä kustannuksia. Vaihe 2 kuvaa tilaa, joka saavutetaan, jos ja vain jos, investoinnit ovat onnistuneet ja yritys on saanut kasvatettua kysyntää, jolloin keskimääräiset yksikkökustannukset kääntyvät laskuun.



Kuva 5. Innovoivan yrityksen vaiheet

Kasvaneet kustannukset eivät toimi rajoitteena yrityksen toiminnalle, vaan ne pakottavat kasvattamaan tuotantoa. Tuotanto ei siis sopeudu uuteen kustannustasoon, vaan tuotantoa kasvatetaan olemassa olevilla markkinoilla ja samalla etsitään uusia markkinoita. Tällöin pyritään vaikuttamaan niin kustannusrakenteeseen kuin tuotteen kysyntään. Kysyntää on laajennettava, jotta saadaan uudet korkeammat kustannukset katettua. Oletetaan että ihmisten tarpeet ovat rajoittamattomat, mutta ongelmana on, pystyykö tuote löytämään nämä uudet markkinat ja niiden mahdolliset kuluttajat. Tiedonkeräystä mahdollisten kuluttajien tarpeista ja uusista kuluttajista voidaan hyödyntää aikaisemman kuluttajatiedon pohjalta. Laadukkaammat, alhaisten kustannusten tuotteet voivat myös muuttaa yrityksen tuotteiden kysynnän joustoa, koska ollaan valmiita maksamaan enemmän laadukkaammasta tuotteesta ja ehkä ollaan valmiita ostamaan enemmän. (Lazonick & Shin 2020, 26.)

Innovaatioprosessissa innovoivan yrityksen hinnoittelustrategia ja investoinnit vaikuttavat sen markkinakysyntään, minkä vuoksi ei voida vastata suoraan mikä tuotantotaso tai markkinahinta on. Innovoivalla yrityksellä on kannustimia kasvattaa markkinaosuuttaan. Suurempi markkinaosuus ei ainoastaan laske yksikkökustannuksia vaan myös kehittää innovatiivisen yrityksen oppimiskäyrää. Innovatiiviselle yritykselle tuotanto ja hinta ovat muuttujia, jotka riippuvat sen kilpailustrategiasta. Kilpailustrategia on strategia, joka pitää sisällään teknologian muutoksen ja markkinavallan laajentumisen,

jolla se erottautuu muista kilpailijoista. (Lazonick & Shin 2020, 26–27.) Jos yritys ei pysty kasvattamaan markkinaosuuttaan, on se heikommassa asemassa kuin sen kilpailijat, koska sen kustannukset ovat paljon korkeammat. Tällöin yritys tulee todennäköisesti poistumaan markkinoilta. Innovoiva yritys ei siis pyri optimoimaan omaan tuotantoon niin kuin kilpailullisten markkinoiden yritykset.

Innovoivan yrityksen teorian mallia on kuitenkin vaikea käytännössä testata. Innovoivan yrityksen optimaalisen tuotannontason määrittely ei ole helppoa, koska yrityksen hintastrategia ja sen investoinnit vaikuttavat sen kysyntään ja nämä ovat endogeenisiä innovointiprosessista (Lazonick & Shin 2020, 26–27). Siinä, missä kilpailullisilla markkinoilla toimivat yritykset sopeuttavat oman tuotantonsa markkinahintaan, innovoivan yrityksen hinta perustuu yrityksen omaan kustannusrakenteeseen, jonka rakenne muuttuu yrityksen investointien myötä. Tällöin kaikki testattavat muuttujat ovat toisistaan riippuvaisia. Lisäksi, jos yksi yritys toimii käyttäen innovoivan yrityksen teorian mallia, tulee sen kustannukset olemaan paljon korkeammat verrattuna muihin markkinoilla toimiviin yrityksiin, jolloin se näyttää ulospäin paljon muita yrityksiä tehottomammalle. Tällöin innovoivan yrityksen toimintamallin käyttöönotto yrityksen näkökulmasta on erittäin haastavaa. Yksi merkittävimmistä ongelmista on, kuinka luoda yhtiöille, omistajille ja sidosryhmille kannustimia hyväksyä lyhyen ajan kasvaneet kustannukset ja todennäköiset tappiot.

Innovoivan yrityksen teoriolla pyritään mallintamaan yhtiön arvonluontia, jota osakkeenomistajien voiton maksimointi ei huomioi. Osakkeenomistajien voiton maksimointi on johtanut kasvaneeseen yhtiön arvon tuhoamiseen. Tämän on mahdollistanut omien osakkeiden takaisinoston salliva SEC sääntö 10b-18. Takaisinostojen kieltäminen eli säännön 10b-18 kumoaminen olisi ensimmäinen askel estämään yhtiön arvon ulosjakamista. Osakkeenomistajien arvon maksimointi on luonut talouteen tilanteen, jossa tarvitaan poliittisia päätöksiä. Tarvitaan muutoksia, jotka mahdollistaisivat rakentamaan taloutta, jossa arvonluonti ja siitä hyötyminen olisivat tasapainossa, sekä luomaan prosessin, joka asettaisi instituutiot ja rakentaisi yhtiöitä, jotka pystyisivät uudelleen rakentamaan kestävä hyvinvoinnin yhteiskuntaan. (Lazonick & Shin 2020, 192.) Takaisinostojen kritiikki siis kohdistuu laajempaan taloustoimintaan kuin yhtiöiden voitonjakopolitiikkaan. Siirtyminen omistajien voiton maksimoimisesta innovoivan yrityksen malliin tarkoittaisi siirtymistä lyhyen ajan voitontavoittelusta pitkäaikaiseen kannattavuuden tarkastelun näkökulmaan.

4. Takaisinostojen empiirinen tutkimus

4.1 Tutkimuskirjallisuuden tuloksia

Takaisinostoista on tehty lukusia pitkäaikaisia tutkimuksia. Tutkimukset ovat pääasiassa keskittyneet siihen, kuinka takaisinostot ovat vaikuttaneet osakkeiden hinnan kehitykseen tai yhtiön kannattavuuteen. Bhargava (2010) tutki yhdysvaltalaisen teollisuusyhtiöiden voitonjakoa vuosina 1992–2007. Tutkimuksessa havaittiin, että yhtiöt maksoivat ensin osingon, minkä jälkeen he käyttivät jäljelle jääneet ylimääräiset varat takaisinostoihin. Yhtiöt, jotka olivat maksaneet korkeampaa osinkoa, kasvattivat takaisinostojen määrää hitaammin kuin alhaista osinkoa maksaneet yhtiöt. Takaisinostojen määrällä ei havaittu olevan vaikutusta maksettujen osinkojen suuruuteen. Johdon palkitsemisjärjestelmillä sekä takaisinostojen ja investointien määrillä havaittiin olevan yhteys toisiinsa. Takaisinostojen määrät kasvoivat usein johdon ja työntekijöiden osakeoptioiden seurauksena, kun taas investoinnit laskivat.

Chen ja Wang (2012) tutkivat, kuinka takaisinostojen taloudelliset rajoitteet vaikuttivat yhtiöiden toimintaan takaisinostojen jälkeen. Taloudellisia rajoitteita mitattiin sisäisten ja ulkoisten kustannusten erotuksella. Sisäisillä kustannuksilla tarkoitetaan yhtiön tuotantoon liittyviä kustannuksia muun muassa palkkakustannuksia ja ulkoisilla tarkoitetaan toiminnan rahoittamiseen liittyviä kustannuksia. Tutkimuksessa tarkasteltiin yhtiöitä, jotka tekivät takaisinostoilmoituksen vuosina 1990–2007, ja kuinka toteutuneet takaisinostot vaikuttivat yhtiöiden kassavirtoihin sekä niiden tekemien investointien lukumäärään. Tutkimuksessa havaittiin, että takaisinostot vaikuttavat paljon negatiivisemmin lyhyellä aikavälillä osakekurssiin yhtiöillä, jolla oli taloudellisia rajoitteita. Takaisinostojen seurauksena osakekurssi kääntyi laskuun. Vaikutukset olivat kuitenkin paljon lievempiä osakekurssin kehitykseen pitkällä aikavälillä.

Takaisinostojen havaittiin heikentävän merkittävästi yhtiöiden operatiivista toimintaa erityisesti silloin, kun yhtiöillä oli paljon taloudellisia rajoitteita. Taloudellisten rajoitteiden negatiivinen vaikutus kasvoi, kun takaisinostomäärät kasvoivat. Syyksi tutkijat esittivät takaisinostojen seurauksena vähentyneiden kassavarojen määrän, mikä puolestaan heikensi yhtiöiden maksuvalmiutta ja saattoi jopa vaarantaa yhtiöiden päivittäisen toiminnan. Tutkimustulokset indikoivat, että taloudellisia rajoitteita omaava yhtiö joutuu

takaisinostoilmoituksen jälkeen taloudellisiin vaikeuksiin.

