

TAMPEREEN YLIOPISTO
Taloustieteiden laitos

OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOJEN SYYT
– KYSELYTUTKIMUS SUOMALAISILLE
YRITYSJOHTAJILLE

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Pro gradu -tutkielma
Toukokuu 2007
Ohjaaja: Petri Vehmanen

Jukka Tommila

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Taloustieteiden laitos; yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Tekijä:	TOMMILA, JUKKA
Tutkielman nimi:	Osakkeiden takaisinostojen syyt - kyselytutkimus suomalaisille yritysjohtajille
Pro gradu -tutkielma:	73 sivua, 5 liitesivua
Aika:	Toukokuu 2007
Avainsanat:	Takaisinostot, signaalointihypoteesi, verohypoteesi

Tutkielma käsittelee osakkeiden takaisinostojen syitä johdon näkökulmasta suomalaisilla osakemarkkinoilla. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miksi yritykset ostavat takaisin omia osakkeitaan. Johdon näkemyksiä takaisinostoista selvitetään tarkemmin kyselytutkimuksen keinoin. Kyselylomake lähetettiin 65 suomalaisen pörssiyritykseen, jotka ovat tehneet osakkeiden takaisinostoja viimeisen kymmenen vuoden aikana. Kysely kohdistettiin erityisesti talousjohtajille tai vastaaville johtajille, joilla on keskeinen asema osakkeiden takaisinostoista päätettäessä. Tutkimuksen tulokset perustuvat 13 talousjohtajalta saatuun vastaukseen.

Tutkimuksen teoriaosassa käsitellään osakkeiden takaisinostoihin liittyviä hypoteeseja. Huomio kohdistuu erityisesti signaalointi-, free cash flow- ja verohypoteeseihin. Tutkimuksessa käsitellään aiemmista tutkimuksista erityisesti Karhusen (2002) saamia tuloksia osakkeiden takaisinostojen syistä virallisten pörssitiedotteiden perusteella. Myös Dannin (1981) ja Vermaelenin (1981, 1984) tutkimukset ovat esillä osakkeiden takaisinostojen syitä käsiteltäessä. Uudemmissa kansainvälisistä tutkimuksista käydään osittain läpi Grullonin ja Michaelyn (2002) tutkimusta takaisinostoista voitonjaossa.

