

TAMPEREEN YLIOPISTO

Taloustieteiden laitos

Osakkeiden takaisinostot ja takaisinoston ajoitus

Kansantaloustiede
Pro gradu -tutkielma
Taloustieteiden laitos
Tampereen yliopisto
Huhtikuu 2008
Ville Urpalainen

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Taloustieteiden laitos; kansantaloustiede

Tekijä: URPALAINEN, VILLE

Tutkielman nimi: Osakkeiden takaisinostot ja takaisinoston ajoitus

Pro gradu –tutkielma: 56 sivua

Aika: Huhtikuu 2008

Tutkielma käsittelee omien osakkeiden ostamista ja yritysjohdon kykyä ajoittaa takaisinostot. Takaisinostojen onnistumista tarkastellaan erityisesti kustannusten minimoinnin näkökulmasta. Todellisia takaisinostokustannuksia verrataan ns. naiiveihin takaisinostostrategioihin. Esimerkinomaisesti tuodaan esille Sampo Oyj.

Tutkielman teoriaosassa käsitellään osakkeiden takaisinostoihin liittyviä syitä ja takaisinostotapoja. Takaisinoston ajoitusta tarkastellaan erityisesti Cookin, Krigmanin ja Leachin (2004) tutkimuksen perusteella. Tomperin (2004) suomalaisella aineistolla tekemät päätelmät ovat yhteneviä kansainvälisen tutkimuksen kanssa. Sampo Oyj:n takaisinostojen tarkastelussa päästiin tässä samansuuntaisiin tuloksiin.

Tutkimustulosten perusteella voidaan sanoa yritysjohdon ostavan strategisesti omia osakkeitaan. Yritykset osoittavat ajoituskykyä niin kainsainvälisesti kuin Suomessakin.

Avainsanat: takaisinosto, ajoitus

1. JOHDANTO	3
2. OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA.....	4
2.1. YRITYKSEN VOITONJAKOTAVAT JA ARVON MÄÄRITYS.....	4
2.2. TAKAISINOSTOJEN YLEISYYS.....	8
2.3. HANKINTAMENETTELYT.....	10
2.4. SYITÄ TAKAISINOSTOLLE	12
2.4.1. Viestiminen markkinoille eli signalointi	12
2.4.2. Vapaan kassavirran kustannukset ja johdon asema	17
2.4.3. Vaihtoehto osingoille ja verotus	19
2.4.4. Pääoma-asteen muutos ja optiot.....	20
2.4.5. Likviditeetti ja muita syitä	22
2.4.6. Suomalaisten yritysten syyt.....	24
3. TAKAISINOSTOJEN AJOITUS	24
3.1. AJOITUKSEEN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ	24
3.1.1. Lainsäädäntö	24
3.1.2. Markkinatilanne.....	25
3.2. YRITYSJOHDON AJOITUSKYKY	29
3.2.1 Kustannusten minimoiminen.....	29
3.2.2 Osakemarkkinoiden tilanteeseen nähden.....	36
4. CASE: SAMPO OYJ.....	39
4.1 SUOMEN LAINSÄÄDÄNTÖ	39
4.2. SAMPO OYJ:N AJOITUSKYKY KUSTANNUSTEN MINIMOINNIN NÄKÖKULMASTA	43
4.3. AJOITUKSEN ONNISTUMINEN	49
5. JOHTOPÄÄTÖKSET	51
LÄHTEET.....	53

1. Johdanto

Keskeisin voitonjaon väline yrityksille on osingonjako. Osingoilla on myös keskeinen sija arvioitaessa yrityksen arvoa ja yritystä sijoituskohteena. Yksi perinteisistä osakkeen arvonmäärittämissä perustuu tulevaisuuden osinkovirtojen diskonttaamiseen nykyarvoonsa.

Osinkojen rinnalle voitonjaon välineenä on viime vuosikymmeninä noussut omien osakkeiden osto. Osakekohtaisten tunnuslukujen parantamista ja yrityksen tulevaisuuden kehityksen signalointia eli viestimistä markkinoille on pidetty keskeisimpinä syinä takaisinostoille. Muita syitä omien osakkeiden oston suosiolle ovat mm. niiden osinkoja edullisempi verokohtelu ja niiden joustavuus osinkoja täydentävänä voitonjaon välineenä.

Takaisinostojen oikea ajoitus on tärkeää. Yrityksen, joka maksaa takaisinostamistaan osakkeista keskimääräistä korkeamman hinnan, voidaan sanoa tuhlaavan osakeomistajien varoja tavalla, jota osakeomistajien ei pitäisi hyväksyä. Takaisinostot ovat myös tiukasti säänneltyjä, jotta välttyttäisiin syytöksiltä sisäpiirikaupasta. Yritysjohdolla on kuitenkin informatiivinen etulyöntiasema muihin markkinatoimijoihin nähden, kun se ajoittaa takaisinostoja.

Yritysjohdolla on mahdollisuus hyötyä sisäpiiriläisyydestä, koska osakemarkkinat eivät ole tehokkaat. Ikenberry, Lakonishok ja Vermaelen (1995) esittivät, että hinnat reagoivat hitaasti takaisinostoilmoitukseen markkinoiden skeptisyydestä johtuen. Hidas reagointi antaa yrityksille mahdollisuuden ostaa omia osakkeitaan alihinnalla. Kyle (1985) esittää, että informoidut sijoittajat voivat strategisesti ajoittaa kauppansa maksimoidakseen voittoja epäinformoitujen sijoittajien kustannuksella.

Tässä tutkielmassa kerrotaan omien osakkeiden ostamisesta ja pohditaan lyhyesti syitä, miksi yritys valitsee palkitsemiskeinoksi omien osakkeiden ostamisen. Erityisesti tässä tarkastellaan yritysjohdon kykyä ajoittaa omien osakkeiden takaisinostoja, maksaako yritys ostamistaan osakkeista keskimääräistä sijoittajaa ja satunnaista sijoitusstrategiaa vähemmän. Tutkielmassa tarkoituksena on vastata kysymykseen, pyrkivätkö yritykset taktikoimaan takaisinoston ajoituksella.

Tutkielma etenee seuraavasti. Luvussa kaksi esitellään yrityksen voitonjakokeinot. Pohditaan niiden tuomaa hyötyä osakkeenomistajille ja miten ne vaikuttavat osakkeen arvon määrittämiseen. Luvussa kolme keskitytään omien osakkeiden oston ajoitukseen ja tarkastellaan, miten yritykset ovat siinä onnistuneet. Lopuksi luvussa käytettyjä tutkimusmenetelmiä sovelletaan Sampo Oyj:lle.

2. Omien osakkeiden hankinta

2.1. Yrityksen voitonjakotavat ja arvon määrittäminen

Miller – Modiglianin (1961) osinkojen irrelevanttiusteoreeman mukaan osinkopolitiikalla ei ole vaikutusta yrityksen arvoon eikä sen pääomakustannuksiin. Irrelevanttiusteoreema ei kuitenkaan ota huomioon verojen vaikutusta. Kun verot otetaan huomioon, tulos ei päde.

Yrityksen arvo voidaan määrittää osinkojen nettonykyarvolla, tai diskonttaamalla tulevat kassavirrat nykyhetkeen. Sijoittajat pyrkivät arvioimaan tulevia kassavirtoja ja näin hinnoittelemaan osakkeen. Sijoittajat ovat kiinnostuneita kassavirroista eivätkä niinkään yrityksen tekemästä tuloksesta. Kun kassavirrat suurenevät, osakkeen hinta yleensä nousee ja kassavirtojen pienentyessä päinvastoin.

Sillä, palkitaanko osakeomistajat osingoilla vai osakkeiden takaisinostoilla, ei tehokkailla osakemarkkinoilla ole väliä. Yrityksen voitonjakopolitiikkaa ja sen vaikutusta osakkeen arvoon on tutkittu paljon. Seuraavassa kerrotaan lyhyesti, mistä kummassakin palkitsemisjärjestelmässä on kyse, ja tuodaan esiin eroja näiden kahden keinon välillä palkita osakkeenomistajia.

Kun yritys haluaa palkita osakkeenomistajiaan käteisellä, se jakaa yleensä osinkoa. Vaihtoehtona on omien osakkeiden osto. Hankitut osakkeet jäävät useimmiten yrityksen taseeseen ja ne voidaan myöhemmin myydä, jos esimerkiksi yritys tarvitsee käteistä. (Brealey ja Myers 2000, 441.) Molemmissa voitonjakokeinoissa osakkeenomistaja saa käteistä rahaa. Osakeomistaja hyötyy myös välillisesti, jos omistamansa osakkeen hinta nousee.

Voitonjakopolitiikka tai osinkopolitiikka on kerrottu osakkeenomistajille useimmiten yrityksen toimintakertomuksessa tai yritystiedotteessa. Useimmiten politiikka ilmoitetaan tavoitteena, paljonko tuloksesta jaetaan osakeomistajille, tai osinkojen määränä osaketta kohden. Luotettava pitkän aikavälin voitonjakopolitiikka on yritykselle hyödyksi. Yrityksen arvo määritetään sen kyvystä tuottaa voittoa ja sen kyvystä tuoda kassavirtoja osakeomistajille. Omistajilla on paremmat edellytykset mitata yritysjohdon käyttäytymistä ja menestystä, kun pystytään vertaamaan todellista tulosta viralliseen voitonjakopolitiikkaan. (Tomperi 2004, 49 - 50.)

Jos yrityksen vapaan oman pääoman määrä on normaalia suurempi eikä sillä ole hyviä investointimahdollisuuksia, saatetaan harkita ylimääräistä osingon jakoa. Osingot voidaan maksaa käteisellä tai ns. osakeosinkona. Osakeosinko on samankaltainen kuin osakkeiden jakaminen (splittaus). Osakeomistajat saavat omistamiaan osakkeita vastaan uusia osakkeita tai osakkeet jaetaan kahteen tai useampaan osaan. Yritykset voivat myös ostaa omia osakkeitaan markkinoilta ja

näin palauttaa ylimääräiset kassavarat osakeomistajille osakemarkkinoiden kautta. (Tomperi 2004, 50.)

Osakkeiden ostosta on tullut varsin yleinen voitonjaon väline. Tutkimusten mukaan omien osakkeiden ostot eivät ole kuitenkaan korvanneet osinkoja. Yhtiöt eivät ole pienentäneet osinkojaan samalla, kun ovat ostaneet omia osakkeitaan. Kuitenkin, jos yhtiöllä on epätoivotun suuri kassa tai se haluaa muuttaa pääomarakennettaan, käyttää se mieluummin osakkeiden ostoa kuin osinkoja. Yhtiöt eivät halua sitoutua korkeampiin osinkoihin vaan mieluummin maksavat ylimääräiset osingot osakeomistajille osakkeiden ostolla. (Brealey ja Myers 2000, 442.)

Omien osakkeiden osto on osa yrityksen rahoituspalapeliä. Yritysten tulee siirtää tietty osa voitostaan osakeomistajille ja käyttää tarvittava määrä oman pääoman kustannuksiin. Yritys päättää pitääkö se voitonjakokelpoisia varoja yrityksen sisällä vai jakaako se ne osakeomistajille. Osingot kasvattavat vieraan pääoman suhdetta omaan pääomaan, koska osinko maksetaan vapaasta omasta pääomasta. Tästä syystä yrityksen lainaehdoissa voi olla rajoitus koskien yrityksen maksamien osinkojen määrää. Pääoma-asteen muutos lisää yrityksen rahoitusriskiä. Rahoittajat haluavat välttää tätä. Useimmat hypoteesit osingoista perustuvat epäsymmetriseen informaatioon yritysjohton ja osakeomistajien välillä. (Tomperi 2004, 54.)

Yrityksillä on pitkän ajan osingonjaon tavoite. Useimmiten arvoyritykset maksavat enemmän osinkoja kuin kasvuyritykset. Osinkojen suuruuden muutos kertoo yleensä enemmän kuin osinkojen taso. Sijoittajat olettavat yrityksen osinkojen korotuksen kertovan pitkällä aikavälillä parantuneista tuotto-odotuksista. Yrityksessä ei haluta joutua tilanteeseen, jossa jouduttaisiin osinkojen korotuspäätöksen jälkeen myöhemmin laskemaan osinkoja. Yritykset siis haluavat sitoutua pitkällä aikavälillä tiettyyn osinkopolitiikkaan. Jos osakkeenomistajia halutaan palkita lyhyemmällä

aikavälillä, on omien osakkeiden osto suosituampi vaihtoehto yrityksen johdon keskuudessa. (Brealey ja Myers 2000, 443 - 444.) Yli-Olli (1982) osoittaa, että suomalaisten yritysten aiemmat osingot selittävät paljolti tulevat osingot. Osingot myös korreloivat yrityksen tulevan tuoton kanssa.

Osingot signaloivat yhtiön taloudellista tilaa ja vaikuttavat näin sen osakkeen arvoon. Toisaalta ilman osinkojakin osakkeen hinnan pitäisi muodostua oikeaksi, kun informaatio yrityksen todellisesta tilasta saavuttaa sijoittajat. Vaikuttaako osinkopolitiikka sitten osakkeen hintaan, vai antaako se vain signaalin osakkeen arvosta? Eräiden tutkimusten mukaan osinkojen nosto vaikuttaa myös osakkeen hintaan nostavasti, toisen mukaan lisääntynyt menovirta vähentää osakkeen arvoa. Kolmanneksi on myös osoitettu, että osinkopolitiikalla ei ole vaikutusta osakkeen arvoon. (Brealey ja Myers 2000, 447.) Millerin ja Modiglianin (1961) osinkopolitiikan irrelevanttiusteoreeman mukaan tehokkailla osakemarkkinoilla osinkopolitiikalla ei ole vaikutusta osakkeen arvoon. On siis sama jaskaako yritys voittoa omistajille osinkoina vai ostamalla omia osakkeitaan. Tutkimukset kuitenkin osoittavat, että useimmiten lisääntyneillä osingoilla on reaali maailmassa positiivinen vaikutus osakkeen arvoon.

Yhdysvalloissa yritykset jakavat yli 80 prosenttia voitostaan osakeomistajille. 1970- luvulla keskimääräinen osinkojen prosentuaalinen osuus voitosta oli 38 ja omien osakkeiden oston 3. 1990- luvulla osinkojen osuus oli 59 prosenttia ja osakkeiden oston 27. Suomessa vuosina 1997 – 2002 keskimääräinen voitonjakoprosentti oli 46. Tästä osinkojen prosentuaalinen osuus oli 40 ja omien osakkeiden oston 6. (Tomperi 2004, 142 – 143.)