Tutkimustulosten mukaan taloudellisia rajoitteita omaava yhtiö ei lisää sijoittajien saamaa arvoa, minkä vuoksi arvonalisäys ei selitä takaisinostoja. Yhtiöiden tekemien takaisinostojen syyksi esitettiin ylimmän johdon osakeoptioita. Tutkijat havaitsivatkin, mitä enemmän yhtiöillä oli taloudellisia rajoitteita sitä enemmän johdolla oli optiomahdollisuuksia, ja mitä enemmän optiomahdollisuuksia johdolla oli sitä enemmän yhtiöt tekivät takaisinostoja. Vähentyneet kassavarat myös vaikeuttivat yhtiöiden investointimahdollisuuksia, jolloin yhtiö investoi vähemmän kuin olisi ollut optimaalista yhtiön pitkäaikaisen kehityksen näkökulmasta. Vähentyneet investoinnit johtivat laskeviin osakekurssiin.

Bonaimé, Öztekin ja Warr (2014) tutkivat, oliko pääomarakenteella ja oman pääoman väärinhinnoittelulla vaikutusta omien osakkeiden takaisinostoihin. Tutkimusaineisto koostui niistä yhdysvaltalaisen yhtiöiden vuosien 1990–2010 aikana tekemistä avo-markkina ostoilmoituksista, missä yhtiöiden toimiala ei ollut tarkan sääntelyn alaisena. Aineisto oli kerätty Securities Data Companyn tietopankista (myöhemmin SDC). Tutkimustulokset osoittavat, että markkinat reagoivat positiivisesti takaisinostoihin, kun yhtiön oma pääoma oli arvostettu liian alhaiseksi. Markkinat reagoivat negatiivisesti, jos oma pääoma oli arvioitu liian korkeaksi. Takaisinostojen vaikutusta osakekurssien kehitykseen oli tutkittu vain lyhyellä aikavälillä.

Jagannathan, Stephens ja Weisbach (2000) tutkivat, kuinka yhdysvaltalaiset yhtiöt käyttivät osinkoja ja takaisinostoja voitonjaon välineenä sekä mitä vaikutuksia niillä oli yhtiön päätöksenteon joustavuuteen. Tutkimusaineisto oli kerätty vuosilta 1985–1996 SDC:n tietopankista. Tutkimustulokset osoittivat, että osingot kasvoivat tasaisesti kassavirran kasvaessa, kun taas takaisinostot tapahtuivat sykleittäin suhdannevaiheiden mukaisesti. Takaisinostojen määrä kasvoi noususuhdanteessa ja laski laskusuhdanteessa. Jagannathan et al. tutkimus kohdistuu ajanjaksolle, jolloin takaisinostot kasvoivat mutta eivät olleet merkittävä voitonjako keino. Tuolloin tutkijat eivät uskoneet takaisinostojen suosion ohittavan osingonjakoa voitonjako keino. Takaisinostot olivat merkittäviä vasta vuonna 1996, jolloin takaisinostojen määrä oli 44,3–63,3 miljardia dollaria. (Jagannathan, Stephens ja Weisbach 2000, 382.)

Jagannathan, Stephens ja Weisbach (2000) myös esittävät, etteivät takaisinostojen verotukselliset edut verrattuna osingonjaon verotus tuihin selittäisi takaisinostoja

voitonjakona toisin kuin teoria antaisi ymmärtää. Tutkijoiden mukaan selitys löytyisikin yhtiön koosta ja suhdannekierron vaiheesta. Yhtiöt, jotka kasvattivat osinkojen määrää, olivat suuria yhtiöitä, kun taas takaisinostoja tehneet olivat pienempiä. Keskisuuret yhtiöt, jotka kasvattivat takaisinostojen määrää, eivät olleet koskaan ennen maksaneet osinkoa. Tutkimuksen mukaan osingonjako perustui enemmänkin yhtiön voitonjaon historiaan kuin voitonjakotavan hyötyihin. Jos aikaisemmin oli jaettu osinkoa, jaettiin sitä myös tulevaisuudessa. Tulokset ovat johdonmukaisia siinä, että jatkuva kassavirta nostaa osinkoa, jos yhtiö on aikaisemminkin jakanut osinkoa, kun taas väliaikainen kassavirta käytetään takaisinostoihin.

Tutkimuksen kohteena olleet yhtiöt perustelivat takaisinostoja sillä, että osake oli aliarvostettu. Samat perustelut havaitsivat tutkimuksissaan Bhargava (2011), Baker ja Wurgler (2004) sekä Fried (2014). Takaisinostot eivät ole johtaneet korkeampaan osingonjakoon. Osingon kasvattamista puolestaan perusteltiin kasvaneilla kassavirroilla, mikä nosti osakekurssia. Tutkijoiden mukaan sijoittajat suosivat osinkoa takaisinostojen sijaan. Osakkeen aliarvostaminen oli ilmoitettu takaisinostojen perusteluiksi myös SEC:n tutkimissa takaisinostoilmoituksissa (SEC 2021).

Stunda (2017) tutki, kuinka takaisinostot vaikuttavat yhtiön toimintaan ja kehitykseen pitkällä aikavälillä. Tutkimusotos koostuu kaikista yhtiöistä, jotka tekivät takaisinostoilmoituksen vuonna 2010. Näiden yhtiöiden osakkeiden hinnan kehitystä ja investointien lukumäärää seurattiin vuosilta 2011–2015. Lisäksi tutkittiin, kuinka sijoittajat tulkitsivat osakkeiden hinnan kehityksestä ja investoinneista saatavaa informaatiota. Aineisto koostui eri alojen yhtiöistä, jotka jaettiin kahteen ryhmään: niihin, jotka toteuttivat takaisinostot ja niihin, jotka eivät toteuttaneet. Tutkimuksessa havaittiin, että toimiala vaikutti takaisinostojen toteutusmäärään.

Stunda (2017) havaitsi, että osakkeiden hinnat laskevat takaisinostoa seuranneena vuonna toimialasta riippumatta. Hintojen lasku jatkui seurattujen vuosien ajan. Mitä pitempi aika takaisinostosta oli kulunut, sen voimakkaampaa osakkeiden hinnan lasku oli, ollen viidentenä vuonna voimakkainta. Niiden yhtiöiden, jotka eivät olleet tehneet takaisinostoja, osakekurssi nousi viiden vuoden ajan toimialasta riippumatta. Tutkimustulokset mukailevat Chenin ja Wangin (2012) tutkimustuloksia, joiden mukaan osakkeet kehittyivät takaisinostoa seuranneena vuonna huonommin kuin ennusteet antoivat ymmärtää. Toisaalta Baker ja Wurgler (2004) havaitsivat lyhytaikaisen kurssinousun heti takaisinostojen jälkeen, mutta myöhemmin osakkeiden hinnat kääntyivät laskuun.

Stundan (2017) tutkimuksen mukaan sijoittajat eivät luota takaisinostoja tehneiden yhtiöiden osakkeiden hintojen muutoksen tuottamaan informaatioon. Sijoittajat pitävät takaisinostoista johtuvia epänormaaleja tuottoja (*abnormal return*) epäluotettavina indikaattoreina osakkeiden hinnoista. Epänormaalilla tuotolla tarkoitetaan todellisen ja odotetun tuoton erotusta. Toisaalta sijoittajat luottivat osakekurssin indikoimaan kehitykseen niiden yhtiöiden osalta, jotka eivät olleet tehneet takaisinostoja. Chen ja Wang (2012) totesivat, että takaisinostot johtavat myös heikompiin epänormaaleihin tuottoihin. Myös SEC oli havainnut omissa tutkimuksissaan, että takaisinostoilmoitusta seuranneen 30 päivän aikana yhtiöt saivat yli 2,5 % enemmän epänormaaleja tuottoja. Tämä ei ollut yllättävää. Kun yhtiö ilmoittaa sen osakkeen olevan aliarvostettu on luontevaa, että sijoittajat alkavat ostamaan yhtiön osakkeita. (Jackson Jr. 2018.)

Stunda (2017) havaitsi myös, että jokaisena takaisinostoa seuranneena vuonna tehtyjen investointien määrät laskivat. Samoihin tuloksiin päätyi myös Bhargava (2011), joka löysi negatiivisin korrelaation takaisinostojen ja investointien välillä. Investointien vähenemisen syyksi Bhargava esitti vähentyneitä kassavaroja. Myös Hammond, Leibowitz ja Siegel (2011) totesivat, että investoinnit vähenivät takaisinostojen jälkeen erityisesti takaisinostoja seuranneena vuonna. Vanhemmissa tutkimuksissa, jotka sijoittuivat 1980 ja 1990-luvuille, ei löydetty selvää yhteyttä investointien ja takaisinostojen välillä (mm, Lambert, Lanen & Lacker (1989); Sinha (1991); Howe, He & Kao (1992)).

Varojen palauttaminen omistajille mahdollistaa varojen paremman allokoinnin ja vähentää yhtiön tai sen hallinnon liiallista laajentumista. Takaisinostoihin käytetty raha ei katoa taloudesta vaan se voidaan käyttää uudelleen investointeihin (Schneider ja Kohlmeyer III 2015, 66–67). Stunda (2017) havaitsi myös yhteyden investointien ja epänormaalien tuottojen välillä. Sijoittajat näkivät epänormaalien tuottojen sisältävän informaatiota investointien kannattavuudesta niillä yhtiöillä, jotka eivät tehneet takaisinostoja mutta tekivät investointeja. Takaisinostoja tehneiden yhtiöiden epänormaaleista tuottoista saatavaa informaatiota ei pidetty luotettavana indikaattorina yhtiön kehityksestä, vaikka yhtiö olisi tehnyt investointeja.