Osakkeiden takaisinostoissa varsin keskeisten signaalointihypoteesin ja muiden hypoteesien lisäksi tutkimuksen tulokset korostavat myös ns. käytännöllisempien syiden, kuten yritysjärjestelyjen, pääomarakenteen ja kannustinjärjestelmien merkitystä osakkeiden takaisinostoista päätettäessä. Erityisesti yritysjärjestelyillä ja muilla investoinneilla näyttääkin olevan suuri merkitys osakkeiden takaisinostoihin. Sen sijaan osakkeenomistajien henkilökohtaisella verotuksella ei talousjohtajilta saatujen vastausten mukaan ole suurta merkitystä osakkeiden takaisinostoista päätettäessä. Tutkimuksessa tulee myös ilmi, että talousjohtajat eivät koe osakkeiden takaisinostojen vähentämisen johtavan negatiivisiin seuraamuksiin, vaikka osinkojen vähentämisen koetaan aiheuttavan negatiivisia seuraamuksia.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	1
1.1 AIHEENVALINNAN TAUSTA JA KESKEINEN KIRJALLISUUS	1
1.2 TUTKIMUKSEN TAVOITE, OLETUKSET JA RAJAUKSET	3
1.3 TUTKIMUKSEN KESKEISET KÄSITTEET	5
1.4 TUTKIMUSOTE JA -FILOSOFIA	6
1.5 TUTKIMUKSEN KULKU	8
2 TEORIA TAKAISINOSTOISTA	9
2.1 SYITÄ OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOIHIN	9
2.1.1 Yrityskaupat tai muut investoinnit	11
2.1.2 Palkkaus- ja kannustinjärjestelmät	15
2.1.3 Diluution merkitys	16
2.1.4 Pääomarakenne ja tunnusluvut	17
2.1.5 Verojen osuus takaisinostoissa	20
2.2 FREE CASH FLOW - HYPOTEESI JA JOHDON KESKEINEN ASEMA	21
2.3 SIGNALOINTIHYPOTEESI	24
2.4 OPTIONÄKÖKULMA	26
2.5 OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOT VAIHTOEHTOINA OSINGOILLE	27
2.6 SUOMALAINEN TUTKIMUS AIHEALUEESTA	30
2.6.1 Likviditeetti, ajoitus ja voitonjako takaisinostojen yhteydessä	31
2.6.2 Syitä ostotarjouksiin ja niiden hyväksymiseen	32
2.6.3 Markkinoiden reaktio takaisinostoihin	33
2.7 TAKAISINOSTOJEN PUITTEET SUOMESSA	34
2.7.1 Lainsäädännölliset puitteet	34
2.7.2 Takaisinostotavat	35
3 TUTKIMUSAINEISTON KERÄÄMINEN JA ANALYYSI	37
3.1 AINEISTON KUVAUS	37
3.2 AINEISTON KERUU JA TUTKIMUSMETODIT	38
3.3 AINEISTON KÄSITTELY JA ANALYSOINTI	45
4 TUTKIMUKSEN EMPIIRISET TULOKSET	47
4.1 OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOJEN, OSINKOJEN JA INVESTOINTIEN MERKITYS	47
4.2 TULOKSET SIGNALOINTIHYPOTEESIN NÄKÖKULMASTA	50
4.3 OSAKKEENOMISTAJIEN MERKITYS OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOPÄÄTÖKSIIN	55
4.4 YRITYSJÄRJESTELYJEN JA MUIDEN SYIDEN MERKITYS	56
4.5 TUTKIMUKSEN VALIDITEETTI JA RELIABILITEETTI	61
4.6 PÄÄTELMÄT	65
5 YHTEENVETO	69
LÄHTEET	71
LIITTEET	74
LIITE 1. YRITYKSIIN LÄHETETTY KYSELYLOMAKE	74

1 JOHDANTO

1.1 Aiheenvalinnan tausta ja keskeinen kirjallisuus

Omien osakkeiden ostot ovat olleet vahvasti esillä Suomessa viime vuosien aikana. Monissa kansainvälisissäkin tutkimuksissa (esim. Grullon & Michaely 2002) on todettu osakkeiden takaisinostojen kasvanut merkitys. Suomessakin aihealuetta on tutkittu varsin monesta näkökulmasta, mutta kenties tärkein eli johdon näkökulma on jäänyt vähemmälle huomiolle pääpainotusten ollessa markkinoiden reaktioiden tutkimisessa. Osakekurssien mahdolliset muutokset perustuvat siihen, mikä on markkinoiden tulkinta osakkeiden takaisinostojen syistä. Kurssimuutosten tutkiminen johtaa tässä tapauksessa vain markkinoiden, eikä muiden keskeisten osapuolten näkemyksiin takaisinostoista. Tässä tutkimuksessa osakkeiden takaisinostojen syitä pyritään tarkastelemaan yritysjohtajien näkemysten kautta. Yrityksen johdolla onkin keskeisenä toimijana lopullinen päätösvalta yrityksensä takaisinostopolitiikassa.

Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeiden takaisinosto- ja voitonjakopolitiikat ovat joutuneet kohtaamaan muutamia ulkoisia muutoksia vuosituhaten vaihteen ympärillä. Vanhempi ja usein konservatiiviseksikin luonnehdittu osinkoon perustuva voitonjako monipuolistui, kun vuonna 1997 omien osakkeiden takaisinostot mahdollistettiin Suomessa. Yrityksille tarjottiin näin ollen varteenotettava vaihtoehto vain osinkoihin perustuvalla voitonjakopolitiikalla. Omien osakkeiden ostojen määrät säilyivät ensimmäisinä vuosina varsin vähäisinä (Karhunen 2002), mutta nykyään ne ovat hyvin merkittävässä asemassa, kun yritykset tekevät voitonjakopäätöksiä. Esimerkkinä tästä voidaan mainita Suomen suurin yritys Nokia, jonka hallitus ehdotti yhtiökokoukselle tammikuussa 2007 hallituksen valtuuttamista 380 miljoonan oman osakkeen hankkimiseen. Samalla Nokian hallitus suunnittelee käyttävänsä takaisinostoihin yhtiökokouksen valtuutuksen mukaisesti enintään 4 miljardia euroa 31.3.2008 mennessä. Kyseiset määrät kertovat omien osakkeiden ostojen merkityksestä nykypäivän voitonjakopolitiikassa.

Suomalaisten pörssiyhtiöiden voitonjako koki myös toisen uudistuksen, kun EY-tuomioistuin totesi Suomen yhtiöveron hyvitysjärjestelmän laittomaksi 7.9.2004. Tuomioistuimen antaman päätöksen mukaan järjestelmä esti pääomien vapaata liikkuvuutta EU:n alueella. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luovuttiin vuoden 2005 alusta lähtien. Kun järjestelmä oli voimassa, yhtiön osingonjako oli saajalleen verovapaata, koska vero hyvitetiin osingonsaajalle. Nykykäytännön mukaan, kun yhtiö jakaa osinkoa, osingonsaaja maksaa osingostaan 28 %:n pääomatuloveron 70 %:n osalta. Näin ollen päädytään osingonsaajan kohdalla 19,6 %:n verorasitukseen. Koska osinkojen verotus kiristyi näin selkeästi Suomessa, osakkeiden takaisinostojen merkityksen voidaan olettaa korostuneen entisestään.

Suomalaisten pörssiyhtiöiden takaisinostopolitiikat tarjoavat mainittujen muutosten valossa kiinnostavan pohjan tutkimukselle. Aihealuetta on voinut kattavasti tutkia vasta kymmenen vuoden ajan ja tästäkin aikajaksosta suurinta osaa on hallinnut suomalaisten markkinoiden erityinen yhtiöveron hyvitysjärjestelmä, jolla on keinotekoisesti vaikutettu eri voitonjakomuotojen merkityksiin. Suomessa on jo kuitenkin tehty merkittäviä tutkimuksia aiheesta. Näistä mainittakoon Karhusen (2002) sekä Tomperin (2004) tutkimukset, joissa omien osakkeiden takaisinostoja käsitellään mm. osakkeen likviditeetin, voitonjaon sekä markkinoiden reaktion kannalta.

Kyseiset tutkimukset ovat luonteeltaan varsin kvantitatiivisia ja perustuvat numeerisiin tietoihin yrityksen kehityksestä. Aihealueen tarkastelun kannalta tämänkaltaiset tutkimukset ovat hyvin reliabeleja tulostensa ja niistä tehtyjen johtopäätösten suhteen. Näille raporteille tyypillistä on, että niissä keskitytään vain yhden tai muutaman hypoteesin testaamiseen. Omien osakkeiden ostoja tutkittaessa tulee kuitenkin esiin, että hypoteesit ja muut syyt vaikuttavat samanaikaisesti, eikä niistä helposti voida eristää yhtä yksittäistä syytä osakkeiden takaisinostoille. Tässä tutkimuksessa halutaankin käsitellä sitä syiden kokonaisuutta, joka saa yritykset suorittamaan osakkeiden takaisinostoja.