Kun yritys ottaa omien osakkeiden oston käyttöön voitonjakovälineenä, näyttää se yleensä lisäävän voitonjako-osuutta kokonaisuudessaan. Samanlaiset tulokset on nähtävissä niin Yhdysvalloissa kuin Suomessakin. Yritykset jakavat yhä suuremman määrän voitostaan osakeomistajille. Tämä saattaa

tuoda yrityksille tulevaisuudessa rahoitukseen liittyviä ongelmia. Kasvua vaativiin investointeihin ei saata riittää rahoitusta. Rahoitus saatetaan joutua hankkimaan vieraana pääomana. Investoinnit ja voitonjako kasvavat samanaikaisesti. (Tomperi 2004, 57.)

2.2. Takaisinostojen yleisyys

Yhdysvaltalaisilla yhtiöillä on pitkä historia omien osakkeiden ostamisesta. Aktiivisesti omien osakkeiden osto alkoi 1980- luvulla. Kanadassa ja Isossa Britanniassa omien osakkeiden ostaminen tuli mahdolliseksi 1990- luvulla. Ostojen vauhti kiihtyi Yhdysvalloissa 1990 luvulla. Vuonna 1999 ilmoituksia annettiin 2461 ja vuonna 2000 2072 kappaletta. Vuonna 2001 ilmoitusten määrä Yhdysvalloissa putosi 48 prosenttia. Sama nousu ja sitä seurannut lasku nähtiin myös valuuttamääräisenä. Vuonna 2000 määrä oli 280 miljardia dollaria, mutta putosi seuraavana vuonna 94 miljardiin dollariin. Vuosina 1995 - 2000 keskimääräinen vuotuinen osto-ohjelmien arvo oli 220 miljardia dollaria. Samanlainen suosion nousu nähtiin myös Euroopassa. (Stonham 2002, 37.)

Kun yritys on yhtiökokouksen päätöksellä saanut luvan ostaa omia osakkeitaan, se ei vielä tarkoita, että koko ohjelma toteutetaan. Investointipankki J.P. Morgan on arvioinut, että vain 83 prosenttia ohjelmista toteutettiin vuosien 1988 ja 1997 välillä Yhdysvalloissa. Toteutuminen on ollut vielä vähäisempää Manner-Euroopassa. Ranskassa vuonna 1999 48 miljardin dollarin ohjelmista toteutettiin vain 0,5 miljardia dollaria ja vuonna 1998 11,2 miljardista dollarista toteutettiin 3,6 miljardia dollaria. (Stonham 2002, 37.)

Suomessa omien osakkeiden ostot mahdollistuivat vuoden 1997 osakeyhtiölain uudistuksen myötä. Vuonna 1998 22 yritystä päätti yhtiökokouksissa omien osakkeiden takaisinostovaltuutuksista.

Takaisinostovaltuutusten määrä on sen jälkeen kasvanut voimakkaasti. Vuonna 2002 takaisinostovaltuutuksen oli antanut jo 60 yrityksen yhtiökokous, joka tarkoittaa noin 40 prosenttia Helsingin pörssin yhtiöistä. (Tomperi 2004, 23.)

Ostovaltuutusten määrä ei Suomessakaan kerro kuitenkaan aivan kaikkea. Valtuutusten toteutusprosentti on laskenut 33,5 prosentista 22,9 prosenttiin. Taulukko 1 havainnollistaa Suomessa tapahtunutta kehitystä.

Taulukko 1. Takaisinosto-ohjelmat Suomessa 1.1.1998 – 1.8.2001. (Karhunen 2002, 62.)

Vuosi	Takaisinosto- valtuutukset (lkm)	Ostopäivät (lkm)	Ostojen kokonaisarvo (milj. euroa)	Keskimääräinen toteutusprosentti
1998	22	420	391	33,5 %
1999	30	738	448	25,8 %
2000	48	1469	852	22,9 %
yhteensä	100	2627	1691	26,1 %

Taulukosta 1 nähdään, että omien osakkeiden ostojen suosio on euromääräisenä lisääntynyt, mutta toteutusprosentti on pienentynyt. Yritykset ovat halunneet mahdollisuuden omien osakkeiden ostolle, mutta sitä ei ole aina käytetty. Monesti jo pelkällä takaisinostovaltuutuksella on positiivinen vaikutus yrityksen osakekurssiin. Taulukossa on kaikki suomalaiset takaisinosto-ohjelmat aikavälillä 1.1.1998 - 1.8.2001. Valtuutuksia on käyttänyt 56 eri yritystä.

2.3. Hankintamenettelyt

On kolme pääkeinoa, joita yritys voi käyttää ostaakseen omia osakkeitaan. Yleisin tapa on, että yritys ostaa osakkeitaan avoimilta jälkimarkkinoilta kuten kuka tahansa sijoittaja. Joskus yritykset tarjoutuvat ostamaan tietyn määrän osakkeita tiettyyn hintaan. Osakkeenomistajat voivat sitten hylätä tai hyväksyä tarjouksen. Yritys voi myös neuvotella suoraan tärkeimpien osakeomistajien kanssa. (Brealey ja Myers 2000, 441.) Suomessa omien osakkeiden ostaminen tapahtuu normaalin pörssikaupan puitteissa. Näiden niin sanottujen avomarkkinaostojen lisäksi on esimerkiksi Yhdysvalloissa käytössä muitakin tapoja.

Grullon jaottelee takaisinostokeinot seuraavasti: määräsuuruinen kiinteähintainen ostotarjous (tender offer), hollantilainen huutokauppa (Dutch-auction) ja avomarkkinaosto (open-market share repurchases) (Grullon 2000, 32). Yrityksen johto on motivoituneempi käyttämään kahta ensimmäistä menetelmää, kun yrityksellä on suuret kassavirrat, huonot investointimahdollisuudet, isoja osakeomistajia, korkeat osinkotuotot ja suuri volatilitteetti tuotoissa. Tällaiset yritykset ovat usein pieniä. Johto suosii avomarkkinaostoja, kun markkinat ovat myrskyisät, yrityksellä ei ole juurikaan taloudellista liikkumavaraa ja yritys on korkeasti velkaantunut. Sellaiset yritykset ovat suuria, hyvin analysoituja ja ovat siksi epätodennäköisesti alihinnoiteltuja. (Stonham 2002, 42.)

Kiinteähintaisessa ostotarjouksessa yritys tarjoaa tietyn hinnan kaikille osakeomistajille tietyistä määrästä osakkeita (Grullon 2000, 32). Ostotarjous voi olla siten täsmällisesti suunnattu tietyille omistajaryhmälle. Yleensä osakkeelle tarjotaan korkeampaa hintaa kuin markkinoilta olisi normaalisti saatavissa. Ylihintaa on yleensä noin 20 prosenttia korkeampi kuin markkinahinta. Osakeomistajat sitten päättävät hyväksyvätkö tarjouksen vai eivät. (Brealey ja Myers 2000, 441.) Kiinteähintaista ostotarjousta käytetään usein yritysostoissa, mutta myös omien osakkeiden

ostamisessa. Ostotarjouksen käytön perusteena käytetään usein osakeomistajien tai kaupankäyjien heterogeenisuutta. Syitä heterogeenisuudelle ovat mm. epäsymmetrinen informaatio, erilainen verokohtelu ja transaktiokustannukset. Juuri tätä heterogeenisuutta on pidetty syynä hinnalle yli markkinahinnan.

Huutokaupprosessi on myös tietyllä tapaa kiinteähintainen. Yhtiö ilmoittaa hintavälin, jolla se on valmis hyväksymään osakeomistajien tarjouksia. Osakeomistajat sitten päättävät hinnan, jolla he ovat valmiita myymään, ja kuinka paljon osakkeita he tarjoavat. Tarjousajan päätyttyä yritys järjestää osakkeet halvimmasta lähtien. Hinta määräytyy siitä, kun haluttu määrä osakkeita on kasassa. Kaikki osakeomistajat, jotka tarjoavat tähän hintaan tai sen alle, otetaan mukaan ohjelmaan ja saavat saman hinnan osaketta kohden. (Grullon 2000, 32.)

Kiinteähintaisella ostotarjouksella ja huutokaupprosessilla on useita erilaisia hyviä ominaisuuksia. Menettelyillä saadaan esimerkiksi hankittua suurikin määrä osakkeita lyhyessä ajassa. (Grullon 2002, 32.) Suomessa tosin suurin sallittu määrä on kymmenen prosenttia osakkeista. Ostotarjouksilla voidaan päästä myös eroon epämieluisasta omistajasta. (Stonham 2002, 41).

Yrityksen kolmesta keinosta avomarkkinaosto on selvästi suosituin. Siinä yritys joko itse tai välittäjän välityksellä ostaa omia osakkeitaan normaalin pörssikaupan puitteissa. (Grullon 2000, 32 - 33.)

2.4. Syitä takaisinostolle

2.4.1. Viestiminen markkinoille eli signaointi

Laajimmin hyväksytty teoreettinen syy takaisinostolle on johdon yritys signaloida optimistisuuttaan markkinoille. Signaloinnista on kaksi erilaista versiota. Toisen mukaan johdon oletetaan tietävän yrityksestä enemmän kuin markkinoiden. Toisessa versiossa johto ei yritä tuoda uutta tietoa markkinoille, vaan johto osoittaa olevansa eri mieltä siitä, miten markkinat ovat arvostaneet yrityksen osakkeen. Molemmissa tapauksissa kuitenkin johdon mielestä osake on aliarvostettu, eivätkä markkinat ole tehokkaat. Ensimmäisessä johto ei pysty ilman takaisinostoa vakuuttamaan markkinoita osakkeen aliarvostetusta tasosta. Toisessa markkinat eivät pysty arvostamaan osaketta oikein, vaikka heillä on käytössään kaikki saatavilla oleva informaatio yrityksestä. (Grullon 2000, 35.)

Johdolla ajatellaan olevan tarkempaa tietoa yrityksen tulevasta kassavirroista kuin markkinoilla. Jos johto on optimistinen, voi osake olla aliarvostettu. Vaikka johto nyt ilmoittaisi markkinoille oman optimistisen näkemyksensä tulevaisuudesta, markkinat eivät välttämättä luottaisi tällaisiin ilmoituksiin ilman näkyviä toimenpiteitä, muutenhan vähemmän optimistiset tulevaisuuden näkymät omaavat yritykset voisivat saada osakekurssinsa nousemaan. Toimenpide, jota voidaan uskoa, on omien osakkeiden ostaminen.

Chan, Ikenberry ja Lee (2007) tutkivat asiaa. He jakoivat tutkimansa yritykset kolmeen eri luokkaan; enemmän ostaviin, vähemmän ostaviin ja niihin, jotka eivät ostaneet. Yrityksillä, jotka ostivat enemmän, ensimmäisen vuoden epänormaali kurssinousu oli 4,85 prosenttia ja koko tarkasteluajalla 33,54 prosenttia. Yrityksillä, jotka eivät ostaneet ollenkaan, epänormaalit kurssimuutokset olivat erilaiset. Ensimmäisenä vuotena epänormaali kurssinousu oli 9,24 prosenttia

ja koko neljän vuoden tarkastelujaksolla 14,63 prosenttia. (Chan 2007, 14 - 15.) Takaisinostovaltuutuksen ilmoituksesta saatu hyvä tuotto ei kannustanut yrityksen johtoa aloittamaan varsinaisia takaisinostoja. Huomioitavaa on, ettei tutkintajakson kolmena viimeisenä vuotena osakekurssi juurikaan noussut.

Yrityksen johdon käsitys näyttää olevan, että osakeomistajille voidaan jakaa suurempia osinkoja tai käteistä osakkeita vastaan. Tulevaisuudessa uudet investointikohteet pystytään rahoittamaan lisääntyneellä tulorahoituksella. Tässä on kyse informaation epäsymmetrisyydestä. Yrityksen johto ei pysty ilman takaisinostoa vakuuttamaan markkinoita osakkeen aliarvostetusta tasosta. Kuitenkin mm. Grullonin (2000) tutkimus osoittaa, että johdon ilmoituksesta poiketen kassavirrat eivät olekaan parantuneet vaan päinvastoin. (Grullon 2000, 36.) Ikenberry ym.(2000) osoittavat saman kanadanalaisten yhtiöiden osalta, mikä aiemmin on huomattu myös Yhdysvalloissa. Markkinoiden reaktio takaisinosto-ohjelmaan oli verrattain pieni. Epänormaali markkinareaktio ilmoituskuukautena oli vajaan prosentin, kun seuraavana kolmena vuotena reaktio oli noin seitsemän prosenttia vuodessa. Pitää tietysti huomioida, että aliarvostus ei ole ainoa motiivi omien osakkeiden ostolle.

Vahvempaa näyttöä on toisesta signaalintiongelmosta, jonka mukaan johdolla on parempi näkemys markkinoista, joilla se toimii, ja siten myös parempi ymmärrys osakkeen oikeasta arvosta. Ikenberryn ym. (1995) selvitys vuosilta 1980 - 1990 osoitti, että takaisinostoaikasta ilmoittaneiden yritysten osakekurssi nousi yhteensä 12,4 prosenttia seuraavan neljän vuoden aikana. Yritykset käyttivät avomarkkinaoperaatiota. (Grullon 2000, 37.) Kiinteähintaisten ostotarjousten tapauksessa reaktio on ollut vielä voimakkaampi. On kuitenkin eräitä tutkimuksia, joissa on huomioitu vain epänormaali reaktio verrattuna yrityksen omaan toimialaan.

Ikenberry ym. (1995) tarkastelivat vielä lähemmin aliarvostusolettamaa. Yritykset jaettiin luokkiin markkinaperäisen tunnusluvun (book to market- ratio) mukaan. Huomattiin, että yrityksillä joilla tunnusluku on korkea, eli jotka ovat aliarvostetuimpia markkinoilla, niin sanottuja arvoyhtiöitä, osakkeen kurssi nousi neljässä vuodessa 45,3 prosenttia, kun matalimman luokan yritysten osakekurssi putosi 4,3 prosenttia. Jokaisessa luokassa oli kuitenkin suunnilleen yhtä paljon yrityksiä, joten aliarvostus ei voinut olla ainoa syy omien osakkeiden ostolle. On myös useita tutkimuksia, joissa arvo-osakkeet tuottavat parempia tuloksia takaisinostolla kuin kasvuosakkeet. (Ks. esim. Chan ym., 2007.)

Taulukosta 2 nähdään, että takaisinostoilmoitus on johtanut positiiviseen, epänormaaliin kurssireaktioon. Suurin vaikutus on ollut kiinteähintaisella ostotarjouksella ja pienin avomarkkinaostolla. Stephens ja Weisbach (1998) väittävät, että pieni kurssireaktio avomarkkinaostoon voi johtua siitä, että ilmoitus avomarkkinaostosta ei vielä sido yritystä oikeasti ostamaan osakkeitaan takaisin.