Bhargava (2011) tutki takaisinostojen yhteyttä johdon palkkaan ja osakeoptioihin. Tutkimusaineistona oli käytetty 700 isointa yhdysvaltalaisista yhtiötä, jotka olivat tehneet takaisinostoja vuosina 1996–2005. Tutkimusaineisto ajoittui ajalle, jolloin takaisinostot olivat tulleet merkittäväksi voitonjakokeinoksi. Takaisinostojen voimakas rahamääräinen

kasvu alkoi vuonna 2004 (Brealey, Myers & Allen 2014, 401).

Tutkimuksessaan Bhargava (2011) pyrki selvittämään johdon palkkarakennetta sekä sitä, miten tulevaisuuden suorituskyky näkyi palkkauksessa ja mikä osa palkasta selittyi takaisinostoilla. Haasteita tutkimukselle toi yhtiön johdon suuri vaihtuvuus. Tutkimuksessa havaittiin, että mitä korkeammat odotetut tuotot olivat, sitä enemmän johdolle myönnettiin osakeoptioita, mutta myönnettyjen optioiden lukumäärällä ei havaittu olevan yhteyttä takaisinostojen määrään. Takaisinostojen tekemiseen vaikutti enemmänkin se, oliko niitä tehty aikaisempaan vuonna. Jos takaisinostoja oli tehty, tehtiin niitä seuraavanakin vuonna. Takaisinostoja toteutettiin myös todennäköisemmin, jos johto oli lunastanut osakeoptionsa. Takaisinostojen toteutuksen syynä Bhargava olettaa olevan EPS-tunnusluvun laskun. Tutkimuksen mukaan investoinnit laskivat takaisinostojen ja osakeoptioiden myöntämisen jälkeen. Bhargava (2011) havaitsi, silloin kun johdon palkkiot ylittävät keskimäärin 1 806 500 dollaria, vaikuttaa tämä vähentävästi yhtiön tekemään tutkimus- ja kehitystyön määrään. Johdon palkkiot ylittivät keskimäärin 1 806 500 dollaria vuoden 2000 lopulla.

Griffin ja Zhu (2010) puolestaan tutkivat, kuinka johdon osakeoptiot vaikuttivat voitonjakopolitiikkaan, ja miten takaisinostot vaikuttivat EPS-tunnusluvun kehitykseen. Tutkimusaineisto oli kerätty vuosilta 2005–2007. He totesivat, että johdon osakeoptiot kasvattivat tehtyjen takaisinostojen määrää. Takaisinostoja tekevillä yhtiöillä johdon palkkiot olivat korkeampia, johdolle myönnettiin enemmän osakeoptioita ja johto lunasti optionsa useammin kuin osinkoa jakavien yhtiöiden johto. Takaisinostojen ja johdon optioiden suhde todettiin olevan yleensä samanaikainen eikä syy-seuraussuhde. Takaisinostoja seuranneen osakekurssin nousun seurauksena omistajat nostivat johdon palkkioita ja optioiden lukumäärää. Tutkijat havaitsivat myös, jos johdon takaisinostojen jälkeen lunastamat optiot rajataan tutkimuksen ulkopuolelle, EPS-tunnusluku ei kasva reaalisesti tai nimellisesti takaisinostojen seurauksena. Tällöin takaisinostot eivät suoraan manipuloi EPS-tunnuslukua.

Comment ja Jarrel (1991) puolestaan toteavat tutkimuksessaan, että takaisinostoilmoitukset aiheuttivat voimakkaan nousun osakkeiden kurssihintaan, nousu saattoi olla jopa 11 %. Lee, Mikkelsen ja Patch (1992) havaitsivat, että osakekurssi nousi, kun yhtiö ilmoitti ostavansa osakkeitaan yli markkinahinnan ja yhtiön ylin johto sekä omistajat kieltäytyvät myymästä. Tällöin sijoittajat tulkitsevat, että johto ja omistajat pitivät osaketta arvokkaampana kuin yhtiön tarjoama ostohinta oli. Toisaalta Baker and

Wurglerin (2004) mukaan lyhyen kurssinousun jälkeen osakkeiden hinnat kääntyvät takaisinoston jälkeen laskuun.

Empiiriset tutkimukset antavat ristiriitaisia tuloksia omien osakkeiden takaisinostojen vaikutuksista osakkeen hintaan. Chen ja Wang (2012) totesivat tutkimuksessaan, että takaisinostoja tehneiden yhtiöiden osakkeet olivat aliarvostettuja takaisinostoa seuranneena vuonna. Bonaimé, Hankins and Harford (2013) havaitsivat, että hinnat vaihtelivat rajusti seuraavina vuosina, kun taas Babenko, Tserlukevich ja Vedrashko (2013) havaitsivat epänormaaleja nousuja osakkeiden hinnoissa seuraavana vuonna. Crawford ja Wang (2013) totesivat, että kaksi vuotta osakkeiden takaisinoston jälkeen osakekursseilla oli taipumusta nousta, kun taas Stunda (2017) totesi, että takaisinostoilla oli laskeva vaikutus yrityksen osakkeiden hintaan viiden vuoden tarkastelujaksolla.

4.2 Lakiehdotuksen vaikutus takaisinostoilmoituksiin

Tässä pro gradussa tutkitaan, onko takaisinostojen rajoittamisen ehdotuksella ollut vaikutusta takaisinostojen määrään. Ensimmäiseksi tutkitaan, vaikuttiko vuoden 2018 ehdotettu laki takaisinostojen teon rajoittamisesta (*Accountable Capitalism Act*) takaisinostoilmoitusten lukumäärään. Lisäksi testataan vaikuttaako takaisinostojen määrään takaisinosto tapa eli onko takaisinostot toteutettu avomarkkinaostoina vai jonain muuna ostotyypinä.

Tutkimusaineistona käytetään New Yorkin pörssiin tai NASDAQ:iin (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) listattujen yhtiöiden tekemiä takaisinostoilmoituksia. Aineisto kattaa ajanjakson 2011–2022 ja se on kerätty MarketBeat:n sivustolta (<https://www.marketbeat.com/stock-buybacks/>). Vuosi 2022 sisältää ajanjakson 1.1.–4.10. Vuosien 2011–2020 aineisto kerättiin 1.6.2021 ja vuosien 2021–2022 on kerätty 4.10.2022. Aineistossa havaintoina on yksittäinen takaisinostoilmoitus dollarimääräisenä. Jos takaisinostojen määrä on ilmoitettu osakkeiden kappalemäärinä, on kappalemäärä kerrottu päiväkohtaisella kurssihinnalla. Jos takaisinoston tarjoustyypinä on käytetty avomarkkinaostoa, antaa menetelmä oikean dollari-määräisen arvon. Muulloin on oletettu, että omistajat toimivat rationaalisesti ja kaihtavat tappioita. Tällöin he eivät myy osakkeitaan takaisin yhtiöille, elleivät he saa vähintäänkin

saman hinnan, jonka he saivat markkinoilta. Jos päiväkohtainen kurssi on ilmoitettu jossain muussa valuutassa kuin Yhdysvaltojen dollareissa, on päiväkurssi muutettu dollareiksi käyttämällä kyseisen vuoden kurssia tai tarkasteluajanjakson keskimääräistä kurssia.

Jokaista takaisinostoilmoitusta käsitellään omana havaintonaan. Tehtyjä takaisinostoilmoituksia on 7 698 kappaletta. Ilmoitusten maksimiarvo on 106,78 miljardia dollaria, kun taas minimiarvo on nolla dollaria (liite 2). Ilmoituksen arvo on nolla, jos osto-ohjelma on peruttu tai keskeytetty, tai jos ostomäärä on ilmoitettu osakkeiden kappalemäärinä ja ostoilmoituksen päiväkohtainen osakkeen kurssihinta on ollut nolla dollaria. Yksittäinen takaisinostoilmoitus on valittu havainnoksi, koska sama yhtiö on voinut tehdä useita takaisinostoilmoituksia tai yhtiö on voinut myös ostaa erisarjaisia osakkeita.

Takaisinostoilmoitusten moodi on 100 miljoonaa dollaria ja mediaani 150 miljoonaa dollaria. Niiden keskiarvo on 995,47 miljoonaa dollaria ja keskihajonta on 3 721,64 miljoonaa dollaria (liite 2). Aineistossa havaintojen välillä on paljon vaihtelua. Tämä johtuu todennäköisesti eri yhtiöiden erilaisista voitonjakopolitiikoista. Osa yhtiöistä tekee monta määrällisesti pienempää takaisinostoilmoitusta vuodessa, kun taas toiset yhtiöt toteuttavat suuren osto-ohjelman kerran tai muutaman vuoden välein. Takaisinostoilmoitukset eroavat toteutuneista takaisinostoista, koska yhtiö voi aina laajentaa, perua tai keskeyttää ilmoittamansa takaisinosto-ohjelman. Takaisinosto-ohjelma voi myös olla kertaluonteinen tai monen vuoden kestävä.