Aihealueen kansainvälisestä tutkimuskentästä tärkeimpien joukkoon nousee erityisesti Jensenin (1986) tutkimus free cash flow - hypoteesista, Dannin (1981) ja Vermaelenin (1981, 1984) tutkimukset signaalintihypoteesista sekä tuoreemmat tutkimukset osakkeiden takaisinostojen merkityksestä voitonjaossa (esim. Grullon & Michaely

2002). Aihetta on siis lähestytty monella tapaa kansainvälisessä tutkimuskentässä. Monet yksittäiset syyt ovat saaneet vuorotellen tukea ja kritiikkiä osakseen. Siitä useat tutkimukset ovat kuitenkin varsin yleisesti yksimielisiä, että yritysjohdolla on keskeinen asema omien osakkeiden ostoista päätettäessä. Tähän toteamukseen kiinnitetään tarkemmin huomiota myös tässä tutkimuksessa.

1.2 Tutkimuksen tavoite, oletukset ja rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miksi yritykset ostavat takaisin omia osakkeitaan. Aiemmissa aihealuetta koskevissa tutkimuksissa on tarjottu monia syitä osakkeiden takaisinostoihin. Lukuisat hypoteesit ovat saaneet sekä tukea että arvostelua osakseen. Signaalintihypoteesi on saanut kenties eniten huomiota kaikista hypoteeseista. Tässä tutkimuksessa syitä ja hypoteeseja tarkastellaan empiirisesti yritysten johdon näkökulmasta käsin. On selvää, että yrityksen johto on keskeisessä asemassa, kun yritys ostaa takaisin omia osakkeitaan markkinoilta. Tutkimuksen tulosten kannalta johdon näkemykset palvelevatkin hyvin tutkimuksen tavoitteen saavuttamista.

Tutkimuksen tavoitetta lähestytään tarkastelemalla samanaikaisesti useita aiempiin teorioihin pohjautuvia väittämiä. Monet empiiriset tutkimukset perustuvat vain yhden tai muutaman hypoteesin testaamiseen, eivätkä näin ollen suoraan huomioi muita tarjolla olevia mahdollisuuksia. Osakkeiden takaisinostoissa on kuitenkin aina kyse kokonaisuudesta, jonka mukaan yrityksen johto tekee takaisinostopäätöksensä. Yritys voi esimerkiksi vaikuttaa pääomarakenteeseensa samalla kun se pyrkii viestimään markkinoille, että yrityksen osake on aliarvostettu eli sen hinta on alempi kuin mitä yrityksen tulevat näkymät edellyttäisivät. Tutkimuksessa pyritäänkin tarkastelemaan eri teorioiden ja hypoteesien kokonaismerkitystä omien osakkeiden ostojen suorittamisessa.

Aiempien aihealuetta koskevien tutkimusten perusteella voidaan esittää muutamia väittämiä, joita pidetään taustaoletuksina tutkimuksen tuloksia analysoitaessa. Kyseiset oletukset ovat:

- ylimääräiset kassavarat aiheuttavat agenttiongelmia (mm. Jensen 1986)
- osakkeiden takaisinostot tuovat uutta tietoa markkinoille (mm. Vermaelen 1981)

- takaisinosto-ohjelman perustaminen lisää yrityksen investointimahdollisuuksia (Ikenberry ja Vermaelen 1996)
- yhtiön johto reagoi osakkeen alihinnoitteluun (Karhunen 2002)

Tutkimuksessa keskitytään vain suomalaisiin pörssiyhtiöihin ja erityisesti niiden johtoon. Suomen markkinoihin keskittyminen johtuu pääasiassa käytettävissä olevista resursseista. Tutkimuksen tavoite ei myöskään edellytä erityistä kansainvälistä vertailua. Suomalaiset pörssimarkkinat ovat kapeammat kuin monet muut maailman pörssimarkkinat, mutta voidaan olettaa, että samat lainalaisuudet ja ilmiöt toteutuvat pörssin koosta ja muista puitteista riippumatta. Jos oletetaan, että signaalintihypoteesilla on merkitystä Lontoon tai Frankfurtin pörssien toiminnassa, voidaan myös todeta, että ei ole havaittavissa syitä, joiden vuoksi signaalintihypoteesi ei olisi merkittävässä asemassa myös suomalaisilla osakemarkkinoilla.