Taulukko 2. Lyhyen aikavälin markkinareaktio takaisinostoilmoitukseen Karhunen (2002).

Takaisinostokeino	Tutkimus	Tutk. periodi	Otoskoko	Ilmoitusvaikutus
Kiinteähintainen	Masulis (1980)	1963-78	199	17.0 %
	Dann (1981)	1962-76	122	15.4 %
	Lakonishok ja Vermaelen (1990)	1962-86	221	12.5 %
	Lie ja McConnel (1998)	1981-94	116	7.9 %
Huutokauppa- menettely	Commet ja Jarrel (1991)	1984-88	72	8.0 %
	Bagwell (1992)	1981-88	31	7.7 %
	Lie ja McConnel (1998)	1981-94	91	7.7 %
Avomarkkinaosto	Vermaelen (1981)	1970-78	243	3.7 %
	Ikenberry ym. (1995)	1980-90	1239	3.5 %
	Stephens ja Weisbach (1998)	1981-90	994	2.7 %
	Guay ja Hartford (2000)	1981-93	1062	2.1 %
	Ikenberry ym. (2000)	1989-97	1080	0.9 %
	Kahle (2001)	1993-96	712	1.6 %

Kuten taulukosta 2 ilmenee, on kiinteähintaisella ostotarjouksella ollut selvästi suurin vaikutus osakkeen kurssiin. Ostotarjoukset antavat vahvemman signaalin johdon omasta luottamuksesta tulevaisuuteen. Yritykselle aiheutuvat kustannukset kiinteähintaisessa ostotarjouksessa ja huutokauppaprosessissa ovat suuremmat kuin avomarkkinaostossa. Tämä heikentää yrityksen saamaa hyötyä. (Stonham 2002, 42.)

Kanadalaisia yhtiöitä koskeva selvitys osakkeiden epänormaalista kurssinoususta ennen ja jälkeen takaisinostoilmoituksen tukee väitettä, että markkinat eivät ole osanneet arvostaa oikein osakkeita, ja aliarvostus siis todellakin on syy takaisinosto-ohjelmille. Osakkeitaan takaisinostavien kanadalaisten yritysten epänormaali kuukausittainen kurssinousu yli kolme vuotta takaisinostoilmoituksen jälkeen oli 0,59 prosenttia. Edellisen vuoden ajan kuukausittainen epänormaali kurssilasku oli -0,35 prosenttia. Vielä vahvemmin tulokset näkyvät, kun verrataan arvo- ja kasvuosakkeita. Arvo-osakkeilla epänormaali kurssinousu oli 0,76 prosenttia kuukaudessa ja kasvuosakkeilla 0,28 prosenttia kuukaudessa. (Ikenberry ym. 2000, 2375.) Arvo-osakkeiksi määritellään osakkeet, joiden tuotto tai tasearvo suhteessa markkina-arvoon on alhainen.

Tutkimus osoittaa, että takaisinostoja tehdään strategisesti, ts. asiasta päättävät miettivät tarkoin milloin ja miten yrityksen kannattaa ostaa omia osakkeitaan. Kurssimuutoksilla myös näyttäisi olevan suuri vaikutus takaisinostoaktiivisuuteen. Kurssinousu johtaa takaisinostovolyymin pienenemiseen ja lasku taas kasvuun. Toteutusasteet ovat suurempia arvo-osakkeilla kuin kasvuosakkeilla. Yrityksillä, jotka ostavat aktiivisesti omia osakkeitaan takaisinosto-ohjelman aikana, havaittiin vain pieniä positiivisia kurssireaktioita. Seuraavina vuosina epänormaali kurssinousu oli merkittävä. Yrityksillä, jotka eivät ostaneet aktiivisesti omia osakkeitaan ohjelman aikana, havaittiin suuria positiivisia kurssireaktioita ostopäätösten alussa. Seuraavina vuosina epänormaaleista kurssinousuista ei ollut sen sijaan todisteita. Tulos osoittaa, että osakkeen hinta vaikuttaa takaisinostopäätökseen ja sen ajoitukseen. Peruste takaisinostolle, aliarvostus, on siis pätevä. (Ikenberry ym. 2000, 2375 - 2376.)

2.4.2. Vapaan kassavirran kustannukset ja johdon asema

Osakkeenomistajat toivovat, että yritysjohto toimisi aina niin, että yrityksen markkina-arvo kasvaisi. Jos omistajat eivät valvo riittävän tarkasti, saattaa johto ruveta ajamaan omia etujaan. Johto käyttää varoja tuottamattomiin kohteisiin kasvattaen näin ehkä yrityksen kokoa mutta niin, että tuottavuus ja markkina-arvo kärsivät. Kustannuksia, jotka syntyvät johdon ja omistajien ristiriidasta, kutsutaan agenttikustannuksiksi tai vapaan kassavirran agenttikustannuksiksi. Erityisesti yrityksillä, joilla on paljon vapaata pääomaa kassassa, on suurin riski tehdä ylisuuria investointeja tai nettohyötyarvoltaan negatiivisia investointeja. Riski pienenee omia osakkeita ostamalla, tai jos yritys jakaa ylimääräisen pääoman omistajille osinkoina. Toisaalta taas luottoluokituslaitokset vaativat yrityksiltä usein suurta kassaa. Se antaa turvaa yrityksille huonoja aikoja vastaan.

Lie (2000) huomasi, että yrityksillä, jotka ostavat omia osakkeitaan, on enemmän varoja kassassa kuin muilla saman alan yrityksillä. Hän myös huomasi, että mitä suurempi kassa yrityksellä on, sitä voimakkaampi on myös positiivinen kurssireaktio, kun yritys ostaa omia osakkeitaan. Grullonin (2000) mukaan kurssireaktio takaisinostoihin on positiivinen myös silloin, kun yrityksen muut investointimahdollisuudet ovat heikentyneet (Grullon 2000, 39). On myös tapauksia, joissa osakkeen arvo on tippunut. Sijoittajat ovat ajatelleet, että yrityksellä ei ole parempaa käyttöä varoilleen, kuin ostaa omia osakkeitaan (Stonham 2002, 39). Tätä perustetta on mm. Microsoft käyttänyt, kun ei ole jakanut voittovaroja omistajilleen. Omistajat saavat korvauksen osakkeen parempana hintana.

Kaikille yrityksen arvoa lisääville investoinneille tulisi löytyä rahoitusta. Näin ei kuitenkaan käy markkinoiden epätäydellisyyden takia. Tästä syytetään informaation epäsymmetrisyyttä johdon ja

markkinatoimijoiden välillä. Kun yrityksellä ei ole tuottavia investointikohteita, tulisi sen jakaa ylimääräiset varat osakkeenomistajille. Sillä omistajilla saattaa olla tiedossa hyviä sijoituskohteita, joihin voivat itse sijoittaa. He tuntevat markkinat kokonaisuudessaan paremmin ja heidän saattaa olla helpompi siirrellä varoja eri sijoituskohteisiin kuin yrityksen. (Grullon 2000, 39 - 40.)

Usein johto perustelee takaisinosto-ohjelmaa sillä, että se haluaa parantaa osakekohtaista tulosta (EPS). On totta, että EPS nousee, jos prosentuaalinen tulos tippuu vähemmän kuin prosentuaalinen osuus markkinoilla olevista osakkeista. Jos lisäksi oletetaan, että markkinat hinnoittelevat mekaanisesti osakkeen EPS:n mukaan, osakkeen arvo kasvaa. Mutta tämä toimii vain silloin, jos yrityksellä on vapaata tuottamatonta pääomaa. Oletetaan, että yrityksellä on kassassa ylimääräisiä varoja, joilla se ostaa omia osakkeitaan. Teorian mukaan yrityksen arvo ei kasva kokoa pienentämällä, jollei se pysty saamaan sitä rahaa tuottavaksi. Käteisellä on siis siinä tapauksessa negatiivinen nettonykyarvo. Tässä tapauksessa yrityksen arvo kasvaa, kun pääomaa allokoidaan tuottavampaan kohteeseen. Takaisinosto voitaisiin myös rahoittaa velalla ja EPS saataisiin kasvamaan. Lisääntynyt velka kuitenkin aiheuttaisi suuremman riskin pääomalle, jolloin osakkeen arvo ei välttämättä nousisi. (Grullon 2000, 35.) Monet tutkimukset käsittelevät tämän EPS- syyn erillään vapaan kassavirran agenttikustannuksista. Tässä tutkielmassa se on rinnastettu vapaan kassavirran agenttikustannuksiin.

2.4.3. Vaihtoehto osingoille ja verotus

Yritykselle, joka on oikein arvostettu markkinoilla, on sama käyttääkö se voitonjakoon osakkeenomistajille osinkoja vai takaisinostamista, jos veroja ei oteta huomioon. Suomessa on käytössä yhtiöveron hyvitysjärjestelmä, jossa osingot ovat osakkeenomistajille osittain verottomia. Mm. Yhdysvalloissa sen sijaan osinkoja verotetaan kovemmin kuin pääomavoittoja. Usein takaisinoston etuja osinkoihin verrattuna perustellaan veroedun vuoksi. Tässä tutkielmassa ei kuitenkaan niihin juurikaan paneuduta siksi, että veroerot ovat tasoittumaan päin useimmissa maissa. Myös Miller ja Scholes (1978) myöntävät, että verojen vaikutus optimaaliseen rahoituspolitiikkaan on epätodennäköisempi kuin yksinkertainen ero veroissa antaisi ymmärtää. Vaikka osinkojen ja pääomavoittojen verotus olisi samansuuruinen, voivat osingot olla osakkeenomistajalle epämieluisampi vaihtoehto. Osakkeen arvo voi kasvaa nopeammin kuin osingot ja kun osakkeiden myynnistä on tullut helpompaa, olisi osingot epämieluisampi vaihtoehto. (Stonham 2002, 39.)

Yritys saattaa mieluummin ostaa omia osakkeitaan kuin jakaa osinkoa, sillä osinkojen ajatellaan olevan liian sitovia. Jos osinkoa päätetään korottaa, sijoittajat ajattelevat sen olevan kestävä muutos. Käytännössä on huomattu, että osingon alentaminen laskee yleensä osakkeiden markkina-arvoa. Siis jos yrityksellä on vain hetkellisesti vapaita voittovaroja, joita se haluaa jakaa omistajilleen, voi osakkeiden takaisinostaminen olla houkuttelevampi vaihtoehto. Weisbach, Jagannathan ja Stephens (2000) huomasivat, että osakkeita takaisinostavilla yrityksillä on vaihtelevammat tulot kuin osinkoja maksavilla yrityksillä.

Grullon ja Michaely (2000) löysivät todisteita siitä, että markkinat suosivat osakkeiden takaisinostamista enemmän kuin osinkoja. He huomasivat, että vaikka yritykset leikkaava osinkoja

niiden markkina-arvo ei tipu, jos ne ovat lähimenneisyydessä ostaneet omia osakkeitaan. Myös Tomperin (2004) tutkimus osoittaa yritysten suosivan takaisinostoja niiden joustavuuden takia, jos verokohtelu on samankaltaista osinkojen kanssa.

2.4.4. Pääoma-asteen muutos ja optiot

Tutkimuksissa melko harvoin hyväksyttynä syynä osakkeiden takaisinostoon mainitaan yrityksen velkaantumisasteen muuttaminen. Tämä edellyttäisi todella merkittävää omien osakkeiden ostamista ja/tai sen tekemistä velkarahalla. Suomessa omien osakkeiden ostovaltuutuksen saa vain kymmenelle prosentille osakkeista, jonka jälkeen ne voidaan mitätöidä. Merkittävä pääoma-asteen muuttaminen ei siis tule kyseeseen. Pitkällä aikavälillä kuitenkin voidaan säilyttää haluttu pääoma-aste (Grullon 2000, 41).

Mitä hyötyä yritykselle voi sitten sopivasta velkaantumisasteesta olla? Yhtenä perusteena voi olla, velkaantumisasteen käyttäminen verokilpenä. Velan korot voivat olla yritykselle verovähennyskelpoisia. Pääoma-asteen muutoksesta voi myös seurata negatiivisia asioita. Jos osto-ohjelma toteutettaisiin velalla ja vieraan pääoman suhde omaan pääomaan näin kasvaa, voi takaisinostaminen johtaa negatiiviseen kurssireaktioon tilanteessa, jossa vieraan pääoman suhde omaan pääomaan on ollut jo alussa korkea. Samaan lopputulokseen voidaan päätyä, vaikka takaisinostamiseen käytettäisiin kassavaroja, sillä silloin yritys luopuu riskittömimmistä varoistaan. (Stonham 2002, 40.)

Yritysrahoituksessa oman pääoman oikea markkina-ajoitus tarkoittaa sitä, että tehdään osakeanteja korkeaan hintaan ja takaisinostoja alhaisella hinnalla. Modiglianin ja Millerin (1961) mukaan

tehokkailla markkinoilla ei saa voittoja muuttamalla oman ja vieraan pääoman suhdetta. Tehottomilla markkinoilla ajoituksella voi olla vaikutusta (Baker ja Wurgler 2002, 1). Baker ja Wurgler tulevat tutkimuksessaan tulokseen, että yrityksen markkina-arvon suhde tasearvoon vaikuttaa velkatasoon netto pääoman antien kautta. Kun yrityksen markkina-arvo on korkea, yritys hankkii omaa pääomaa mm. osakeantien avulla, mikä alentaa yrityksen velkaantuneisuusastetta. Pääoman rakenne muodostuu menneistä yrityksistä ajoittaa markkinoita. (Baker ja Wurgler 2002, 9, 27) Johdon usko kykyynsä ajoittaa pääoman muutokset oikein on seuraus osakkeen aliarvostusongelmasta. Useissa tutkimuksissa on todettu, että osakeannin jälkeen osakkeen kurssi laskee pitkällä aikavälillä, kun taas osakkeiden hankintaohjelmien jälkeen kurssi nousee.