Takaisinostoilmoitusten dollarimäärän lisäksi aineiston muuttujina ovat yhtiön nimi ja sen osakesarjojen listauskoodi, takaisinostojen tarjoustyyppi, takaisinostotyyppi, päiväkurssihinta ja vuosi. Takaisinostoilmoituksen tehnyt yhtiö on joko listautunut New Yorkin pörssiin tai NASDAQ:iin. Takaisinostojen tarjoustyypillä tarkoitetaan, onko ostotapa avomarkkinaosto, hollantilainen huutokauppa, yksityistarjous tai näiden yhdistelmä. Nämä on kuvattu tarkemmin luvussa 2.3.3. Suurin osa ilmoituksista on avomarkkinaostoja. Takaisinostotyyppi tarkoittaa puolestaan, onko kyseessä uusi osto-ohjelma vai vanhan ohjelman laajennus. Jokainen vanhan osto-ohjelman laajennus käsitellään uutena havaintona sinä vuonna, jolloin laajennus on ilmoitettu. Päiväkurssi on takaisinostoilmoituksen tehneen yhtiön osakesarjan päiväkohtainen markkinahinta ja vuosi on omien osakkeiden osto-ohjelman ilmoitusvuosi.

Päiväkurssien moodi on nolla dollaria (liite 3). Se ei kuitenkaan tarkoita, että takaisin ostettava määrä olisi myös nolla dollaria. Koska yhtiö uskoo osakekurssin olevan aliarvostettu, takaisinostoilmoitus nostaa osakekurssia. Tällöin yhtiö ilmoittaa takaisinoston rahamäärän, jolla se ostaa omia osakkeitaan. Päiväkurssin mediaani on 47,80 dollaria ja keskiarvo on 108,70 dollaria (liite 3). Minimiarvo on nolla dollaria, maksimiarvo on 4 984,85 dollaria ja keskihajonta on 315,79 dollaria.

Regressioanalyysin avulla tutkitaan, vaikuttiko vuonna 2018 ehdotettu laki (*Accountable Capitalism Act*) takaisinostojen määrään. Vuoden 2018 lakiehdotus valittiin, koska aikaisemmin ehdotettuihin takaisinostojen rajoituksiin verrattuna se sai eniten huomioita niin mediassa kuin talouspoliittisissa keskusteluissa. Ehdotuksella ei pitäisi olla mitään vaikutusta takaisinostojen määrään, koska takaisinostoihin pitäisi vaikuttaa pääasiassa onko osake aliarvostettu. Lakiehdotus ei mennyt läpi, mutta se on eri senaattorien toimesta esitetty yhä uudestaan vähän erimuodoissa aina vuodesta 2018 lähtien.

Tutkitaan alla olevaa yhtälöä (kaava 1).

$$(1) \quad Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon,$$

jossa Y =takaisinostoilmoitus dollarimääräisenä, α on vakio, X_1 on päiväkurssihinta, X_2 on vuosidummy-muuttuja, β_i ovat regressiokertoimet ja ε on virhetermi. Dummy-muuttuja saa arvon yksi, jos se on pienempi kuin vuosi 2018, ja jos se on suurempaa tai yhtä suurta kuin 2018, se saa arvon nolla. Takaisinostoilmoitusta selitetään dummy-vuoden lisäksi päiväkurssihinnalla, koska yleisin syy, miksi yhtiö ilmoittaa tekevänsä takaisinoston on, että osakkeenkurssi on aliarvostettu. Oletetaan, ettei kurssihintaan ole voinut vaikuttaa takaisinostoilmoitus ennen kuin ostoilmoitus on julkaistu, koska muussa tapauksessa olisi hyödynnetty sisäpiiritietoa. Tehdään OLS (*ordinary least squares*) regressio eli käytetään pienimmän neliösumman menetelmää. Tarkistetaan t-testillä, ovatko muuttujat tilastollisesti merkitseviä. T-testin hypoteesit ovat:

H_0 : muuttuja ei ole tilastollisesti merkitsevä

H_1 : muuttuja on tilastollisesti merkitsevä

T-testin tulokset nähdään liitteestä 4. Kaikki muuttujat saavat p-arvoksi 0,0000, joka on pienempi kuin 0,05 eli kaikki muuttujat ovat tilastollisesti merkitseviä 5 % luotettavuustasolla. Virhetermit eivät kuitenkaan noudata normaalijakaumaa eikä se ole homoskedastinen (liite 5). Heteroskedastisuuden vuoksi eivät F-testit ja t-testit anna oikeita tuloksia.

Heteroskedastisuuden poistamiseksi otetaan muuttujista logaritmi ja estimoidaan regressio uudelleen. Edelleen vakio ja vuosidummy-muuttuja saavat t-testistä p-arvoksi 0,0000 ja logaritmoitu päiväkurssihinta saa p-arvon 0,0065 eli edelleen kaikki muuttujat ovat tilastollisesti merkitseviä (liite 6). Testataan Whiten testillä, onko regressio homoskedastinen. Whiten testin hypoteesit ovat:

H0: virhetermi on homoskedastinen

H1: virhetermi on heteroskedastinen

Saadaan Whiten testin p-arvoksi 0,0000, joka voidaan hylätä 5 % luotettavuustasolla. Tällöin nollahypoteesi hylätään eli virhetermin varianssi on edelleen heteroskedastinen.

Koska OLS malli on kuitenkin edelleen heteroskedastinen eli F-testit ja t-testit eivät ole luotettavia ja OLS ei pysty estimoimaan mallia oikein, OLS ei ole enää tehokas. Korjataan heteroskedastisuutta tekemällä FGLS (*feasible generalised least squares*) estimointi. FGLS valittiin, koska variansseja ei tunneta ja oletetaan, että useamman kuin yhden muuttujan varianssi vaihtelee. Olisi voitu käyttää myös Whiten robusteja keskivirheitä, mutta FGLS estimaatit ovat tehokkaammat kuin yleinen HCSE. FGLS menetelmässä, eli painotetun yleistetyn pienimmän neliösumman estimoinnissa, estimoidaan alkuperäinen regressioyhtälö taas OLS:llä ja lasketaan mallista ennustetut arvot, jotka ovat todennäköisyyden ennustettuja arvoja. Estimoidaan regressioyhtälö muunnetussa muodossa käyttäen painoja, jotka ovat virhetermin hajonnan käänteislukuja eli estimoidaan (kaava 2):

$$(2) \quad \frac{Y}{h_i} = \frac{X_1}{h_i} \beta_1 + X_2 \beta_2 + \frac{u_i}{h_i},$$

jossa u_i on virhetermi ja h_i on selitetty kaavassa 3.

$$(3) \quad h_i = \sqrt{\text{var}(u_i)} = \sqrt{\hat{Y}_i(1 - \hat{Y}_i)},$$

jossa \hat{Y} on Y:n ennustettu arvo.

Alla olevasta Taulukko 1 nähdään saadut GLS-estimaattorit. Vakio saa arvon n. 0,53, muunnetun päiväkurssin kerroin eli β_1 on noin 0,89 ja vuosidummy-muuttujan eli β_2 arvo on noin -0,21. Testataan T-testillä ovatko muuttujat tilastollisesti merkitseviä. T-testin hypoteesit ovat:

H0: muuttuja ei ole tilastollisesti merkitsevä

H1: muuttuja on tilastollisesti merkitsevä

Taulukko 1. GLS-estimaattorit ja T-testit

	Regressiokerroin	Keskivirhe	T-arvo	T-testin p-arvo
Vakio	0,534723	0,001584	33,8	0,0000
Muunnettu päiväkurssihinta	0,888033	0,008907	99,7	0,0000
Vuosi-dummy	-0,205404	0,01397	-14,7	0,0000

Kaikki muuttajat ovat tilastollisesti merkitseviä 5 % luotettavuustasolla eli p-arvo on 0,0000 niin vakioille, muunnetulle päiväkurssihinnalle kuin vuosidummy-muuttujalle (Taulukko 1). T-testin tuloksiin voidaan luottaa, jos oletetaan, että muunnettu malli täyttää homoskedastisuusvaatimuksen. Testataan vielä homoskedastisuutta Whiten testillä, jonka hypoteesit ovat:

H0: Virhetermin varianssi on homoskedastinen

H1: Virhetermin varianssi on heteroskedastinen

Saadaan testin p-arvoksi 0,0000 eli nollahypoteesi hylätään 5 % luotettavuustasolla eli virhetermin varianssi ei ole homoskedastinen (liite 7). Vaikka heteroskedastisuudella ei ole vaikutusta regressiokertoimiin, se kuitenkin häiritsee tilastollista päättelyä. Muuttujien t-testit ja malli F-testit eivät anna luotettavaa tulosta. Mallissa oleva heteroskedastisuus voi liittyä johonkin muuhun muuttujaan kuin mallissa olevaan tai se voi olla havaintojen välistä.