Kuten useissa tutkimuksissa on todettu, yhtiön johto omaa keskeisen roolinsa ansiosta useita eri mahdollisuuksia takaisinostojen ajoituksen, osakkeiden likviditeetin ja voitonjaon suhteen (esim. Tomperi 2004). Tässä tutkimuksessa keskitytäänkin erityisesti yrityksen johdon näkökulmaan, eikä osakkeenomistajien tai yleisesti koko markkinoiden näkökulmia käsitellä suoraan tutkimuksessa. Nämäkin näkökulmat tulevat kuitenkin epäsuorasti tarkastelun kohteeksi, kun talousjohtajat vastaavat kyselylomakkeessa esitettyihin kysymyksiin osakkeenomistajien verotuksesta tai markkinoiden reaktioista. Tutkimuksen pääpaino on kuitenkin yrityksen johdon takaisinostopolitiikan käsittelyssä.

Tutkimuksessa käsiteltävien vuosien valinta on suomalaisessa tutkimuskentässä varsin yksinkertainen. Omien osakkeiden ostoja on voinut toteuttaa Suomessa vasta kymmenen vuoden ajan, joten takaisinostojen määrän jäädessä kohtalaisen vähäiseksi, voidaan takaisinostoja käsitellä kaikkien vuosien aikana, kun ne ovat olleet mahdollisia toteuttaa. Näin ollen tutkimuksessa ei tarvitse tehdä erityistä keinotekoista rajausta käsittelyvuosien takia. Takaisinostojen käsittely kymmenen vuoden ajalta vaatisi monessa empiirisessä tutkimuksessa huomattavia resursseja. Tässä tutkimuksessa vuosien kohdalla tarkastellaan kuitenkin vain sitä, onko yritys suorittanut sinä aikana osakkeiden takaisinostoja vai ei. Resurssien käytön kannalta menetelmä on varsin nopea ja suoraviivainen. Yritykset, jotka ovat kyseisten vuosien aikana ostaneet omia

osakkeitaan, muodostavat näin ollen empiirisen tutkimuksen pohjan, jota käytetään apuna kyselyn suuntaamisessa.

Johdon näkemyksiä tutkitaan vain niiden yritysten kohdalla, jotka ovat suorittaneet varsinaisia osakkeiden takaisinostoja. Näin ollen tutkimuksen ulkopuolelle rajataan ne yhtiöt jotka eivät ole omien osakkeiden ostoja hyödyntäneet. Tutkimukseen ei myöskään sisällytetä yhtiöitä, joilla on olemassa oleva omien osakkeiden osto-ohjelma, mutta ei vielä tehtyjä osakkeiden takaisinostoja. Resurssien puitteissa on haluttu keskittyä vain yrityksiin, joiden näkemyksiä tukee rahallisten toimenpiteiden suorittaminen. Muussa tapauksessa näkemykset perustuisivat jossitteluun tulevasta toiminnasta, joka luonnollisesti heikentäisi tutkimuksen reliabiliteettia.

Tutkimuksessa haluttiin lisäksi keskittyä yrityksiin, joilla omien osakkeiden ostot ovat edelleen osa yrityksen toimintaa. Näin ollen tutkimukseen ei sisällytetty yhtiöitä, jotka ovat suorittaneet osakkeiden takaisinostoja, mutta ovat sen jälkeen jo poistuneet pörssistä. Tutkimuksen ulkopuolelle jäävät myös yhtiöt, jotka ovat osakkeiden takaisinostojen jälkeen sulautuneet muihin yhtiöihin. Tutkimuksessa pyritään näin ollen käsittelemään mahdollisimman ajankohtaista tietoa omien osakkeiden hankinnoista Suomessa.