Yritysjohdon vaurastuminen ja hyvinvointi riippuu hyvin paljon yrityksen osakkeen arvosta optio-ohjelmien kautta. Yritysjohdo saattaa mieluummin käyttää takaisinostamista voittojen jakoon kuin osinkoja, sillä näin saadaan korotettua osakkeen arvoa. Kun yrityksestä jaetaan osinkoa, osakkeen arvo yleensä laskee. Osto-optioiden arvo siis alenee. Jos optio-ohjelmat ovat laajoja ja niitä käytetään paljon, vaikuttaa se merkittävästi liikkeellä olevien osakkeiden määrään ja sen seuraksena yrityksen osakekohtainen tulos pienentyy. Jos tämä ei ole tavoitteena, voidaan liikkeellä olevien osakkeiden määrää vähentää omia osakkeita ostamalla. Työntekijöiden optioista tulee arvokkaampia. Option haltija haluaa ehkä mieluummin nähdä osakkeen arvon nousevan kuin osinkojen. Liikkeellä olevien osakkeiden määrää saadaan säänneltyä takaisinosto-ohjelmien avulla jatkuvista optio-ohjelmista huolimatta. (Stonham 2002, 39.) Optiojärjestelmät eivät ole vähäpätöinen syy omien osakkeiden ostolle. Samalla kun optioita on käytetty yhä enemmän työntekijöiden palkitsemisessa, ovat myös takaisinostojen volyymit kasvaneet. Osakkeenomistajat eivät kuitenkaan ole kovinkaan tyytyväisiä, jos osakkeiden takaisinoston tarkoituksena olisi ainoastaan suurentaa optiojärjestelmissä olevien palkkioita.

Karhunen (2002) havaitsi suomalaisilla yrityksillä tekemässään tutkimuksessa selvän yhteyden yritysten optio-ohjelmien ja omien osakkeiden ostamisen välillä. Samaan tulokseen päästiin myös Tomperin (2004) analyysissä.

2.4.5. Likviditeetti ja muita syitä

Likviditeetti on yksi tärkeimmistä tunnusluvuista, joita sijoittajat seuraavat, kun he tekevät sijoituspäätöksiä ja analysoivat sijoituskohteita. Taloustieteessä likviditeetillä tarkoitetaan sitä, miten nopeasti hyödykkeen voi muuttaa rahaksi. Osakemarkkinoilla likviditeetillä tarkoitetaan tarkemmin sitä, että osakkeita voidaan ostaa ja myydä anonyymisti suhteellisen pienellä hintavaikutuksella. Yleisimmin käytettyjä likviditeetin mittareita ovat: myynti- ja ostotarjousten ero, kaupankäyntivolyymi, kauppojen lukumäärä ja kauppojen koot. (Tomperi 2004, 38.)

Seuraavassa käsitellään osakkeen likviditeetin parantamista syynä omien osakkeiden hankinnalle. Harvoin se kuitenkin on varsinainen syy yritykselle hankkia omia osakkeitaan. Pikemminkin likviditeetin parantuminen on seuraus takaisinostoista. Tutkijat eivät ole yksimielisiä takaisinostojen vaikutuksesta likviditeetin suuntaan eikä edes siitä, onko sillä ylipäänsä vaikutusta.

Kun yritysten takaisinostot ovat lisääntyneet viime vuosina huomasti, on tärkeä kysymys, onko likviditeetti tai transaktiokustannukset lisääntyneet vai vähentyneet. Muutos likviditeetissä merkitsee myös muutosta sijoituskustannuksissa sijoittajan kannalta. Tämä taas vaikuttaa pääomakustannuksiin takaisinostavan yrityksen kannalta. (Kim 2005, 1.) Kun osa osakkeista poistuu kierrosta, voidaan ajatella että likviditeetti huononee, koska osakkeiden ja myös niiden omistajien määrä vähenee. Kun laskeville markkinoille tulee iso ostaja, takaisinostava yritys, se voi

herättää luottamusta muissa markkinatoimijoissa ja näin vähentää myyjien määrää. Tämä taas pienentää myyjien ja ostajien tarjousten eroja ja näin likviditeetti paranee. Takaisinostot voivat siis pienentää informaation epäsymmetrisyyttä.

Vuoden 1987 pörssiromahduksen jälkeen takaisinostojen volyyymi kasvoi. Osaksi sen on katsottu johtuvan halusta parantaa likviditeettiä. Likviditeetti voi myös huonontua, kun markkinoille tulee paremmin informoitu sijoittaja. Osakkeen osto- ja myyntitarjouksen eron yksi syy on adverse selection -kustannukset. Kustannusten kasvaessa myös osto- ja myyntitarjouksen ero kasvaa eli likviditeetti huonontuu. Kimin (2000) tutkimustulokset eivät viittaa siihen, että likviditeetti parantuisi, mutta volatilitietin nähtiin pienenevän. Myös osto- ja myyntitarjouksen välinen ero pieneni pienemmällä, vähemmän epälikvideillä osakkeilla. Tulos tukee sitä, että epälikvidit osakkeet hyötyvät avomarkkinaostoista (Grullon 2000, 42 - 43). Barclay ja Smith (1988) todistivat, että osto- ja myyntitarjouksen ero kasvoi takaisinosto-ohjelmien aikana. Franz, Rao ja Tripathy (1995) osoittivat kuitenkin, että likviditeetti parantui. Cook, Krigman ja Leach (2004) saivat saman tuloksen erityisesti Nasdaq-osakkeilla. Helsingin pörssin yrityksillä omien osakkeiden osto näyttäisi vaikuttavan positiivisesti osakkeen likviditeettiin (Tomperi 2004, 140).

Takaisinostolla voidaan pyrkiä eroon epämieluisasta omistajasta. Mutta sen seurauksena saattaa sisäpiirin omistajaosuus kasvaa liian suureksi. Jos osakkeesta kuitenkin maksettaisiin kunnan preemio, kompensoituisi haitta sillä. (Stonham 2002, 41.)

Osakkeita voidaan hankkia yritysjärjestelyihin varautumiseen. Yrityksellä voi olla mielessä joku mieluisa ostokohde ja tämän kaupan maksuksi voidaan käyttää yrityksen omia osakkeita.

2.4.6 Suomalaisten yritysten syyt

Syy omien osakkeiden takaisinostoon ilmoitetaan pörssitiedotteessa. Selvästi yleisin syy on ollut varautuminen yritysostoihin. Puolet yrityksistä ilmoittaa syyksi pääoma-asteen parantamisen. Neljännekselle yrityksistä yksi syy on ollut työntekijöiden optiojärjestelmät. Vain osalle yrityksistä syy on ollut osakkeen likviditeetin parantaminen. (Tomperi 2004, 88.)

Pörssitiedotteissa julkistetut syyt poikkeavat todennäköisesti siitä, mitä yritysjohto todella ajattelee. Suurin osa yrityksistä ostaa omia osakkeitaan, koska ajatellaan osakkeen olevan aliarvostettu markkinoilla. Kyselyhaastattelun mukaan vain osa yrityksistä ilmoitti syyksi osinkojen korvauksen. Vaikka yritysostot ilmoitettiin kyselyssä syyksi, suurin osa yrityksistä ei ollut käyttänyt osakkeita maksuna yritysostoissa. (Tomperi 2004, 88.)

3. Takaisinostojen ajoitus

3.1. Ajoitukseen vaikuttavia tekijöitä

3.1.1. Lainsäädäntö

Omien osakkeiden ostot ovat tavallisesti tiukasti säänneltyjä niiden sisäpiirikauppaluonteen takia. Joissakin maissa takaisinostot ovat jopa kielletty. Koska yritysjohto käy osakekauppaa yrityksen varoilla, on mahdollista, että kauppojen ajankohtaan voi vaikuttaa informaatio, jota ei vielä ole julkaistu markkinoille. Markkinat eivät ole informaatiotehokkaat yritysjohtoon ja sijoittajien välillä. Vasta vuonna 1982 Yhdysvalloissa asetettiin ohjeet, miten takaisinostot pitää suorittaa ilman, että takaisinostoja pidetään markkinoita manipuloivina. (Tomperi 2004, 42.)

Yritykset eivät saa Suomessa eivätkä muissakaan maassa käyttää sisäpiirin tietoa osakekaupoissa. Siksi yritykset ehkä välttävätkin takaisinostoja pörssitiedotteiden lähellä (Cook, Krigman ja Leach 2004, 463). Tämä estää osaltaan sen, että yritykset pystyisivät hyötymään takaisinosto-ohjelmistaan. On kuitenkin selvää näyttöä siitä, että osa yrityksistä pystyy hyötymään enemmän kuin toiset takaisinosto-ohjelmista.

3.1.2. Markkinatilanne

Yleisin yritysten ilmoittama syy omien osakkeiden ostolle on osakkeen aliarvostus. Yrityksen johto pitää osakettaan alihinnoiteltuna markkinoilla. Cook ym. (2004) pitävät tätä pitkän tähtäimen syytä annettuna ja keskittyvät lyhyen aikavälin syihin tavoitteenaan selvittää, miksi yritys ostaa jonakin päivänä ja toisena taas ei. Mahdollisia lyhyen aikavälin syitä, joita he näkevät on: kustannusten minimoiminen, hinnan tukeminen, likviditeetin parantaminen ja sisäpiiritiedon strateginen käyttö. (Cook ym. 2004, 464.) Yrityksen oikea syy ostaa omia osakkeitaan ei saata olla mikään edellä mainituista tai yhdistelmä kaikista (Cook ym. 2004, 466).

Yritykset eivät osta vakioidusti osakkeitaan koko valtuutuksen ajan. Seuraavassa keskitytään syihin, jotka saattavat rohkaista yritystä ostamaan eri määriä annettuna päivänä. Cook ym. (2004) estimoivat mallin, joka ottaa huomioon tulevat ja menneet markkinaolosuhteet, rinnakkaisen muun kaupankäyntivolyymin, ohjelmien loppuunsaattamisasteen ja yrityksen takaisinostoilmoituksen ajoituksen. Selvittääkseen vielä tarkemmin hinnan tukemista tai likviditeetin parantamista, he analysoivat takaisinoston ajoitusta päivän sisäisessä kaupankäynnissä. (Cook ym. 2004, 478.)

Ikenberryn, Lakonishokin ja Vermaelenin (2000) mukaan kanadalaiset yritykset lisäävät takaisinostojaan osakekurssin alentumisen jälkeen. Stephen ja Weisbach (1998) puolestaan tutkivat kvartaalista takaisinostovolyymia Yhdysvalloissa. He havaitsivat, että aikaisemmillä kurssinousuilla on taipumus vähentää niitä. Odotettujen ja odottamattomien kassavirtojen lisääntyminen taas näyttäisi lisäävän niitä. Cook ym. (2004) tutkivat päivän sisäistä ostopäätöstä suhteessa menneisiin ja tuleviin kurssimuutoksiin sekä markkinoiden kokonaisliikkeisiin. Oletuksena on, että yrityksen osakkeen kurssimuutokset vaikuttavat takaisinostopäivän valintaan. Kun esimerkiksi kurssi laskee, naiivi kustannusten minimoimisstrategia edellyttäisi takaisinostojen lisäämistä. Jos taas yritys käyttää sisäpiiritietoa, ostamisen pitäisi lisääntyä kurssilaskun jälkeen ja ennen kurssin nousua. Ostovolyymien pitäisi myös vaihdella systemaattisesti ennen ja jälkeen yritystietojulkaisujen. Kun likviditeetin parantaminen tai kurssitason tukeminen ovat vaikuttava tekijä, takaisinostojen lisääntymisen lisäksi kurssilaskun aikana tai heti sen jälkeen, odotettaisiin takaisinostojen korreloivan markkinoiden muun kaupankäyntivolyymin ja tarjousten epätasapainon kanssa. Erityisesti odotettaisiin takaisinostojen lisääntyvän, kun muu kaupankäynti on alhaista tai markkinoilla on myyntipainetta. Jos taas yritys haluaa peittää takaisinostonsa muuhun markkinoiden likviditeettiin, nähtäisiin suurina kaupankäyntivolyymin päivinä myös lisääntyneitä takaisinostoja. (Cook ym. 2004, 478 - 479.)

Cook ym. (2004) estimoivat Tobit-mallin

$$V_{i,t}^R = \beta_1 + \beta_2 R_t^M + \beta_3 X R_{i,t} + \beta_4 CAR_{i,t-k,t-1} + \beta_5 CAR_{i,t+1,t+k} + \beta_6 V_{i,t}^{NR} + \beta_7 C_{i,t} + \beta_8 A_{i,t} + \beta_9 A_{i,t\pm 2} + \varepsilon_{i,t}. \quad (1)$$

Tavoitteena oli analysoida yritysten strategista takaisinostamista. He keskittyvät takaisinostettujen osakkeiden lukumäärään kunakin päivänä, koska se kuvastaa parhaiten päätöksentekoa takaisinosto-

ohjelman aikana. Jotkut yritykset ostavat vakiomäärän osakkeita kunakin päivänä ja muutokset määrässä ovat satunnaisia. (Cook ym. 2004, 479.)

Malliin on otettu mukaan mahdollisia syitä takaisinostamiselle. Muuttuja $V_{i,t}^R$ on takaisinostettujen osakkeiden lukumäärä kullekin yritykselle i päivänä t . Riippumattomissa muuttujissa on samanaikainen markkinaliike S&P 500 osakkeille (R_t^M). Ylimääräinen kurssinousu ($XR_{i,t}$), joka saadaan osakkeen kurssinousun ja S&P500 markkinaliikkeen erotuksena. Ylimääräinen kurssinousu (CAR) ennen ja jälkeen, on osakkeen ylimääräinen kurssinousu verrattuna kolmen päivän ikkunaan ennen ja jälkeen takaisinoston. $V_{i,t}^{NR}$ on muu kaupankäynti kuin takaisinostot. Ohjelman loppuunsaaminen hetkenä t on ($C_{i,t}$). ($A_{i,t}$) on indikaattorimuuttuja, joka saa arvon yksi jos yritys tekee mitään ilmoituksia kunkin päivän aikana. Muuttuja on ($A_{i,t\pm 2}$), jos ilmoitus on tehty kaksi päivää ennen tai jälkeen kunkin päivän. (Cook ym. 2004, 479.)