4.3 Ostotavan vaikutus takaisinostoilmoituksiin

Takaisinostojen kritiikki on kohdistunut erityisesti takaisinostoihin, jotka on toteutettu avomarkkinaostoina. Avomarkkinaostot ovat selvästi suosituin tapa toteuttaa takaisinostot. Avomarkkinaostot on ehdotettu kokonaan kiellettäväksi Yhdysvalloissa. Tutkitaan vielä, vaikuttiko takaisinoston tarjoustyyppi takaisinostoilmoitusten dollarimäärään. Käytetään samaa aineistoa kuin aikaisemmin. Tarjoustyyppistä tehdään dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, jos tarjous on toteutettu avomarkkinaostoina, ja arvon 0, jos osakkeista

tai osasta osakkeita on tehty suora tarjous omistajille tai jos omistajia on pyydetty tekemään tarjous osakkeista. Mallinnetaan alla oleva yhtälö (kaava 4) ja tehdään regressioanalyysi.

$$(4) \quad Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_3 X_3 + \varepsilon,$$

jossa Y=takaisinostoilmoitus dollari määräisenä, α on vakio, X_1 on päiväkurssihinta, X_3 on tarjoustyyppidummy-muuttuja, β_i ovat regressiokertoimet ja ε on virhetermi. Tehdään OLS regressio ja testataan, ovatko muuttujat tilastollisesti merkitseviä. T-testillä testataan, ovatko muuttujat tilastollisesti merkitseviä. T-testin hypoteesit ovat:

H0: muuttuja ei ole tilastollisesti merkitsevä

H1: muuttuja on tilastollisesti merkitsevä

Liitteestä 8 nähdään, että t-testi antaa vakiolle t-arvon 2,36 eli p-arvon 0,0184, mikä on juuri ja juuri tilastollisesti merkitsevä 5 % luotettavuustasolla. Päiväkurssihinta saa puolestaan t-arvon 6,17 ja tarjoustyyppidummy saa t-arvon 3,58 eli kaikki muuttujat ovat tilastollisesti merkitseviä 5 % luotettavuustasolla (liite 8). Kuitenkaan F-testin ja t-testin tuloksiin ei voida taaskaan luottaa, sillä regression virhetermien varianssit eivät ole samoja (liite 9) eli täytyä homoskedastisuusvaatimus ei täyty. Lisäksi virhetermit eivät noudata normaalijakaumaa. Jotta muuttujien virhetermien varianssit saataisiin homoskedastisiksi, otetaan muuttujista logaritmi.

Tehdään regressio uudestaan ja testataan t-testillä ovatko muuttujat tilastollisesti merkitseviä. T-testin hypoteesit ovat:

H0: muuttuja ei ole tilastollisesti merkitsevä

H1: muuttuja on tilastollisesti merkitsevä

Vakio ja päiväkurssihinta saavat t-testistä p-arvon 0,0000 eli ne ovat tilastollisesti merkitseviä 5 % luotettavuustasolla (liite 10). Tarjoustyyppidummy-muuttuja saa puolestaan p-arvon 0,0012, joten myös se on tilastollisesti merkitsevä 5 % luotettavuustasolla (liite 10). Testataan homoskedastisuutta Whiten testillä, jonka hypoteesit ovat:

H0: Virhetermin varianssi on homoskedastinen

H1: Virhetermin varianssi on heteroskedastinen

Saadaan Whiten testin p-arvoksi 0,0000, jolloin nollahypoteesi voidaan hylätä 5 % luotettavuustasolla (liite 11). Virhetermin varianssi on edelleen heteroskedastinen. Korjataan heteroskedastisuutta ottamalla taas FGLS estimaatit eli estimoidaan regressioyhtälö muunnetussa muodossa (kaava 5):

$$(5) \quad \frac{Y}{h_i} = \frac{X_1}{h_i} \beta_1 + X_3 \beta_3 + \frac{u_i}{h_i},$$

jossa u_i on virhetermi ja h_i on regression residuaalit korotettuna toiseen potenssiin ja niistä otettu neliöjuuri. Muuttujat jaetaan siis virhetermien varianssien neliöjuurella (kaava 6)

$$(6) \quad h_i = \sqrt{\text{var}(u_i)} = \sqrt{\hat{Y}_i(1 - \hat{Y}_i)},$$

jossa \hat{Y} on Y :n ennustettu arvo.

Taulukko 2. GLS-estimaattorit ja T-testi

	Regressiokerroin	Keskivirhe	T-arvo	T-testin p-arvo
Vakio	0,330628	0,001949	17,0	0,0000
Muunnettu päiväkurssihinta	0,893709	0,009076	98,5	0,0000
Tarjoustyyppidummy	0,00399546	0,01790	0,223	0,8234

Yllä olevasta taulukosta 2 nähdään GLS estimaattorit. Vakio saa kertoimen 0,33, kun taas β_1 on noin 0,89 ja β_3 on noin 0,00 (Taulukko 2). Testataan t-testillä ovatko muuttujat tilastollisesti merkitseviä. T-testin hypoteesit ovat:

H_0 : muuttuja ei ole tilastollisesti merkitsevä

H_1 : muuttuja on tilastollisesti merkitsevä

Vakio ja muunnettu päiväkurssihinta saavat T-testin p-arvoksi 0,0000 eli ne ovat edelleen tilastollisesti merkitseviä 5 % luotettavuustasolla, mutta tarjoustyyppidummy puolestaan saa arvoksi noin 0,84, joka on suurempaa kuin 5 % luotettavuustasolla, jolloin se ei ole enää tilastollisesti merkitsevä. Tällöin tarjoustyyppin vaikutusta ostoilmoituksen dollariäärään ei voida mallintaa. Tutkitaan vielä, voiko T-testin tuloksiin luottaa, eli ovatko virhetermien varianssit samoja, jolloin malli täyttää homoskedastisuusvaatimuksen. Tehdään Whiten testi, jonka hypoteesit ovat:

H_0 : Virhetermin varianssi on homoskedastinen

H1: Virhetermin varianssi on heteroskedastinen

Saadaan Whiten testin p-arvoksi 0,0000, jonka perusteella nollahypoteesi voidaan hylätä 5 % luotettavuustasolla eli virhetermin varianssi on edelleen heteroskedastinen (liite 12). T-testin tulokset eivät ole luotettavia. Mallin heteroskedastisuus ei välttämättä liity takaisinostotarjoustyyppeihin vaan se voi vaihdella takaisinostoilmoitusten välillä. Heteroskedastisuuden vuoksi mallista ei voida tehdä tilastollista päättelyä. Heteroskedastisuus voi olla havaintojen välistä tai johtua puuttuvasta muuttujasta eli mallin ulkopuolisesta muuttujasta.

5. Johtopäätökset

Tässä pro gradussa on tarkasteltu omien osakkeiden takaisinostoa Yhdysvalloissa sekä niistä käytyä keskustelua: miten niitä on puolustettu ja mitä kritiikkiä ne ovat saaneet sekä kuinka niitä on ehdotettu rajoitettavaksi. Erityisesti on tarkasteltu omien osakkeiden takaisinostojen voittonjakopolitiikan näkökulmasta, mitä hyötyjä ja mitä haittoja takaisinostoilla on havaittu olevan ja kuinka takaisinostojen kasvanut määrä on johtanut niiden kritiikkiin ja vaatimuksiin lain säädännön tiukentamisesta. Ennen takaisinostojen laillistamista vuonna 1982 takaisinostojen pidettiin pääosin laittomana keinona manipuloida osakkeen kurssihintaa. Laillistaminen tapahtui osana Reaganin hallituksen sääntelyn purkuohjelmaa, jonka seurauksena takaisinostot ovat kasvaneet merkittäväksi keinoksi jakaa yhtiön varoja omistajille. Etuna takaisinostoissa on verrattuna osinkoihin, etteivät ne sido yhtiötä tulevaisuudessa korkeaan voittonjakoon. Samalla omistajat saavat valita, osallistuvatko he voittonjakoon myymällä osakkeitaan vai hyötyvätkö he vain osakkeiden arvon noususta.

Takaisinostojen tekoa perusteellaan yleensä alhaisella osakekurssilla eikä yhtiön hyvällä tuloksella, vaikka takaisinostot ovat voittonjakokeino. Takaisinostot vaikuttavat osakekurssiin nostavasti, mutta vaikutuksen on havaittu olevan lyhytaikainen. Tämä on johtanut siihen, että yhtiöt joutuvat tekemään toistuvasti takaisinostojen estääkseen osakekurssin laskun. Myös johdon osakeoptioiden on havaittu vaikuttavan takaisinostojen määrään: mitä enemmän johto käyttää osakeoptioita palkitsemisjärjestelmissään sitä todennäköisemmin yhtiö tekee takaisinostojen myös tulevaisuudessa. Yhtiön johdolla on

oikeus päättää takaisinostoista ja niiden ajankohdasta. Usein takaisinostot ajoittuvat aikaan juuri ennen kuin johto lunastaa omat osakeoptionsa. Takaisinostot nostavat osakkeiden kurssihintaa pörssimarkkinoilla, jolloin johto hyötyy osakeoptioistaan enemmän saaden ns. ylimääräisen bonuksen takaisinostojen myötä. Lisäksi johdon suoriutumisen arvioinnin mittarina käytetään yleensä yhtiön EPS-tunnuslukua, joka paranee markkinoilla olevien osakkeiden määrän pientymisen myötä. Tällöin johdolla on kannustimena tehdä takaisinostoja niin oma taloudellinen hyöty kuin työpaikan säilyttäminen.