1.3 Tutkimuksen keskeiset käsitteet

Tutkimuksen selkeyden kannalta tärkeintä on selvittää eri hypoteesien sisältö ja merkitys, jotta tutkimuksessa saadut tulokset voidaan nähdä aiemman teorian valossa. Kyseisiä hypoteeseja käsitellään varsin tarkasti teoriaosassa. Muita käsitteitä on kuitenkin syytä selvittää jo ennen teoreettista käsittelyä. Heti alussa on syytä tehdä selkeä ero osakkeiden takaisinosto-ohjelman perustamisen ja varsinaisten takaisinostojen välillä. Yrityksen hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle takaisinosto-ohjelman ehtoja, joiden mukaan varsinaisia osakkeiden takaisinostoja voidaan myöhemmin toteuttaa, mikäli yhtiökokous ensin hyväksyy takaisinosto-ohjelman. Jos ohjelma hyväksymisen jälkeen päätetään toteuttaa, yhtiötä ei kuitenkaan mikään sido suorittamaan varsinaisia takaisinostoja.

Tutkimuksessa tulee esiin myös ylimääräisten kurssinousujen käsite. Tällä tarkoitetaan anomaliaa, joka syntyy, kun yritykset suorittavat takaisinostoja. Osakkeiden takaisinostojen yhteydessä osakekurssi nousee, kun osakkeiden määrää markkinoilla vähennetään. Tämän lisäksi voi esiintyä ylimääräistä kurssinousua, joka johtuu markkinoiden positiivisesta reaktiosta yrityksen tekemiin takaisinostoihin. Havaittu ylimääräinen kurssinousu on usein kuitenkin varsin vähäistä. Määrä voi olla vain prosentin suuruusluokkaa riippuen osakkeiden takaisinostojen toteutustavasta. Näin pieni muutos voi selittyä osakemarkkinoilla esiintyvällä hälyllä eli osakekurssien lievällä hinnanvaihtelulla normaalin kaupankäynnin yhteydessä. (Halme, Karhunen, Kempas, & Korhonen 1999).

Johdon keskeisen roolin ja tämän tutkimuksen näkökulman kannalta on syytä tutustua myös agenttiongelmien yrityksen toiminnassa. Agenttiongelmilla tarkoitetaan yleisesti ristiriitoja eri toimijoiden välillä. Yritysten suorittamien osakkeiden takaisinostojen tapauksessa kyse on usein yrityksen johdon ja osakkeenomistajien erilaisista näkemyksistä siitä, kuinka yrityksen tulisi toimia. Usein on todettu, että yrityksen johdolla on henkilökohtaisia tavoitteita kasvattaa yrityksen kokoa tarpeettomasti kun taas osakkeenomistajille on tärkeintä saada tuottoa sijoittamalleen pääomalle. Agenttiongelmien kannalta keskeistä onkin se, kuinka yrityksen johto käyttää yrityksen vapaita kassavaroja. (Niskanen & Niskanen 2000).

1.4 Tutkimusote ja -filosofia

Tutkimuksessa tavoitetta lähestytään kvantitatiivisen tutkimuksen keinoin. Tutkimusotteeltaan työ on lähinnä nomoteettista mallia ja siinä käsitellään varsin laajaa empiiristä aineistoa. Kyseiselle mallille tyypillisesti tutkimuksessa pyritään induktiivisesti tekemään laajempia yleistyksiä yksittäisistä tapauksista. Nomoteettinen tutkimusote soveltuu numeerisen ja objektiivisen luonteensa ansiosta erityisen hyvin aihealueen tutkimiseen. Tutkimuksen teoreettiset ja empiiriset osat tukevat toisiaan ja näin ollen edistävät tutkimuksen tavoitteen saavuttamista. Nomoteettisen tutkimusotteen mukaisesti tutkimuksessa kuvataan ja selitetään tutkittavaa ilmiötä. Tutkimusotteen valinta on lähtökohtaisesti varsin selkeä. Muut tutkimusotteet eivät ominaisuuksiltaan välttämättä soveltuisi yhtä hyvin aiheen käsittelyyn.