Malli estimoitiin kullekin yritykselle erikseen käyttäen aikasarja-aineistoa alkaen kymmenen päivää ennen ensimmäistä takaisinostoa jatkuen aina kymmenen päivää viimeisen takaisinoston jälkeen. Tulokset osoittivat yritysten lisäävän takaisinostovolyymia kaupankäyntivolyymien ollessa muutenkin korkea. Kaikki otoksen yritykset supistivat takaisinostojensa viiden päivän sisällä niiden pörssitiedotteista. Yritykset näyttävät siis välttävän sisäpiiritiedon hyväksikäyttöä. Mielenkiintoista on myös, että päivittäiset takaisinostot lisääntyivät takaisinosto-ohjelman kuluessa. Tähän saattaa olla syynä Yhdysvaltain lainsäädäntö. Otoksen 23 NYSE-yritystä havaittiin lisäävän takaisinostojensa, kun markkinat olivat samanaikaisesti alhaiset, osakurssi on matalalla ja kumulatiivinen ylimääräinen osakekurssien muutos kolmena edeltävänä päivänä oli ollut negatiivinen. Nämä yritykset ovat siis herkkiä osakekurssien muutoksille takaisinostopäätöksissään. Nasdaq-yritysten kurssimuutosten ja takaisinostojensa ei havaittu korreloivan keskenään. Nasdaq-yritykset ovat herkkiä markkinoiden muulle kaupankäyntivolyymille. Näyttäisi siis siltä, että ne yrittävät peitellä

takaisinostojaan. Kummankaan osaotoksen yritysten ei haivaittu yrittävän jatkuvasti hyötyä kurssinousuista, vaikka voisi olettaa, että jos yritys tietäisi osakkeensa kurssin nousevan, se ostaisi enemmän omia osakkeitaan. Kaikkiaan Tobit-analyysi osoitti, että NYSE-yritykset ovat kurssimuutosherkkiä takaisinostaessaan osakkeitaan ainakin päivätasolla. Nasdaq-yritysten kohdalla kurssimuutosherkkyyttä ei sen sijaan havaittu. (Cook ym. 2004, 479 - 481.) Tulosten mukaan ainakin NYSE-yritykset yrittävät hyötyä kaupankäynnin ajoituksesta.

Barclayn ja Smithin (1988) oletuksena oli, että asettamalla ostotarjoustason, yritys pystyy näin tukemaan kurssilaskussa olevan osakkeen hintaa. NYSE-yritykset ostavat omia osakkeitaan, kun pörssi on muutenkin laskussa. Tämä on yhdenmukaista oletuksen kanssa, että ostetaan niin alhaiseen hintaan kuin mahdollista ja pyritään ostotarjouksien avulla tukemaan laskevan osakkeen hintaa. Cook ym. (2004) tutkivat ostojen ajoitusta suhteessa osto- ja myyntihinnan väliseen eroon määrittääkseen, käyttävätkö yritykset ostotarjouksia saadakseen hintatason haluamakseen. Tulokset olivat yhdenmukaisia Barclayn ja Smithin oletuksen kanssa. Yritykset yrittävät luoda likviditeettiä markkinoille ja tukea osakkeen hintaa. (Cook ym. 2004, 481 - 484.)

Jos yritykset ostavat tukeakseen hintaa ja onnistuvat siinä, pitäisi kurssilaskun tapahtua ennen takaisinostohetkeä. Samoin osakkeen hinnan pitäisi nousta tai vakiintua oston jälkeen. Cook ym. (2004) tutkivat päivän sisäisiä kurssimuutoksia takaisinostojen ympärillä. NYSE-osakkeiden hinta putoaa 0,66 prosenttia päivän alusta loppuun takaisinostopäivinä. Tämä tukee olettamaa, että yritykset ostavat laskevien hintojen vallitessa. Tutkimuksessaan he jakoivat päivän kahteen osaan: kurssimuutos ennen takaisinostoa ja kurssimuutos sen jälkeen. Näin he pyrkivät selvittämään ostavatko yritykset ennen kurssilaskua vai kurssilaskun jälkeen. NYSE-yritysten osakkeiden kurssi putoaa 0,61 prosenttia (p-arvo = 0,0001) päivän alusta takaisinostoon ja vain 0,05 prosenttia (p-arvo = 0,0568) lisää takaisinostosta päivän loppuun. Takaisinostopäivinä yli 90 prosenttia

kurssimuutoksista tapahtuu ennen takaisinostoa. Takaisinostot siis näyttävät liittyvän aleneviin hintoihin ja toimivat hinnan vakauttajana. NYSE-yritykset näyttävät pystyvän päivän sisäiseen ajoituskykyyn. Nasdaq-yritysten osalta hinta on taas vakaa takaisinostopäivänä. Ne eivät siis näytä kykenevän oikeaan ajoitukseen päivän sisäisessä kaupassa, eivätkä näin ole herkkiä hinnan muutoksille. (Cook ym. 2004, 482 - 483.)

3.2. Yritysjohdon ajoituskyky

3.2.1 Kustannusten minimoiminen

Kun omien osakkeiden ostot suoritetaan aikana, jolloin yrityksen markkinahinta ja liikearvo eivät kohtaa, voivat ne olla hyödyksi osakkeenomistajille. Yritykset saavat osakkeita alihintaan. Samalla yritysjohto viestittää, että he ostavat mieluummin omia osakkeita kuin tekevät kannattamattomia investointipäätöksiä tai käyttävät ylimääräiset kassavarat omaksi hyödykseen. Nähdessään tämän, markkinat hinnoittelevat osakkeen arvon lähemmäksi sen liikearvoa ja näin osakkeenomistajien varallisuus kasvaa. (Tomperi 2004, 55 – 56.)

Omien osakkeiden osto on yrityksille joustava tapa palkita osakkeenomistajia. Yritysten pitäisi toimia viisaasti ja takaisinostaa silloin, kun yrityksen markkina-arvo on järkevällä tasolla. Sisäpiiriläisenä yritysjohdolla pitäisi olla parempi tieto yrityksen taloudellisesta tilasta kuin muilla markkinatoimijoilla. Tätä tietoa heidän tulisi osata käyttää, kun he arvioivat yrityksen todellista arvoa. Ehkäpä merkityksellisin ja kiinnostavin vertailu voidaan tehdä, kun todellisia takaisinostokustannuksia verrataan naiiveihin takaisinostostrategioihin. (Tomperi 2004, 83.)

Onnistuvatko yritykset markkina-ajoituksessa? Käyttävätkö ne sisäpiiritietoa edukseen niin, että saavat voittoja takaisinostoportfoliolla? Seuraavassa tarkastellaan, osaavatko yritykset ajoittaa takaisinostojaan niin, että ostokustannukset minimoituisivat. Selvitetään pystyvätkö yritykset lyömään erilaisia naiiveja ostostrategioita. Koska takaisinosto-ohjelmien motiivit ja tavoitteet vaihtelevat suuresti yritysten kesken, analyysi perustuu siihen, että yritykset suosivat alhaista ostohintaa, kun ostavat omia osakkeitaan. (Cook ym. 2004, 489.) Kun yritys ostaa omia osakkeitaan, ei kustannusten minimointi ole välttämättä päätarkoitus. Yritysjohdolla on kuitenkin julkaisematonta tietoa yrityksestä ja tämä saattaa tietoisesti tai tiedostamatta vaikuttaa takaisinoston ajoitukseen (Tomperi 2004, 91).

Cook ym. (2004) arvioivat yritysten ajoituspäätöksiä valittuina kaupankäyntipäivinä. He tutkivat sitä, oliko niiden takaisinostohinta yli vai alle muiden kauppohen samana päivänä. He vertaavat osakepainotettua takaisinoston keskiarvohintaa muihin kauppohen samana päivänä. NYSE-yritykset maksavat osakkeistaan keskimäärin kaksi US-senttiä vähemmän kuin muut kaupankäyjät. Nasdaq-yritykset maksavat puolestaan kymmenen US-senttiä enemmän kuin muut kaupankäyjät. Se on lähes prosentti oston hinnasta. NYSE-yritysten tekemistä takaisinostoista enemmän kuin 40 prosenttia tehdään alle keskihinnan, Nasdaq-yritysten takaisinostoista vain vastaavasti 16 prosenttia. Kun takaisinostopäivä otetaan annettuna, NYSE-yrityksillä näyttäisi olevan ajoituskykyä takaisinostoissaan. Nasdaq-yritykset maksavat vastaavasti suhteessa korkeampia hintoja. (Cook ym. 2004, 489 - 490.)

Seuraavassa tarkastellaan yritysten kykyä valita päivät, jolloin käydä kauppaa, takaisinosto-ohjelman aikana. Takaisinostajan ajoituksen onnistumista ei voida mitata samalla tavalla kuin perinteistä salkunhoitajaa, koska takaisinostajalla ei ole kuin valtuutus ostaa. Salkunhoitajan kykyjä mitataan sillä, miten hän pystyy ostonsa ja myyntinsä ajoittamaan. Takaisinostajan on siis

optimoitava vain ostot. Verrataan aitoja takaisinosto-ohjelmia muihin mahdollisiin strategioihin, joilla päästään samaan lopputulokseen. (Cook ym. 2004, 490.)

Ensimmäiseksi tutkitaan, miten paljon ohjelmaan kului dollareita. Dollarimääräinen kustannus yritykselle i on

$$AC_i = \sum_{t \in RD_i} P_{it}^- V_{it}^R, \quad (2)$$

jossa RD_i on päivät jolloin yritys i osti osakkeitaan, P_{it} on hinnan keskiarvo ja V_{it}^R takaisinoston volyyymi yritykselle i . 64 takaisinosto-ohjelmaa maksoivat keskimäärin 45,7 miljoonaa dollaria. (Cook ym. 2004, 490.)

Cook, Krigman ja Leach (2004) käyttivät tutkimuksessaan erilaisia vertailuarvostrategioita. Minimi- (maksimi)hinta-strategia tarkoittaa sitä, että osakkeet ostettiin alimpaan (korkeimpaan) mahdolliseen hintaan takaisinosto-ohjelman aikana. NYSE-yritysten osalta kokonaiskustannuksen keskiarvohinta oli 116,3 miljoonaa dollaria mediaanin ollessa 62,8 miljoonaa. NYSE-yritykset maksoivat keskimäärin 12,3 miljoonaa yli minimihinnan, mutta noin 15 miljoonaa vähemmän kuin maksimihinta. Nasdaq-yritysten kustannusten keskiarvo oli 6,1 miljoonaa dollaria. Nasdaq-yritykset maksoivat keskimäärin 570 652 dollaria enemmän kuin minimi, mutta 475 490 dollaria vähemmän kuin maksimi. (Cook ym. 2004, 491 - 492.) Tulokset ovat, kuten odottaa saakin, minimin ja maksimin välissä. Nasdaq-yritysten joukossa oli kuitenkin yritys, jonka kokonaiskustannukset olivat samat kuin minimikustannukset. (Cook ym. 2004, 492.)

Realistisempaan vertailuarvona (benchmark) voisi toimia hinta, joka muodostuu, kun ostetaan vakioidusti (uniformly) osakkeita koko takaisinosto-ohjelman ajan. Seuraavassa takaisinosto-

strategiassa osakkeita hankitaan päivittäin vakiomäärä päivän päätöshintaan. Tämän menetelmän mukaiset takaisinostokustannukset ovat

$$UC_i = \sum_{t=1}^{T_i} P_{it}^C / T_i * V_i^R, \quad (3)$$

jossa T_i on kaupankäyntipäivien lukumäärä takaisinostoaikana yritykselle i . $V_i^R = \sum_t V_{it}^R$ on takaisinostoportfoliossa olevien osakkeiden lukumäärä ja P_{it}^C on päätöshinta. (Cook ym. 2004, 492 - 493.)

Toinen naiivi vertailuarvo ostaa suhteessa kunkin päivän kaupankäyntivolyyymiin. Strategian mukaiset takaisinostokustannukset ovat

$$PC_i = \sum_{t=1}^{T_i} V_{it} P_{it}^c / V_i * V_i^R, \quad (4)$$

jossa $V_i = \sum_t V_{it}$ on takaisinostojan kokonaisvolyyymi ja V_{it} on kaupankäyntivolyyymi osakkeelle i . Kolmas Cook ym. (2004) käyttämä naiivi strategia on takaisinostaa osakkeet mahdollisimman nopeasti (ASAP). He tarkastelevat tilannetta, jossa yhtiöt ostavat kaikki kunakin päivänä vaihdetut osakkeet, kunnes haluttu osakemäärä on hankittu. (Cook ym. 2004, 493.)

Viimeisenä vertailuarvona käytettiin kokonaiskustannusta, joka syntyy, kun ostetaan todellisin hankintamäärin päivän päätöshintaan. Tämä malli estimoii koko ohjelman perspektiivistä päivän sisäisen ajoituksen kaupoille. Mallin mukainen takaisinostokustannus on

$$CC_i = \sum_{t \in RD_i} P_{it}^c V_{it}^R, \quad (5)$$

jossa RD_i on päivät jolloin yritys i takaisinosti. P_{it}^c on päätöshinta yritykselle i ja V_{it}^R on yrityksen i takaisinostovolyymi kunakin päivänä. (Cook ym. 2004, 493.) Myöhemmin tässä tutkielmassa käytetään vertailuarvoja, jotka on muokattu yllä olevista takaisinostostrategioista.

Kustannusvertailuarvojen perusteella NYSE- ja Nasdaq-yritysten ajoituskyvyillä oli eroja. Cook, Krigman ja Leach (2004) huomasivat, että kaikki otoksessa olevat 41 Nasdaq-yritystä maksoivat ohjelmansa aikana enemmän kuin silloin, jos osakkeet olisi hankittu mahdollisimman nopeasti. Odotuspäätöksen takia ne menettivät keskimäärin 319 048 dollaria. Prosentuaalinen ero (ASAP)-vertailuarvoon oli 1,3, kun 63 prosentilla Nasdaq-yrityksistä oli korkeammat kustannukset kuin (ASAP)-vertailuarvo. Nasdaq-yritysten osalta vertailuarvoista suhteellinen takaisinostokustannus (PC) eikä vakioitu takaisinostokustannus (UC) eronneet merkittävästi todellisista takaisinostokustannuksista. Päätöshintakustannuksiin (CC) verrattuna Nasdaq-yritysten todelliset hankintakustannukset olivat merkittävästi suuremmat niin dollarimääräisesti kuin prosentuaalisestikin. Kaikkiaan kolmekymmentä 41:stä Nasdaq-yrityksestä hävisi tälle yksinkertaiselle vertailuarvolle. (Cook ym. 2004, 493 - 494.)

Otoksen kaikki 23 NYSE-yritystä osoitti tarkastelussa ajoituskykyä. Niiden ostokustannukset olivat pienemmät kuin vakioitu ja suhteellinen vertailuarvo. Säästöä tuli keskimäärin 1,4 miljoonaa dollaria ohjelmaa kohden. Vain 17,4 prosenttia NYSE-yrityksistä maksoi enemmän takaisinostoistaan kuin vakioitu vertailuarvo ja 21,7 prosenttia yrityksistä maksoi yli suhteellisen vertailuarvon. NYSE-yritysten takaisinostokustannukset eivät olleet merkitsevästi vähemmän kuin mahdollisimman nopeasti vertailuarvo. Kuitenkin neljätolista 23:sta (60,8 %) NYSE-yrityksestä maksoi todellisuudessa vähemmän takaisinostoistaan kuin strategiassa, jossa osakkeet hankittiin mahdollisimman nopeasti. (Cook ym. 2004, 494.)