Kasvanut takaisinostojen määrä on aiheuttanut painetta lainsäätäjille tiukentaa takaisinostojen sääntelyä. Pääasiassa koetetaan hillitä kasvaneita tuloeroja ja parantaa työntekijöiden oikeuksia joko kieltämällä takaisinostot kokonaan tai kieltämällä avomarkkinoilla toteutetut takaisinostot tai muuttamalla takaisinostojen verotusta haitallisemmaksi verrattuna osinkoihin. Takaisinostojen rajoittaminen tai kokonaan kieltäminen on saanut paljon huomioita mediassa aina vuoden 2018 lakiehdotuksesta lähtien, vaikka kyseinen ehdotus ei kieltänyt takaisinostoja kokonaan. Kuitenkin ainoa voimaan tullut takaisinostoja rajoittava laki on vuonna 2022 voimaan tullut yhden prosentin vero yhtiöille, joka toteuttaa takaisinoston.

Takaisinostojen asiantuntijana pidetty professori Jesse M. Fried puolustaa takaisinostoja voitonjakokeinona, kun taas takaisinostojen tunnetuin kriitikko professori William Lazonick ehdottaa niiden kieltämistä. Takaisinostojen puolustajat ja niiden kriitikot ovat pitkälle yhtä mieltä siitä, että takaisinostot ovat mahdollistaneet johdon sisäpiiritiedon hyödyntämisen ja että takaisinostoihin käytetään yli 90 % yhtiön voitoista. Fried ja Wang (2019) argumentoivat paljon viitatussa tutkimuksessaan, että ongelmana ei ole korkea voitonjako, eikä tällöin takaisinostot, vaan ongelma on johdon saama ansaitsematon palkkio. Korkea voitonjako on hyväksi niin yhtiöille kuin yhteiskunnalle. He argumentoivat, että yhtiöillä, jotka toteuttavat korkeaa voitonjakoa, ei välttämättä ole mitään kannattavaa investointikohdetta, jolloin on parempi, että johto jakaa rahat omistajille mieluummin kuin lähtevät kasvattamaan yhtiöitä tehottomasti. Korkean voitonjaon ei pitäisi heidän mielestään vaikuttaa yhtiön pitkäaikaiseen kannattavuuteen tai maksukyvyyn heikkenemiseen, koska lisävaroja tarvitseva yhtiö voi aina tehdä uuden osakeannin. Yhteiskunta hyötyy, koska omistajat saavat yhtiön varat voitonjaossa ja voivat sijoittaa ne uudelleen kannattaviin sijoituskohteisiin markkinoille. Omistajien uskotaan allokoivan varat paljon tehokkaammin kuin yhtiön johdon.

Lazonick ja Shin nostavat esille, että on yllättävää, kuinka agenttiteoreetikot näkevät ongelmallisena sen, että johdon intressit on sidottu yhtiön intresseihin. Heidän mukaansa ongelmana on, että takaisinostot, kuten voitonjakopolitiikka yleensä pohjautuu omistajien voiton maksimoinnin periaatteeseen. Omistajien voiton maksimointiteorian mukaan omistajilla on ehdoton oikeus yhtiön voittoihin. Tämä on perusajatus agenttiteoriassa, jonka oikeellisuutta perustellaan yhtiöiden voiton maksimoinnin teorialla, jota Lazonick ja Shin pitävät puutteellisena. Markkinoilla toimivat yhtiöt ottavat hinnan annettuna ja sopeuttavat oman tuotantonsa vastaamaan yhtiöiden kustannuskäyrää. Kilpailullisilla markkinoilla kaikkien yhtiöiden kustannusrakenteet ovat keskenään samanlaisia, ja ainut mihin yhtiöt pystyvät vaikuttamaan, on heidän tuotantonsa. Jos jonkun yhtiön kustannukset ovat muita yhtiöitä korkeammat, tulee se poistumaan markkinoilta. Kilpailullisten markkinoiden malli ei pysty selittämään, kuinka monopolit ovat alun perin syntyneet markkinoille. Jos monopoli toimii yhteiskunnan kannalta tehottomasti ja kilpailukykyiset pienet yhtiöt toimivat tehokkaasti, kuinka monopoli on voinut nousta, kasvaa ja saavuttaa monopoliaseman. Tutkijat näkevät, että oletus kilpailullisten markkinoiden yhtiöiden samasta kustannusrakenteesta on virheellinen, ja etteivät uusklassiset taloustieteen mallit kykene selittämään monopolin syntymistä markkinoilla, koska taloustieteistä puuttuu arvonluontimalli.

Tämän he ovat koettaneet ratkaista luomalla innovoivan yrityksen teorian, joka kuvaa, kuinka arvonluonti tapahtuu. Takaisinostojen kritiikki on siten laajempaa kuin pelkkä voitonjakopolitiikan kritiikki. Takaisinostot ovat ilmentymä epätasa-arvoisesta taloudesta, jossa yritysten tuotoista hyötyvät muut tahot kuin ne, jotka osallistuvat niiden tuottamiseen. Tutkijat argumentoivat, että yhtiön kaikkien sidosryhmien tulisi päästä osalliseksi yhtiön voitonjaosta. Työntekijöiden palkkojen pitäisi nousta yhtiön hyvän tuloksen myötä. Omistajat saavat korvaukseksi sijoituksestaan yhtiöön osinkoa. Takaisinostot voitonjakokeinona nostavat esille kysymyksen, miksi yhtiön pitäisi kannustaa omistajia luopumaan yhtiön omistuksesta voitonjaon yhteydessä.

Keskustelu omien osakkeiden takaisinostamisesta tiivistyy siihen, että mikä on yrityksen tehtävänä markkinoilla ja kenellä on oikeus sen voittoihin. Takaisinostojen puolustajat näkevät, että yhtiön tärkein tehtävä on tuottaa voittoa yhtiön omistajille. Yhtiön voittona nähdään yhtiön tuottamat ja saamat ylimääräiset kassavarat eli ne varat, joita se ei tarvitse operatiivisen toiminnan pyörittämiseen. Liialliset voittovarot tulee jakaa ulos yhtiöistä. Sillä, muodostuvatko jaettavat varat yhtiön tuotannosta, omaisuuden myynnistä tai

velkarahasta ei ole merkittävää, koska omistajat voivat sijoittaa varat uudelleen markkinoille tehokkaammin kuin yhtiö. Tällöin yhtiöllä on perusteltua laittaa lyhyen aikavälin hyöty pitkän aikavälin edelle.

Kriitikot puolestaan argumentoivat, että yhtiön voitto perustuu yrityksen kykyyn tuottaa arvoa. Tällöin voittoon ovat oikeutettua kaikki ne, jotka osallistuvat arvonluontiprosessiin. Omistajien rooli ei ole allokoida yhtiön varoja markkinoille eli uudelleen sijoittaa jaettuja voittovaroja yhtiön mahdollisiin kilpailijoihin, vaan yhtiön tulee huolehtia sen varojen tehokkaasta allokoinnista. Yhtiön tehtävänä on ylläpitää ja mahdollistaa arvonluontiprosessi eli huolehtia siitä, että yhtiön varat on investoitu turvaamaan innovoinnit, eikä niitä jaettu ulos yhtiöistä. Omien osakkeiden takaisinostaminen vaarantaa innovointiprosessin, koska se vaarantaa yhtiön pitkän aikavälin toiminnan. Takaisinostot ovat helppo tapa jakaa varoja ulos yhtiöistä, ja ne vaikuttavat lyhyellä aikavälillä nostavasti osakekurssiin. Takaisinostot ylläpitävät ajatusta lyhyen aikavälin kannattavuudesta ja niiden kieltäminen mahdollistaisi siirtymisen arvonluontimalliin ja pitkän aikavälin kannattavuuteen.

Koska takaisinostot ovat nousseet niin merkittäväksi voitonjakokeinoksi, ei ole yllättävää, että niiden kritiikki on kasvanut. Usein erityisesti mediassa esitetyllä kritiikillä pyritään kiinnittämään huomioita kasvaneisiin tuloeroihin ja palkkojen stagnaatioon. Epäselvää kuitenkin on, korjaantuisivatko nämä, jos takaisinostot kiellettäisiin. Takaisinostojen kieltämisen uskotaan johtavan arvonluontimalliin, jossa kaikki arvonluontiprosessiin osallistuneet ovat oikeutettuja saamaan panostaan vastaavan osuuden voitosta. Takaisinostojen kieltämisen seurauksia on vaikea arvioida, mutta olisi epätodennäköistä, että aikaisemmin takaisinostoilla omistajille jaetut voittovarot päätyisivät työntekijöille vai jakaisiko yhtiö ne osinkona omistajille tai investoisiko yhtiö varat takaisin yritykseen.

Tutkimustulokset osoittavat, että kerran takaisinostoja tehnyt yhtiö tekee takaisinostoja todennäköisesti uudestaan. Yksi syy tähän on paine, koska takaisinostojen jälkeen yhtiön pörssikurssi kääntyy laskuun ja tätä laskua pyritään hidastamaan tekemällä uusia takaisinostoja. Jos takaisinostot kiellettäisiin, miten tämä tulisi näkymään pörssimarkkinoilla. Jos takaisinostojen kieltäminen aiheuttaisi suurten yhtiöiden pörssikurssien laskun, olisi vaikea uskoa yhdenkään poliitikon sitä ehdottavan.