Raportoidut keskiarvot ja mediaanit kertovat, että osalla Nasdaq-yrityksistä on hyviä kuluperusteisia suorituksia ja harvoilla NYSE-yrityksillä on huonoja kuluperusteisia suorituksia. Suhteellisen takaisinosto vertailuarvon (PC) tutkinta paljastaa, että viisi 23:sta NYSE-yrityksen takaisinosto-ohjelmasta (21,7 %) suoriutui huonommin kuin vertailuarvo. Kaksitoista otoksessa olleista 41:stä (34,1 %) Nasdaq-yrityksestä peittosi suhteellisen vertailuarvon. Keskimäärin NYSE-yritysten takaisinostot erosivat Nasdaq-yritysten ohjelmista. Vertailuarvoilla mitattuna ainoastaan minimikustannushinta ja mahdollista nopeasti kustannuksilla NYSE-yritykset eivät erottuneet Nasdaq-yrityksistä. (Cook ym. 2004, 494.)

Voidaan sanoa, että päivittäinen takaisinosto päätös riippuu hintatasosta ja kaupankäynnin volyymin tasosta. NYSE-yritykset saattavat hyötyä hinnan muutoksista takaisinosto-ohjelmiensa aikana, ainakin mitä tulee tuloksiin naiiveilla vertailuarvoilla. Yritykset näyttäisivät varovan sisäpiiritiedon hyväksikäyttöä, sillä ne välttelevät takaisinostoja pörssitiedotteiden lähellä. Cook ym. (2004) huomasivat, että takaisinostoja käytetään likviditeetin parantamiseen. Yrityksen omien osakkeiden ostot lisäävät osakkeen kysyntää osakemarkkinoilla ja yritys toimii tavallaan markkinatakaajana. Yritykset myös haluavat tukea tippuvan osakkeen hintaa. (Cook ym. 2004, 494.)

Myös Brockman ja Chung (2001) tutkivat johdon kykyä ajoittaa omien osakkeiden ostamista kustannusten minimoinnin näkökulmasta. He käyttivät Hong Kongin pörssin aineistoa vuosilta 1991 - 1999. Mukana oli kaikki pörssissä noteeratut osakkeet, joista 27 prosenttia osti omia osakkeitaan normaalin kaupankäyntitavan mukaisesti. (Brockman 2001, 421 - 423.) On epätodennäköistä, että kustannusten minimointi olisi ainoa syy takaisinoston ajoitukseen. Yrityksen johdon voidaan kuitenkin olettaa käyttävän sisäpiiritietoa, jotta pystyisivät ostamaan osakkeitaan halvimpaan mahdolliseen hintaan. Aluksi Brockman ja Chung (2001) tutkivat asiaa bootstrapping-

menetelmän avulla. Takaisinostojen onnistumista mitataan kolmen eri muuttujan avulla. Muuttujia ovat: hankinta-jakso (yksi vuosi), hankintapäivien lukumäärä ja hankittujen osakkeiden lukumäärä kunakin hankintapäivänä sillä jaksolla. Sitten nämä kolme eri muuttujaa pidetään vakioina ja annetaan takaisinoston ajoituksen vaihdella. Tämä toistetaan 50 tuhatta kertaa. Tämän jälkeen todellisia kokonaiskustannuksia verrataan suhteellisesti bootstrapped- kokonaiskustannukseen. Jos saadaan luku yli sadan prosentin, on bootstrapped- kokonaiskustannukset suuremmat kuin todelliset hankintakustannukset. Tulos oli, että ajoituskykyä osoitti 5 prosentin (yhden prosentin) merkitsevyydellä 37,3 prosenttia (25,7 prosenttia) yrityksistä. Ne pystyivät ajoittamaan osakkeiden hankinnat paremmin kuin bootstrapped- menetelmä. (Brockman 2001, 423 - 426.) Eri yritysten väliltä siis löytyy eroja, kun arvioidaan johdon ajoituskykyä kustannusten minimoinnin näkökulmasta.

Samalla bootstrapped- menetelmällä Tomperi (2004) tutki Helsingin pörssissä noteerattuja yrityksiä vuosina 1998 - 2002. Minimi bootstrapped- kustannukset vaihtelivat 86 prosentista vuonna 2002 96 prosenttiin vuonna 1999 verrattuna todellisiin takaisinostokustannuksiin. Maksimi menot vaihtelivat 113 prosentista vuonna 2000 134 prosenttiin vuonna 1998. Keskiarvokustannukset vaihtelivat 99 prosentista vuonna 2002 111 prosenttiin vuonna 1998. Ajoituskyky vaihteli vuodesta toiseen eikä noudattanut mitään selvää kaavaa. Vuosittaiset otoskoot olivat pieniä, ettei lopullista tilastollista päätelmää voitu tehdä. Tulokset kuitenkin osoittivat, että noin 40 prosenttia yrityksistä ajoittaa takaisinostonsa erittäin hyvin. (Tomperi 2004, 94.)

Brockmanin (2001) kokonaiskeskiarvokustannukset olivat 109 prosenttia verrattuna todellisiin kokonaiskustannuksiin. Yritysjohdo osoitti näin ajoituskykyä verrattuna naiviin hankintamenetelmiin. HESE- yrityksillä prosenttiluku oli kokonaisuudessaan 105. Tulokset olivat samoja kuin Brockmanin (2001) tutkimuksessa. (Tomperi 2004, 95.)

Mitä lyhyemmän ajan sisällä takaisinosto-ohjelma toteutettiin, sen parempiin ajoitustuloksiin yritykset pääsivät (Tomperi 2004, 96). Intuitio asiasta voisi olla päinvastainen. Pidemmällä ajalla toteutettava hankinta muistuttaa enemmän muiden sijoittajien toimintaa. Lyhyessä ajassa, oikein ajoitettuna, voi saada parempia tuloksia. Tällöin kuitenkin myös epäonnistumisen riski kasvaa.

3.2.2 Osakemarkkinoiden tilanteeseen nähden

Brockman ja Chung (2001) määrittelevät muuttujia, jotka määräävät johdon ajoituskykyä. He olettavat, että johdon ajoituskyky on sitä parempi mitä suurempi hinnan vaihtelu on. $MKTMOV_i$ on hinnan vaihteluväli kaikille noteeratuille yrityksille arvo painotetussa portfoliossa aikajaksona i . Alhaiset korot alentaa vaihtoehtoiskustannusta käyttää yrityksen varoja hankkimaan omia osakkeitaan. Alhainen korkoympäristö rohkaisee takaisinostoihin muista syistä kuin oikean ajoituksen yrityksestä. Ei kannata pitää kassavaroja, koska yrityksen sisällä sille saadaan korkeampi tuotto. $INTEREST_i$ on päivittäisten talletusten korkojen keskiarvo jaksolla i . $INDUSTRY_{i,j}$ on dummy muuttuja, joka saa arvon yksi jos yritys i kuuluu teollisuuden alaan j ja arvon nolla muulloin. Tämä auttaa määrittämään, onko ajoituskyky keskittynyt tiettyyn teollisuuden alaan. $CASHFLOW_i$ kertoo yrityksen kassavirrat jaksolla i . He olettavat suurempien kassavirtojen liittyvän huonompaan ajoituskykyyn. Yrityksen johto ei ehkä keksi muuta tekemistä rahoille, kuin hankkia osakkeita. Yrityksellä ei välttämättä ole mitään mielenkiintoisia investointikohteita. $FIRMSIZE_i$ kuvaa yrityksen oman pääoman määrää. Mitä suurempi yritys on, sitä tarkemmin se on analysoitu. Siten johdon on vaikeampi käyttää ajoituskykyä hyväkseen. He olettavat, että epäsymmetrinen informaatiota alentaa myös takaisinostojen lukumäärä $NUMREP_i$. Kun yritys aloittaa hankinnat, viesti johdon näkemyksestä osakkeen aliarvostuksesta menee markkinoille

perille. Brockman ja Chung luovat muuttujan $LOWINTEREST_i * CASHFLOW_i$ kuvaamaan yrityksiä, jotka todennäköisimmin takaisinostavat muusta syystä kuin havaitun aliarvostuksen takia. Jos yrityksellä on suuret kassavirrat ja korot ovat samanaikaisesti matalalla, saattaa yrityksen johto ainoastaan näistä syistä hankkia osakkeita. Johto ei yritäkään hyötyä aliarvostetusta osakkeesta. $LOWINTEREST_i$ on dummy muuttuja korolle, joka saa arvon yksi, jos aikajakso kuuluu alhaisimpaan neljännekseen koron osalta. Muuten se saa arvon nolla. He estimoivat regressiomallin

$$\begin{aligned}
 TIMING_i = & \alpha + \beta_1 MKTMOV_i + \beta_2 INTEREST_i + \beta_3 CASHFLOW_i + \\
 & \beta_4 (LOWINTEREST_i * CASHFLOW_i) + \beta_5 NUMREP_i + \beta_6 FIRMSIZE_i + \sum_{j=1}^6 \theta_j \\
 & INDUSTRY_{i,j} + \varepsilon_i.
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

Mallissa muuttuja $TIMING_i$ estimoit todennäköisyyttä, että satunnaisesti valittu takaisinosto-ohjelma saa pienemmät kustannukset kuin oikea takaisinosto-ohjelma. Mitä alhaisempi muuttujan p-arvo on, sitä korkeampi johdon ajoituskyky on. (Brockman 2001, 428 - 430.)

Ajoituskyky käyttäytyy samansuuntaisesti markkinaliikkeiden ja korkojen kanssa, kuten hypoteesi oletti. Kun hinnat heiluvat paljon, paranee johdon kyky huomata väärä osakkeen arvostustaso. Ja kun korot ovat korkealla, takaisinostot ovat todennäköisemmin perusteltu aliarvostuksen takia. Teollisuuden ala ei vaikuta merkittävästi johdon ajoituskykyyn. Yritykset, jotka takaisinostavat, luovat informaatiota markkinoille heikentäen näin johdon ajoituskykyä eli mahdollisuutta hyötyä väärästä arvostuksesta. Kassavirrat eivät ole merkitsevä muuttuja. Mutta matalan koron ja kassavirtojen yhdistelmä on merkitsevä ja negatiivinen kuten Brockman ja Chung (2001) olettivat. Yrityksen koko ei vaikuttanut merkittävästi johdon ajoituskykyyn. Ehkä muut muuttujat jo sisälsivät kaikki relevantit määreet tai yrityksen koko voi olla liian raaka määre kertomaan yrityksen informaatioympäristöstä. (Brockman 2001, 430.)

Tomperin (2004) suomalaisella aineistolla tekemän tutkimuksen mukaan yritykset ostavat omia osakkeitaan silloin, kun osakkeen hinta putoaa verrattuna muihin yrityksiin ja silloin kun osakemarkkina putoaa yleisesti, vaikkakaan tulokset eivät olleet niin selviä kuin yhdysvaltalaisilla yrityksillä tehdyissä tutkimuksissa. (Tomperi 2004, 103.) Historiallisen suuret laskupäivät pörssissä ovat olleet merkittäviä takaisinostopäiviä. Esimerkiksi syyskuun terroristihyökkäys vuonna 2001 Yhdysvalloissa oli merkittävä takaisinostopäivä Helsingin pörssissä. Tämäkin korostaa omien osakkeiden oston luonteeseen liittyvää ajoitusta ja sen tärkeyttä. (Tomperi 2004, 107.)

Se miten yritykset hoitavat omien osakkeiden takaisinostot voi vaikuttaa tuloksiin. Yleensä yritykset valitsevat yhden osavälittäjän, joka toimii yrityksen antamien ohjeiden mukaisesti. Oikea ajoitus ei välttämättä ole määräävä tekijä päivittäisissä hankinnoissa. Hankinta kuitenkin yleensä toteutetaan hyvin suurin volyymein lyhyessä ajassa. Takaisinostojen aloitus- ja lopetuspäätös tehdään yritysjohtajan toimesta. Tämä nostaa yritysjohtajan tärkeään rooliin, vaikka päivittäisistä ostoista vastaakin välittäjä itsenäisesti. (Tomperi 2004, 103.) Johtajan ajoituskykyä on täten mielekäästä mitata, vaikka osakekaupat tehdäänkin osakevälittäjän välittämänä.

4. Case: Sampo Oyj

4.1 Suomen lainsäädäntö

Suomen lainsäädäntö poikkeaa joiltakin osin Yhdysvaltain lainsäädännöstä omien osakkeiden oston osalta. Suurin osa tutkimuksista on tehty Yhdysvalloissa noteeratuilla yhtiöillä. Ennen siirtymistä tutkimaan Suomessa toimivaa Sampo Oyj:tä, on syytä käydä Suomen lainsäädäntöä ja säännöstöä lyhyesti läpi takaisinoston osalta.

Suomessa yhtiöt ovat 14.2.1997 lähtien voineet hankkia omia osakkeitaan. Uuden 1. syyskuuta 2006 voimaantulleen osakeyhtiölain mukaan omien osakkeiden hankkimisesta ja lunastamisesta päätetään yhtiökokouksessa. Julkisessa osakeyhtiössä päätös on tehtävä 5 luvun 27 §:ssä tarkoitetulla määräenemmistöllä. Yhtiökokouksen päätöksellä, jossa mainitaan hankittavien osakkeiden enimmäismäärä osakelajeittain, valtuutuksen voimassaoloaika sekä vastikkeen vähimmäis- ja enimmäismäärä, voidaan valtuuttaa hallitus päättämään hankkimisesta kokonaan tai joiltakin osin. Valtuutus voi olla voimassa enintään 18 kuukautta. Omia osakkeita voidaan valtuutuksen nojalla hankkia vain vapaalla omalla pääomalla. (OYL 21.7.2006, luku 15 § 5.)

Hankkimispäätöksessä ja lunastamispäätöksessä on mainittava:

- 1) onko kysymys hankkimisesta vai lunastamisesta;
- 2) päätöksessä tarkoitettujen osakkeiden lukumäärä tai enimmäismäärä osakelajeittain;

- 3) keneltä osakkeita hankitaan tai lunastetaan ja tarvittaessa se, missä järjestyksessä, sekä suunnatussa hankkimisessa perustelut sille, että suunnattuun hankkimiseen on 6 §:n 1 momentissa tarkoitettu painava taloudellinen syy;
- 4) aika, jonka kuluessa hankittavat osakkeet on tarjottava yhtiölle, tai päivä, jona osakkeet lunastetaan;
- 5) osakkeista maksettava vastike ja perustelut sen määrittämiselle sekä, jos vastike on muuta omaisuutta kuin rahaa, selvitys tällaisen omaisuuden arvosta;
- 6) vastikkeen maksuaika; sekä
- 7) miten menettely vaikuttaa yhtiön omaan pääomaan. (OYL 21.7.2006, luku 15 § 7.)

Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että yhtiöllä on oikeus tai velvollisuus hankkia tai lunastaa yhtiön osakkeita. Yhtiöjärjestyksessä on tällöin määrättävä:

- 1) onko kysymys hankkimisesta vai lunastamisesta;
- 2) onko yhtiöllä oikeus vai velvollisuus hankkimiseen tai lunastamiseen;
- 3) mitä osakkeita määräys koskee ja tarvittaessa, missä järjestyksessä osakkeet hankitaan tai lunastetaan;
- 4) noudatettava menettely;
- 5) osakkeista maksettava vastike tai sen laskemisessa käytettävät perusteet; sekä
- 6) mitä varoja vastikkeen maksuun voidaan käyttää.

Julkisessa osakeyhtiössä yhtiön lunastus- ja hankkimisoikeuden käyttämisestä päättää yhtiökokous. Yhtiökokous voi valtuuttaa hallituksen tekemään tätä koskevan päätöksen. Valtuutus on ilmoitettava rekisteröitäväksi viimeistään kuukauden kuluttua päätöksestä. Valtuutus voi olla voimassa korkeintaan viisi vuotta sen antamisesta. Muissa tilanteissa päätöksen hankkimisesta ja lunastamisesta voi tehdä hallitus. (OYL 21.7.2006, luku 15 § 10)

Julkisessa osakeyhtiössä päätöstä omien osakkeiden hankkimisesta, lunastamisesta tai pantiksi ottamisesta ei saa tehdä siten, että yhtiöllä ja sen tytäryhteisöillä hallussaan tai panttina olevien omien osakkeiden yhteenlaskettu määrä olisi yli yksi kymmenesosa kaikista osakkeista. (OYL 21.7.2006, luku 15 § 11.)

Olellaisin muutos aiempaan voimassa olevaan osakeyhtiölakiin on, että yhtiön hallussa voi hallinnan jälkeen olla kymmenen prosenttia yhtiön osakepääomasta tai kaikkien osakkeiden äänimäärästä.

Lisäksi omien osakkeiden hankintaa sääntelee OMX Pohjoismainen Pörssi Helsingin arvopaperipörssin säännöt. Omien osakkeiden hankintaa koskevat Listayhtiön omat osakkeet ohje 15.02.2007. Tämä ohje korvasi 01.07.2005 annetun ohjeen Listayhtiön omat osakkeet, mutta erot uuteen ohjeeseen ovat vain vähäisiä. Seuraavassa listataan joitakin yleisiä periaatteita sääntelystä.

Listayhtiöillä on mahdollisuus hankkia omista osakkeistaan enimmillään 10 prosentin osuus, ja siten yhtiö voi olla hetkellisesti merkittävä toimija markkinoilla. Yhtiön tulee toimia niin, ettei se

aiheuta poikkeuksellisia markkinaliikkeitä ja että hankintakokonaisuudessa otetaan huomioon osakkeenomistajien yhdenvertaisuus. Omien osakkeiden hankinnassa tulee kiinnittää huomiota yhtiön ja sen osakkeiden jälkimarkkinoiden ominaispiirteisiin sekä markkinatilanteeseen. Yhtiön tulee suhteuttaa omien osakkeiden hankinta muuhun kaupankäynnin volyyymiin ja toteuttaa ne riittävän pitkän ajan kuluessa. (Listayhtiön omat osakkeet 15.02.2007.)

Erityistä huomiota yhtiön tulee kiinnittää omien osakkeiden hankinnassa sisäpiirisäännöksiin. Yhtiön tulee toimia siten, ettei kaupankäynti heikennä arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta. Rikoslain 51 luvun 1 §:n mukaan sisäpiiritiedon väärinkäytöstä voidaan tuomita rangaistukseen se, joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä käyttää sisäpiiritietoa hyväksi. Tapa välttää sisäpiiritiedon väärinkäyttöä koskeva epäily on noudattaa seuraavia periaatteita. Omien osakkeiden hankinnan toimeksiantoa ei pidä antaa yhtiön osavuosisikatsauksen tai tilinpäätöstiedotteen julkistamista edeltävän 14 vuorokauden aikana. Toimeksiannosta tulee antaa niin yksityiskohtaiset tiedot, että toimeksisaaja voi toimia itsenäisesti. (Listayhtiön omat osakkeet 15.02.2007.)

Sääntely omien osakkeiden hankinnalle on erittäin tiukkaa. Erityisesti sääntelyllä pyritään ehkäisemään sisäpiiritiedon käyttö ja turvaamaan tasapuolinen kohtelu kaikille markkinatoimijoille. Sampo Oyj antoi toimeksiannon omien osakkeiden hankintaan tarkasteltuina vuosina 2005 – 2006 Mandatum pankkiiriliikkeelle. Tällä yhtiö pystyi varmistamaan, ettei epäilyksiä sisäpiiritiedon käytöstä tule.

4.2. Sampo Oyj:n ajoituskyky kustannusten minimoinnin näkökulmasta

Seuraavassa pyritään selvittämään, onko Sampo Oyj onnistunut omien osakkeiden ostoissaan kustannusten minimoinnin näkökulmasta. Testeinä käytetään Cook ym. (2004) käyttämiä testejä sovellettuna. Tarkastelu koskee vain yhtä yhtiötä ja sen kahta peräkkäistä vuotta. Vaikka yhden yhtiön tarkastelussa on paljon sattumaakin mukana, saa kahden eri vuoden tarkastelussa enemmän irti. Jos tulokset ovat samansuuntaisia peräkkäisinä vuosina, ei enää liene kyse pelkästä sattumasta. Monissa aiemmissa tutkimuksissakin nostetaan esille yhtiöitä, jotka ovat onnistuneet tai epäonnistuneet ajoittaessaan takaisinostoja. Tutkielmassa tarkastellaan, onko kustannusten minimoinnissa onnistuttu.

Tarkasteluvuosina ovat vuodet 2005 ja 2006. Molempina vuosina Sampo Oyj on ostanut omia osakkeitaan markkinoilta. Vuonna 2005 Sampo Oyj:llä oli valtuutus seitsemän miljoonan osakkeen hankintaan ja vuonna 2006 15 miljoonan. Molempina vuosina hankinta toteutettiin julkisen kaupankäynnin välityksellä hankintahetken markkinahintaan. Vuonna 2005 osakkeet hankittiin tarkoituksena mitätöinti ja vuonna 2006 mitätöitäväksi ja/tai käytettäväksi Sampo-konsernin osakepohjaisissa kannustinjärjestelmissä. Osakkeiden mitätöinnin, joka myös toteutettiin, tarkoituksena oli parantaa osakekohtaista tulosta.

Tutkimuskohteena Sampo Oyj on mielenkiintoinen sikäli, että se on aktiivisesti käyttänyt omien osakkeiden hankintaa yhtiön omistajien palkitsemisessa. Yhtiöstä saa osakkeiden oston ajoitukseen liittyvää informaatiota helpommin kuin monesta muusta Helsingin pörssissä noteeratusta yhtiöstä. Yhtiö ilmoittaa pörssitiedotteessaan aina kultakin ostopäivältä osakemäärän, kokonaishinnan, keskihinnan, ylimmän hankintahinnan ja alimman hankintahinnan. Yhtiö ilmoittaa selkeästi

etukäteen, millä aikavälillä se aikoo omia osakkeitaan hankkia. Yhtiö on toiminut siis lain ja asetusten mukaisesti omien osakkeiden hankinnassa. Yhtiön ilmoittamat omien osakkeiden ostot on kerätty Kauppalehden verkkoliitteestä yhtiön pörssitiedotteista. Yhtiön pörssikurssit ja kaupankäyntivolyymi on kerätty Mandatumin tuottamasta markkinamonitorista.

Yhtiö ilmoitti pörssitiedotteessaan 10.8.2006 käyttävänsä johdannaisia omien osakkeiden oston. Tiedotteessaan yhtiö ilmoitti, että ”järjestelyn etuna on premio, jonka Sampo saa asettamistaan osakkeista” (Pörssitiedote 10.8.2006.) Yhtiö siis etsi ilmoituksensa mukaan taloudellista hyötyä. Kun taloudellinen hyöty on syynä takaisinostoilta, niin oletettavasti myös kustannukset kiinnostavat yhtiön johtoa. Taloudellisen hyödyn tavoittelu tekee tutkimuskohteena Sampo Oyj:n mielenkiintoiseksi. Kustannusten minimoinnista tulee taloudellista hyötyä. Vaikka se ei siis välittömänä syynä olisikaan, tulee hyöty yhtiölle välillisenä.

Sampo Oyj sai yhtiökokoukselta vuonna 2005 valtuutuksen ostaa seitsemän miljoonaa omaa osakettaan markkinoilta. Osakkeiden hankinnan sai aloittaa aikaisintaan 29.6.2005 ja se tuli päättää viimeistään 15.7.2005. (Pörssitiedote 22.6.2005.) Valtuutus toteuttiin 100-prosenttisesti 13.7.2005 mennessä, jolloin ostettiin viimeiset osakkeet (Ilmoitus 13.7.2005). Vuonna 2006 lupa oli 15 miljoonan osakkeen hankintaan. Hankinnan sai aloittaa 18.5.2006 ja se tuli lopettaa viimeistään 31.12.2006. (Pörssitiedote 11.5.2006.) Valtuutus toteutettiin 32 prosenttisesti. Matalahkoon toteutusprosenttiin saattoi vaikuttaa Sampo Oyj:n päätös myydä pankkitoiminta Danske Bankille. Tätä seurasi pörssikurssin nousu yhtiön osakkeessa, joka yleensä hillitsee halua ja tarvetta omien osakkeiden ostoille. Pankkitoiminnan myynnin jälkeen todellisia takaisinostopäiviä oli enää kolme, kun niitä yhteensä oli 29.

Seuraavassa pyritään tarkastelemaan johdon päivän sisäistä ajoituskykyä kustannusten minimoinnin näkökulmasta naiivein testein. Todellisia takaisinostamisia verrataan naiiveihin hankintamenetelmiin. Ostohetken ajoitus vaihtelee. Yhtiö siis hankkii tietyn määrän osakkeita takaisin itselleen eri tavoin. Osakkeen kurssi vaihtelee päivän sisällä. Eri testein katsotaan miten ajoituksessa on onnistuttu.

Käytetyssä minimi- (maksimi)-hintastrategiassa on seurattu kutakin todellista hankintapäivää. Kun V_t on todellinen takaisinostovolyymi, P_t on todellinen hankintahinta, P_t^Y on ylin hankintahinta ja P_t^A vastaavasti alin hankintahinta päivänä t , todellinen kokonaishinta (C) saadaan kaavalla:

$$C = \sum_{t=1} V_t * P_t. \quad (7)$$

Vuonna 2005 todelliset hankintakustannukset olivat 87,7 miljoonaa euroa. Minimi- (maksimi)-strategian mukaiset hankintakustannukset (SC) saadaan seuraavasti:

$$SC = \sum_{t=1} V_t * P_t^A (P_t^Y). \quad (8)$$

Minimi- (maksimi)-strategian mukaiset kokonaishinnat olivat vuonna 2005 87,2 (88,6) miljoonaa euroa. Sampo Oyj osti omia osakkeitaan 0,56 miljoonalla eurolla yli minimihinnan ja 0,83 miljoonalla eurolla alle maksimihinnan. Vuonna 2006 vastaavasti todelliset hankintakustannukset olivat 73,1 miljoonaa euroa. Minimi- (maksimi)-strategian mukaiset kokonaishinnat olivat 72,2 (73,8) miljoonaa euroa. Rahaa käytettiin 0,85 miljoonaa euroa yli minimihinnan ja 0,75 miljoonaa euroa alle maksimihinnan. Tulokset ovat, kuten olettaa saattoikin minimin ja maksimin välissä; Siten myös linjassa Cook, Krigman ja Leach (2004) tutkimustuloksen kanssa.

Tarkastellaan nyt tarkemmin päivän sisäistä ajoituskykyä. Katsotaan, miten takaisinostoissa on onnistuttu päivän kuluessa. Jos todellinen ostomäärä V_t toteutetaan todellisena ostopäivänä t aloitushintaan P_t^O ja lopetushintaan P_t^C , saadaan kustannukset seuraavasti:

$$C^{O(C)} = \sum_{t=1} V_t * P_t^O (P_t^C). \quad (9)$$

Vuonna 2005 aloitushintakustannus (C^O) oli 88,32 miljoonaa euroa ja lopetushintakustannus (C^C) 87,71 miljoonaa euroa. Vuonna 2006 C^O oli 73,08 miljoonaa ja C^C 73,04 miljoonaa euroa. Todelliset hankintakustannukset C vuonna 2005 olivat avaushintaan verrattuna 0,58 miljoonaa euroa pienemmät. Lopetushinnalla taas säästöä olisi tullut 28 000 euroa. Vuonna 2006 avaushinta olisi tullut 17 000 euroa kalliimmaksi ja lopetushinta 21 000 euroa halvemmaksi kuin todelliset hankintakustannukset. Molempina vuosina päivän sisällä siis kannatti odottaa. Olisiko kannattanut odottaa vielä pidempään aina lopetushintaan asti? Joka tapauksessa, sekä maksimi-hintastrategiaan että avaus-hintastrategiaan verrattuna yhtiön johto näytti onnistuneen ajoituksessa kustannusten minimoinnin näkökulmasta. Sampo Oyj näytti ostavan omia osakkeitaan odotusten mukaisesti. Yhtiö osti osakkeitaan päivinä, jolloin sen osakkeen kurssi laski. Avaus-hintastrategia olisi tullut molempina tarkasteluvuosina kalliimmaksi kuin todelliset kustannukset.