Takaisinostojen hyöty on sen joustavuus voitonjaossa, koska se ei periaatteessa sido yhtiötä tulevaisuudessa eikä osakkeenomistajan ole pakko siihen osallistua. Käytännössä

yhtiö kuitenkin toteuttaa takaisinoston, jota se usein perustelee alhaisella osakekurssilla, ja jonka toteutus tapahtuu siten, että omistaja lakkaa olemasta yhtiön omistaja tai ainakin pienentää omistusosuuttaan. Tällöin omistajalla on oletettavasti pienempi intressi yhtiön tulevaisuuden kehitykseen. Jos omistaja haluaisi luopua yhtiön omistuksesta, miksei omistaja voisi vain myydä omistamiaan osakkeita likvideille pörssimarkkinoille ja täten luopua osakkeistaan.

Empiirisessä osuudessa tarkasteltiin omien osakkeiden takaisin ostamisen aikaisempia tutkimuksia. Lisäksi tutkittiin, onko takaisinostojen ilmoitettuun määrään vaikuttanut vuoden 2018 lakiehdotus ja onko siihen vaikuttanut takaisinostotapa. Kummankin testattavan mallin virhetermien varianssit ovat heteroskedastisia, jolloin tilastollista päättelyä ei voida tehdä. Kummassakin tapauksessa heteroskedastisuutta korjattiin mallintamalla muunnettu malli eli saadaan mallien muuttujille FGLS estimaattorit. FGLS estimaattorin pitäisi olla tarkentuva ja asymptoottisesti tehokas. Tarkistettiin vielä, että voidaanko F-testien ja t-testien tuloksiin luottaa, eli testattiin heteroskedastisuutta Whiten testillä. Kummankin mallin virhetermin varianssi ei läpäissyt homoskedastisuusvaatimusta, joten mallien testitulokset eivät ole luotettavia ja niistä ei voida tehdä tilastollista päättelyä. Heteroskedastisuus voi johtua malleissa puuttuvasta muuttujasta tai olla takaisinostoilmoitusten välistä

Tutkimuksen aineisto koostui vain yhtiöistä, jotka olivat ilmoittaneet aloittavansa takaisinosto-ohjelman, jolloin aineistoa ei ollut kerätty satunnaisotannalla. Vaikka kyseessä oli suurotos, vaikutti tämä mallien heteroskedastisuuteen. Lisäksi sama yhtiö saattoi toteuttaa takaisinosto-ohjelmia vuosittain ja aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että kun yhtiö aloittaa takaisinostot, tulee se todennäköisesti toistamaan niitä tulevaisuudessa. Tämän takia havaintojen välillä saattoi syntyä riippuvuutta. Tämän valossa on ymmärrettävää, etteivät testattavat mallit toimineet. Jatkotutkimuksessa olisi tarpeen selvittää, kuinka innovoivan yrityksen malli voitaisiin esittää matemaattisesti. Jotta takaisinostojen tai yleisesti korkean voitonjaon vaikutusta yhtiön pitkän aikavälin arvonluontiin voitaisiin luotettavasti tutkia, tulisi ensiksi kehittää innovoivan yrityksen mallin yhtälö.

Lähteet

Kirjallisuus:

- Babenko, I., Tserlukevich, Y. & Vedrashko, A. (2013). The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, no. 5. 1 - 66.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance*, vol. 59, no. 3, 1125 - 1165.
- Bhargava, A. (2010). An Economic Analysis of Dividends and Share Repurchases by US Firms. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (Statistic in Society)*, vol 173, no. 3, 631 - 656.
- Bhargava, A. (2011). Executive Compensation, Share Repurchases, and Investment Expenditures: Econometric Evidence from US Firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 40, no. 3, 403 - 422.
- Bedchuk, L. A. & Fried, J. M. (2004). Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press.
- Bonaimé, A., Hankins, K. & Harford, J. (2013). Financial Flexibility, Risk Management, and Payout Choice. *The Society for Financial Studies*, 1 - 28. Published by Oxford University Press on behalf of *The Society for Financial Studies*
- Bonaimé, A., Öztekin, Ö. & Warr, R. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 182
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2014). Principles of Corporate Finance. England: The McGraw-Hill Companies.
- Brockman, P., Howe, J. S. & Mortal, S. (2008). Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase. *Journal of Financial Economics* 14, 446 - 459.
- Chang, H-J. (2014). Taloustiede käyttäjän opas. Helsinki: Into Kustannus Oy
- Chen, S-S. & Wang, Y. (2012). Financial Constraints and Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, vol. 105, no. 2, 311 - 331
- Comment, R. & Jarrell, G. (1991). The Relative Signaling Power of Dutch Auction and Fixed Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases. *Journal of Finance* 46, 1243 - 1271.
- Cowell, F. A. (2004). MICROECONOMICS Principles and Analysis. London: Oxford
- Crawford, I. & Wang, Z. (2013). Is the Market Underreacting or Overreacting to Open Market Share Repurchases? *Research in International Business and Finance*, vol. 26, no. 1, 26 - 46.
- Dittmar, A. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock? *The Journal of Business*, vol. 73, no. 3, 331 - 355.
- Fried, J. M. (2014). Insider trading via the corporation. *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 162, no. 4, 801-839.
- Fried, J. M. & Wang, C. C. Y. (2019). Short-Termism and Capital Flows. *Review of Corporate Finance Studies*, vol. 8, no. 1, 207 - 233.
- Fried, J. M. & Wang, C. C. Y. (2021). Short-termism, shareholder payouts and investment in the EU. *European Financial Management*, Wiley, 389 - 413.
- Griffin, P. A. & Zhu, N. (2010). Accounting rules? Stock buybacks and stock options: Additional evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 1 - 17.
- Hammond, P., Leibowitz, L. & Siegel, B. (2011). "Rethinking the Equity Risk Premium." *Research Foundation of CFA Institute*, 1 - 17.
- Hillert, A., Maug, E. & Obernberger, S. (2015). Stock repurchases and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 186

- Horan, M. (2011). Are buybacks increasing EPS? *Canadian Business*, 78, 90 - 91.
- Howe, K., He, M. & Kao, G. (1992). One-time Cash Flow Announcements and Free Cash-flow Theory: Share Repurchases, and Special Dividends. *Journal of Finance*, vol. 47, no. 5, 1963 - 1975.
- Hribar, P., Jenkins, N. T. & Johnson, W. B. (2006). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics* 4, 3 - 27.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P. & Weisbach, M. S. (2000). Financial Flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, vol. 57, 355 – 384.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, no. 2, ,323 - 29.
- Jensen, M.C. (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, Vol. 48, no.3, 831 - 880.
- Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, 305 - 360.
- Kyläkallio, J., Iirola, O. & Kyläkallio, K. (2015). *Osakeyhtiö II*. Porvoo: Edita Publishing Oy.
- La Monica, P. R. (2005). Love, but verify these buybacks. *Money*, 34(8), 6 - 8.
- Lambert, R., Lanen, W. and Larcker, D. (1989). Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, no. 4, 409 - 425.
- Lazonick, W. (2014). Profits without prosperity. *Harvard Business Review*, 46 - 55.
- Lazonick, W. & O’Sullivan, M. (2014). Innovative Enterprise and Shareholder Value. *Law and Financial Markets Review*, vol. 8, no. 1, 52 - 64.
- Lazonick W. & Shin J-S. (2020) *Predatory Value Extraction*. United Kingdom: Oxford
- Lee, D. S., Mikkelsen, W. & Partch, M. (1992). Managers’ Trading around Stock Repurchases. *Journal of Finance* 47, 1947 - 1961.
- Miller, H. & Modigliani F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Value of the Shares. *Journal of Business* 34, 411 - 433.
- Mohanty, M. & Panda, S. (2011). A study on investors’ reaction towards share buybacks in India. *European Journal of Social Science*, 46(1), 53 - 64.
- Mähönen, J. & Villa, S. (2009). *Osakeyhtiö 4: Osakeyhtiö ja verotus*. Helsinki: WSOY pro Oy
- Parkkonen, J. & Knuts M. (2014). *Arvopaperimarkkinat*. Helsinki: Talentum
- Schneider, D. & Kohlmeyer III, J. (2015). Stock buybacks: is practice explained by management theory? *Journal of Business and Accounting*, 64
- Schumpeter J. A. (1942). *Capitalism, Socialism, and Democracy*, the Taylor & Francis e-Library, 2003.
- Sinha, S. (1991). Share Repurchases as a Takeover Defense. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 26, no. 2, 233 - 244.
- Skinner, D. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 87, 582 – 609.
- Stunda, R. A. (2017). Corporate Stock Buybacks-Do They Enhance or Worsen Company Performance Over Time? *Quarterly Journal of Finance & Accounting*, Vol. 55, 1 - 26.
- Yallapragada, R. (2014). Stock Buybacks: Good Or Bad For Investors? *Journal of Business & Economics Research*, 193.
- Zelen, J. (2022). GOODBYE BUYBACKS? WHY RECENT STOCK BUYBACK REFORM PROPOSALS GO BEYOND WHAT IS NECESSARY. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 27, 301 – 327.

Muut lähteet:

Allen J. (2015). Hillary Clinton to call for more transparency in stock buybacks. Reuters. 24.7.2015. [Hillary Clinton to call for more transparency in stock buybacks | Reuters](#) Haettu 4.11.2022

AFL-CIO Executive Paywatch, <https://aflcio.org/paywatch>, 19.11.2022.

Baldwin T. (2020) Baldwin Introduces Legislation to Ban Stock buybacks, Put Workers on Boards Before Big Corporations Receive Stimulus Support. [Baldwin Introduces Legislation to Ban Stock Buybacks, Put Workers on Boards Before Big Corporations Receive Stimulus Support | U.S. Senator Tammy Baldwin \(senate.gov\)](#) 19.03.2020. Tulostettu 11.4.2022

Brettell K., Gaffen D. & Rohde D. (2015). As stock buybacks reach historic levels, signs that corporate America is undermining itself. Reuters. 16.10.2015. [Corporate America's buyback binge feeds investors, starves innovation \(reuters.com\)](#) Tulostettu 4.11.2022

Dayen, D. (2015). SEC ADMITS IT'S NOT MONITORING STOCK BUYBACKS TO PREVENT MARKET MANIPULATION. Intercept. 13.8.2015. [SEC Chair White Admits She's Not Monitoring Stock Buybacks \(theintercept.com\)](#) Tulostettu 21.11.2022

DNA Oyj (2022) Omien osakkeiden hankinta. [Omien osakkeiden hankinnat | DNA](#) Haettu 28.12.2022

Foley J. (2022). Biden's buyback tax shows who really runs America. Reuters. 31.8.2022 [Biden's buyback tax shows who really runs America | Reuters](#) Haettu 10.11.2022

Hanauer, N. (2015). Stock Buybacks Are Killing the American Economy. *The Atlantic*. 8.2 2015 <https://www.theatlantic.com/politics/archive/2015/02/kill-stock-buyback-to-save-the-american-economy/385259/> Tulostettu 4.11.2022

Hämäläinen. K. (2012). Nokia osti osakkeitaan 19 miljardilla - Suomen teollisuushistorian suurin virhearvio. Tivi. 26.6.2012 [Nokia osti osakkeitaan 19 miljardilla - Suomen teollisuushistorian suurin virhearvio | Tivi](#)

Jackson Jr., R. J. (2018). Stock Buybacks and Corporate Cashouts Speech. Washington D.C. 11.6.2018. <https://www.sec.gov/biography/commissioner-robert-j-jackson> Tulostettu 10.4.2022

Johnson, S.C. & Ablan, J. (2013). Analysis: U.S. default seems unthinkable but investors have options. Reuters, 4.10.2013, [Analysis: U.S. default seems unthinkable but investors have options | Reuters](#) Haettu 9.11.2022

Komission asetus (EY) N:o 2273/2003, Euroopan parlamentin ja neuvosto direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta takaisinosto-ohjelmille ja rahoitusvälineiden vakauttamiselle myönnettyjen poikkeusten osalta

Lazonick. W. (2008). Everyone is paying the price for share buy-backs. Financial Times, 25.9.2008 [Everyone is paying price for share buy-backs | Financial Times \(ft.com\)](#) Haettu 9.9.2022

Lazonick W. (2015). Clinton's Proposals on Stock Buybacks Don't Go Far enough. Harvard Business Review. 11.8.2015. <https://hbr.org/2015/08/clintons-proposals-on-stock-buybacks-dont-go-far-enough> Haettu 9.11.2022

Meyersohn, N. (2017) Millions of Americans are left out of the stock market boom. CNN 20.10.2017, Haettu 22.2.2021

Nordea Bank Oyj (2022) Nordea käynnistää kolmannen, enintään 1,5 miljardin euron suuruisen omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman. Pörssitiedote 18.7.2022. [Nordea käynnistää kolmannen, enintään 1,5 miljardin euron suuruisen omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman | Nordea](#) Haettu 28.12.2022

Osakeyhtiölaki 624/2006

Sampo Oyj (2022) Omien osakkeiden osto. [Omien osakkeiden osto | Sampo.com](#) Haettu 28.12.2022

Schumer C. & Sanders B. (2019) Schumer and Sanders: Limit Corporate Stock Buybacks. New York Times. 3.2.2019. [Opinion | Schumer and Sanders: Limit Corporate Stock Buybacks - The New York Times \(nytimes.com\)](#) Haettu 9.11.2022

SEC. (2021). SEC Proposes New Share Repurchase Disclosure Rules. [SEC.gov | SEC Proposes New Share Repurchase Disclosure Rules](#) 15.12.2021. Tulostettu 4.11.2022

Sorkin A. R., Karaian J., Gandel S., de la Merced M. J., Hirsch L. & Livni E. (2022) Biden Renews Pushback Against Stock Buybacks. New York Times, 28.3.2022 [Biden Administration Plans New Limits on Stock Buybacks - The New York Times \(nytimes.com\)](#) Tulostettu 9.11.2022

Rosenbaum E. (2022) The bigger political battle behind the stock buyback tax isn't about to end. CNBC. 21.8.2022 [The big political battle behind stock buyback tax isn't about to end \(cnbc.com\)](#) Tulostettu 12.11.2022

Litteet

Liite 1.

Tarjoustapa	Määrä	%-luku
Hollantilainen huutokauppa (Dutch Auction)	73	1,0 %
Sekalainen tarjous (Mixed Offer)	275	3,6 %
Avomarkkinaosto (Open Market)	7132	93,3 %
Yksityistarjous (Private Placement)	123	1,6 %
tarjousehdotus (Tender Offers)	42	0,5 %
Yhteensä	7645	100 %

Kerätty MarketBeat <https://www.marketbeat.com/stock-buybacks/> Kerätty vuodet 2011–2020, 1.6.2021 ja 2021-2022, 4.10.2022.

Liite 2.

Takaisinostoilmoitukset milj/\$	
Tunnusluvut	Arvot
Moodi	100
Mediaani	150
Keskiarvo	995,47
Keskihajonta	3 721,64
Minimiarvo	0
Maksimiarvo	106 783,40

Kerätty MarketBeat <https://www.marketbeat.com/stock-buybacks/> Kerätty vuodet 2011–2020, 1.6.2021 ja 2021-2022, 4.10.2022.

Liite 3.

Päiväkurssihinta (\$)	
Tunnusluvut	Arvot
Moodi	0,00
Mediaani	47,80
Keskiarvo	108,70
Keskihajonta	315,79
Minimiarvo	0,00
Maksimiarvo	4 984,85

Kerätty MarketBeat <https://www.marketbeat.com/stock-buybacks/> Kerätty vuodet 2011–2020, 1.6.2021 ja 2021-2022, 4.10.2022.

Liite 4.

	Coefficient	Std.Error	t-value	t-prob	Part.R^2
Constant	2118,10	121,0	17,5	0,0000	0,0383
Current Price	0,732438	0,133	5,49	0,0000	0,0039
dummyyear	-1372,98	127,5	-10,8	0,0000	0,0148

Liite 5.

Normality test: $\chi^2(2) = 2.7006e+05$ [0.0000]**

Hetero test: $F(3,7693) = 14.397$ [0.0000]**

Hetero-X test: $F(3,7693) = 14.397$ [0.0000]**

RESET23 test: $F(2,7692) = 48.136 [0.0000]**$

Liite 6.

	Regressiokerroin (Coefficient)	Keskivirhe (Std.Error)	T-arvo (t-value)	T-testin p-arvo (t- prob)	Part.R ²
Vakio (Constant)	3.36507	0,08517	39,5	0,0000	0,1778
Päiväkurssihinta (LogCurrent)	0,0664686	0,01500	44,2	0,0000	0,2140
Vuosidummy (dummyyear)	-0,947546	0,06204	-15,3	0,0000	0,00313

Liite 7.

Whiten testi

Testing for heteroscedasticity using squares and cross products

$\chi^2(3) = 1386.8 [0.0000]**$ and F-form $F(3,7217) = 571.82 [0.0000]**$

Liite 8.

	Regressiokerroin (Coefficient)	Keskivirhe (Std.Error)	T-arvo (t-value)	T-testin p-arvo (t- prob)	Part.R ²
Constant	369,887	158,8	2,36	0,0184	0,0007
Current Price	0,825811	0,1339	6,17	0,0000	0,0049
DOffertype	578,436	162,2	3,57	0,0004	0,0017

Liite 9.

Normality test: $\chi^2(2) = 2.7394e+05 [0.0000]**$

Hetero test: $F(3,7693) = 8.4929 [0.0000]**$

Hetero-X test: $F(3,7693) = 8.4929 [0.0000]**$

liite 10.

	Regressiokerroin (Coefficient)	Keskivirhe (Std.Error)	T-arvo (t-value)	T-testin p-arvo (t-prob)	Part.R ²
Vakio (Constant)	2,21557	0,09718	22,8	0,0000	0,0672
logaritmoitu päiväkurssihinta (logCurrent)	0,683623	0,01517	45,0	0,0000	0,2195
Tarjoustyyppidummy (DOffertype)	0,269336	0,08315	3,24	0,0012	0,0015

Liite 11.

Whiten testi

Testing for heteroscedasticity using squares and cross products

$\chi^2(3) = 291.35 [0.0000]**$ and F-form $F(3,7217) = 101.15 [0.0000]**$

Liite 12.

Whiten testi

Testing for heteroscedasticity using squares and cross products

$\chi^2(3) = 1316.4 [0.0000]**$ and F-form $F(3,7217) = 536.31 [0.0000]**$