Siirrytään nyt päivän sisäisen ajoituskyvyn tarkastelusta tarkastelemaan enemmän sitä, miten ostopäivän valinnassa on onnistuttu. Tarkastellaan, miten takaisinostoissa Sampo Oyj on onnistunut, kun todellisia hankintakustannuksia verrataan vakio-takaisinostoihin. Vakiotakaisinostostrategia muodostetaan kahdella eri tavalla. Ensimmäisessä oletetaan, että kunakin todellisena takaisinostopäivänä t^U ostetaan sama määrä osakkeita. Vakio-ostomäärä (AV) muodostuu seuraavalla tavalla:

$$AV = V_t / t^U. \quad (10)$$

Vakio-ostomäärällä (AV) ostetaan päivän aloitus- ja lopetushintaan P_t^O ja P_t^C . Näin saatuja kustannuksia

$$AC^{O(C)} = \sum_{t=1} AV_t * P_t^O (P_t^C) \quad (11)$$

verrataan todellisiin takaisinostokustannuksiin. Avausvakiohintaan (AC^O) verrattuna todelliset hankintakustannukset olivat 1,07 miljoonaa euroa pienemmät vuonna 2005. Lopetusvakiohintaan (AC^C) verrattuna kustannukset olivat 0,57 miljoonaa euroa pienemmät. Suurehko ero edellisten välillä selittyy sillä, että osto-ohjelman loppuvaiheessa Sampo Oyj:n osakkeen kurssi alkoi pudota. Samaan aikaan takaisinostovolyymeja lisättiin. Päivän aloituskurssi oli korkeampi kuin lopetuskurssi. Tälle takaisinostokäyttäytymiselle löytyy myös tukea aiemmista tutkimuksista, joissa pohditaan syitä takaisinostamiselle. Syitä ovat mm. osakkeen kurssin tukeminen ja markkinoiden likviditeetin lisääminen. Vuonna 2006 ero avaushintavakioon oli 1,55 miljoonaa ja lopetushintavakioon 1,65 miljoonaa euroa. Molemmissa tapauksissa todelliset kustannukset olivat pienemmät kuin vakiohintastrategian mukaiset kustannukset. Vakiohintastrategioihin verrattuna erot ovat molempina vuosina olleet erittäin suuret. Kustannusten minimoinnin näkökulmasta takaisinostoissa on onnistuttu. Erityisesti vuodelta 2006 säästö oli erittäin suuri. Suurempi säästö verrattuna vuoteen 2005 voi selittyä sillä, että takaisinostoaika oli selvästi pidempi. Näin johdolla oli paremmat mahdollisuudet ajoittaa ostot oikeaan päivään. Toisaalta aiempien tutkimusten mukaan lyhyellä takaisinosto-ohjelmalla on paremmat mahdollisuudet onnistua ajoituksessa.

Seuraava takaisinostostrategia kuvaa myös hyvin sitä, miten päivän valinnassa on onnistuttu. Vakio-ostomäärä LV määritetään niin, että koko valtuutusajan jokaisena mahdollisena ostopäivänä

ostetaan sama määrä osakkeita. Niin, että yhteensä olisi hankittu todellisen hankintamäärän mukainen määrä osakkeita. Vakio-ostomääräksi saadaan

$$LV = V / T^L, \quad (12)$$

jossa T^L on kaupankäyntipäivien lukumäärä takaisinostoaikana. Tällä vakio-ostomäärällä saadut kustannukset ovat

$$LC = \sum_{t=1} LV_t * P_t^O (P_t^C). \quad (13)$$

Vuonna 2005 todellisiin hankintakustannuksiin verrattuna osakkeet saatiin 0,63 miljoonaa euroa halvemmalla kuin vakio-ostomäärällä ostettuna avaushinnoin. Lopetushintaan verrattuna säästöä tuli 0,19 miljoonaa euroa. Vuonna 2006 vastaavat erot olivat 5,79 miljoonaa ja 5,80 miljoonaa euroa. Kustannuseroa tarkasteltaessa havaitaan, että jälleen ero oli vuonna 2006 suurempi kuin vuonna 2005. Ero voidaan selittää sillä, että Danske Bank osti Sampo Oyj:ltä pankkitoiminnan 9.11.2006. Se näkyi Sammon osakekurssissa selvästi positiivisena uutisena. Tämän jälkeen ei juuri omien osakkeiden takaisinostoja tehty. Vakio-ostoissa niitä olisi jatkettu. Korkeampi osakkeen kurssi tuo lisää kustannuksia.

4.3. Ajoituksen onnistuminen

Kun tarkastellaan päivän sisäisen ajoituksen onnistumista, järkevin mittari saadaan vertaamalla todellisia hankintakustannuksia avaus- ja lopetushintakustannuksiin todellisia hankintamääriä käyttäen. Kun yhtiö tekee päätöksen ostaakseen kunakin päivänä omia osakkeitaan, voidaan päivän sisäistä ajoituskykyä tarkastella. Osakekurssi vaihtelee päivän aikana. Oikein ajoitetulla osakkeen hankinnalla voidaan säästää yhtiön varoja. Yhtiö ei osta kaikkia osakkeita kerralla, vaan pitkin pörssipäivää. Todelliset hankintamäärät antavat parhaat mahdolliset tulokset, kun verrataan päivän sisäistä ajoituskykyä.

Verrattuna avaushintaan Sampo Oyj onnistui säästämään yhtiön varoja. Kuitenkin lopetushintaan ostettuna yhtiön varoja olisi säästetty molempina tarkasteluvuosina. Vuonna 2005 säästö olisi ollut kuitenkin vain 28 000 euroa ja vuonna 2006 21 000 euroa. Jos näitä verrataan kokonaiskustannuksiin, jotka vuonna 2005 olivat 87,7 miljoonaa ja vuonna 2006 73,1 miljoonaa euroa, olisi säästö ollut erittäin pieni. Maksimistrategiaan verrattuna säästöä tuli huomattava määrä, 0,83 miljoonaa euroa. Näistä tuloksista voidaan päätellä, että yhtiö on ainakin melko hyvin onnistunut päivän sisäisessä ajoituksessa.

Yhtiö onnistui hyvin välttämään päivän hintapiikit. Kun yhtiö osti päivinä, jolloin osakkeen hinta laski, toimi se kuten aiemmissakin tutkimuksissa on havaittu. Onnistunut ajoitus kustannusten minimoinnin näkökulmasta voidaan todeta siitä, että vuonna 2005 yhtiölle tuli säästöä 0,58 miljoonaa euroa. Vuonna 2006 ero säästöä tuli kuitenkin vain 17 000 euroa. Ehkä ero johtuu siitä, että vuonna 2005 osakkeen hinta laski rajummin päivän sisällä kuin 2006. Mutta joka tapauksessa yhtiön päätös odottaa oikeaa hetkeä päivän sisällä näytti ainakin melko hyvin onnistuvan.

Kun ajoituksella tarkoitetaan sitä, miten osakkeiden hankintapäivän osalta on onnistuttu, on hyvä verrata todellisia hankintakustannuksia vakiomääräisiin ostoihin. Tälläkin strategialla tarkasteltuna yhtiö onnistui kustannusten minimoinnissa. Yhtiö ei ostanut jokaisena hankintapäivänä samaa määrää osakkeita. Tähän oli todennäköisesti moniakin eri syitä. Edes vuonna 2005 ei ostettu vakiomäärää osakkeita kunakin päivänä, vaikka hankinta-aika oli hyvin lyhyt. Silloinkin yhtiö osti jokaisena hankintapäivänä eri määrän omia osakkeitaan markkinoilta. Yksi monista syistä saattoi olla yhtiön halu minimoida kustannuksia.

Sampo Oyj säästi yhtiön varoja verrattuna kaikkiin käytettyihin hankintastrategioihin. Erot olivat euromääräisesti varsin merkittäviä. Erot olivat suurimmillaan, kun käytettiin strategiaa, jossa olisi jokaisena todellisena hankintapäivänä ostettu sama määrä osakkeita. Tämä kertoo sekä päivän sisäisestä ajoituskyvystä että oikean päivän valinnasta. Yhtiö osasi oikeina päivinä joko lisätä tai vähentää takaisinostojaan. Ostopäivät olivat oikein valitut. Halpana päivänä ostettiin enemmän ja kalliina vähemmän. Koska todelliset hankintakustannukset olivat paljon pienemmät kuin vakiostrategioiden mukaiset kustannukset, yhtiö osoitti kykenevänsä ajoittamaan markkinoita.

Käytetyissä testeissä Sampo Oyj onnistui kustannusten minimoinnissa. Tämä ei välttämättä ollut Sampo Oyj:llä edes varsinaisena tarkoituksena tehdessään hankintoja, mutta välillinen tavoite se saattoi olla. Yhtiö kuitenkin, tulosten mukaan, selvästi yritti taktisesti ajoittaa takaisinostonsa. Hankintahinnalla on yhtiölle varmasti merkitystä. Varmaksi voidaan ainakin todeta, että yhtiöllä ei ainakaan ole tavoitteena maksimoida hankintakustannuksia.

5. Johtopäätökset

Yritykset yrittävät hyötyä ajoituksesta, kun ne ostavat omia osakkeitaan. Ne pyrivät tukemaan osakkeen hintaa, kun osakemarkkinat ovat epävakaita tavoitteenaan suorittaa takaisinostot niin kustannustehokkaasti kuin mahdollista. Takaisinostojen rakenne, eli se miten ne suoritetaan ja säädellään, vaikuttaa varmasti tuloksiin. On kuitenkin vahvaa näyttöä siitä, että takaisinostojen ajoituksessa yritetään taktikoida ja siinä myös onnistutaan.

Johtopäätösten tekeminen omien osakkeiden oston onnistumisesta yhden yrityksen osalta on vaikeaa. Tilastollisesti merkitseviä tuloksia on mahdotonta saada. Edes pidempi aikasarja ei todennäköisesti toisi tähän ratkaisua takaisinostojen rakenteesta johtuen. Vaikka aineistossa olisi kaikki Suomessa noteeratut takaisinostaja tekevät yritykset, ei tuloksilla välttämättä olisi tilastollista merkitsevyyttä. Kuitenkin joitakin johtopäätöksiä voidaan tehdä ajoituksen onnistumisesta yhdellekin yhtiölle. Valittuihin näiveihin takaisinostostrategioihin nähden Sampo Oyj onnistui hyvin takaisinostojen ajoituksessa kustannusten minimoinnin näkökulmasta.

Todennäköisesti niin Suomessa kuin muuallakin maailmassa takaisinostojen suosio tulee edelleen lisääntymään. Suomessa hyvä tapa omien osakkeiden oston avoimuudesta on tärkeä säilyttää. Tällaisen tavan toivoisi yleistyvän muuallakin maailmassa. On erittäin tärkeä pystyä valvomaan takaisinostojen sisäpiiriluonteen takia. Erityisesti yritysjohdon optiojärjestelmät luovat tarvetta takaisinostojen sääntelylle.

Omien osakkeiden ostoihin liittyvän tutkimuksen toivoisi entistä enemmän keskittyvän ajoituksen onnistumisen tutkimiseen. Teoreettiset syyt takaisinostamiselle eivät välttämättä tuo enää lisäarvoa osakkeenomistajille. Takaisinostot ovat tulleet jäädäkseen. Hyödyt osakkeenomistajille tulevat takaisinoston onnistumisen kautta, eivät siitä, että yritys on vain päättänyt takaisinostot aloittaa.

Jatkossa pitää pystyä testaamaan yritysjohton kykyä takaisinostoissa, sillä salkunhoitajat ovat entistä enemmän kiinnostuneita hyvistä yrityksistä. Yritykset analysoidaan tarkoin ennen kuin ne valitaan salkkuun. Takaisinostoilla on merkittävä vaikutus yrityksen osakkeen kurssiin. Siksi jatkossa on tärkeää pystyä luomaan luotettavia testausmenetelmiä yksittäisten yritysten osalta. Tässäkin tutkielmassa käytetyt testausmenetelmät voivat toimia hyvänä alkuna.

Lähteet

Baker, Malcolm and Wurgler, Jeffrey (2002). *Market Timing and Capital Structure*. The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1.

Barclay, M. and C. Smith (1988). *Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases*. Journal of Financial Economics 22, 61-82.

Brealey and Myers (2000). *Principles or Corporate Finance*.

Brockman, Paul and Chung, Dennis Y. (2001). *Managerial Timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases*. Journal of Financial Economics, Volume 61, No. 3.

Chan Konan, Ikenberry David L, Lee Inmoo (2007). *Do Managers Time the Market? Evidences from Open-Market Share Repurchases*. Journal of Banking and Finance, 31 2673-2694.

Cook Douglas O., Krigman Laurie, Leach J. Chris (2000). *On the Timing and Execution of Open Market Repurchases*. JEL: G35, G30.

Cook Douglas O., Krigman Laurie, Leach Chris J. (2004). *On the Timing and Execution of Open Market Repurchases*. The Review of Financial Studies, Vol. 17, NO. 2, pp. 463-498.

Franz, D.R., R. P. Rao and N. Tripathy (1995). *Stock Repurchase Announcements and Informed Trading Risk in the NASDAQ Market*. Journal of Financial Research, 17, pp. 311-327.

Grullon, Gustavo (2000). *The Information Content of Share Repurchase Programs*. Rice University working paper.

Grullon, Gustavo and Ikenberry, David (2000). *What do we know about stock repurchases?* Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance. Volume 13 number 1.

Grullon, G., Michaely, R. (2000). *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*. Working paper, Rice University.

Ikenberry David, Lakonishok Josef, Vermaelen Theo (1995). *Market underreaction to open market share repurchases*. Journal of Financial Economics, Vol. 39(2-3), pages 181-208.

Ikenberry David, Lakonishok Josef, Vermaelen Theo (2000). *Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading*. The Journal of Finance, Vol. LV, NO. 5. Oct 2000.

Karhunen, Jussi (2002). *Essays on tender offers and share repurchases*. Helsinki, Helsinki School of Economics.

Kim, Jaemin (2005). *Cross-Sectional Differences in the Liquidity Effects of Open Market Share Repurchases*. Journal of Economics and Finance, Volume 29, No. 29.

Kim, Jaemin (2000). *Open Market Share Repurchase Announcements: Their Impact on Liquidity*. University of Washington working paper.

Kyle, Albert S. (1985). *Continuous Auctions and Insider Trading*. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, pp. 1315-1335.

Lie, Erik (2000). *Excess Funds and Agency Problems: An empirical Study of Incremental Cash disbursements*. *Review of Financial Studies*, 13 (2000).

Listayhtiön omat osakkeet 15.02.2007

Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961). *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*. *Journal of Business*, 34, 411-33.

Miller, Merton H. ja Myron S. Scholes (1978). *Dividends and Taxes*. *Journal of Financial Economics*. 6, 333-364.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006.

Stonham, Paul (2002). *A Game Plan for Share repurchases*. *European Management Journal*, Vol 20 no.1, s.37-44.

Tomperi, Ilkka (2004). *Liquidity Effects, Timing and Reasons for Open-Market Share Repurchases*.

Weisbach M, M. Jagannathan ja C. Stephens (2000). *Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and Stock Repurchases*. *Journal of Financial Economics*. (57) September, 355-384.

Yli-Olli, Paavo (1982). *Dividend policy and the information content of dividends: Empirical evidence on Japanese, Swedish and Finnish industrial firms*. Business Administration 23. Accounting and Finance.