Kuviossa 1 on kuvattu eri tutkimusotteiden jäsentelyä Kasanen, Lukan ja Siitosen (1991) mallin mukaan. Kuten kuvioista huomataan, valittu nomoteettinen tutkimusote asettuu deskriptiivisen empirian alueelle. Empiirinen lähestymistapa onkin perusedellytys osakkeiden takaisinostojen syiden tutkimiselle. Kuvion mukaan malli tarjoaa tälle alueelle kolmea vaihtoehtoista tutkimusotetta: nomoteettista, toiminta-analyyttistä ja konstruktivistista tutkimusotetta. Kaikki vaihtoehdot ovat jossain määrin toteutettavissa aihealueen kannalta. Konstruktivistinen tutkimusote vaatisi tosin eksakteja tietoja eri hypoteesien yksittäisistä vaikutuksista, jotta jonkinlainen toimintamalli osakkeiden takaisinostojen voitaisiin esittää. Eri hypoteesien vaikuttaessa yhtäaikaaisesti, on hyvin vaikeaa eristää yksittäisen hypoteesin vaikutusta. Näin ollen jäljelle jäävät nomoteettinen ja toiminta-analyyttinen toimintaote, joiden välinen valinta riippuu tutkijan ja yrityksen välisestä suhteesta.

Kuvio 1. Tutkimusotemalli. Kasanen, Lukka & Siitonen (1991)

	TEOREETTINEN	EMPIIRINEN
DESKRIPTII- VINEN	Käsiteanalyyt- tinen tutkimusote	Nomoteettinen tutkimusote Toiminta- analyyttinen tutkimusote
NORMATII- VINEN	Päätöksenteko- metodologinen tutkimusote	Konstruktivistinen tutkimusote

Jos tutkijalla on mahdollisuus seurata yksittäisen tai muutaman yrityksen toimintaa osakkeiden takaisinostojen yhteydessä, tarkoitukseen sopisi parhaiten kvalitatiivisluonteinen, toiminta-analyyttinen tutkimus. Voidaan kuitenkin spekuloida sillä, ovatko tämänkaltaisen tutkimuksen tulokset induktiivisesti yleistettävissä kuvaamaan osakkeiden takaisinostojen syitä. Toiminta-analyyttinen tutkimus soveltuisi

parhaiten kuvaamaan yksittäisen yrityksen toimintaa ja prosesseja osakkeiden takaisinostojen yhteydessä. Olisi kuitenkin vaikeampaa saada reliabeleja tuloksia omien osakkeiden ostojen syistä vain yhden tai muutaman yrityksen toimien perusteella. Tutkimuksen reliabiliteetin kannalta kvantitatiiviset tutkimusmenetelmät toimivat tavoitteeseen nähden selkeämmin kuin subjektiiviset kvalitatiiviset tutkimusmenetelmät. Selkeä numeerinen käsittely ja laaja empiirinen aineisto parantavat tässä tapauksessa tutkimuksen reliabiliteettia.

Tieteenfilosofisesti tutkimus edustaa positivismia eli se pyrkii rajoittumaan välittömiin havaintoihin, tehden mahdollisimman vähän käsitteellisiä oletuksia. Positivismin mukaan kaikkien tieteellisten tutkimusten ja teorioiden tehtävänä on ainoastaan kuvata ilmiöitä ja kertoa, missä yhteyksissä ja missä järjestyksessä tutkittavat ilmiöt näyttäytyvät. Positivismin vastakohtana voidaan pitää hermeneutiikkaa tai antipositivismia, jossa pääpaino on tulkinnassa ja ymmärtämisessä. Tutkimuksen tieteenfilosofiseksi taustaksi positivismi soveltuu hyvin, koska tutkimus kvantitatiivisluonteisena vaatii täsmällistä ja luotettavaa tietoa, joka pohjautuu faktatietoihin.

1.5 Tutkimuksen kulku

Johdannon jälkeen tutkimuksessa esitellään aihealueen teoriataustaa ja käydään läpi muutamia aiheesta tehtyjä keskeisiä tutkimuksia. Osakkeiden takaisinostoja on tutkittu varsin paljon ulkomailla ja erityisesti Yhdysvalloissa. Markkinoille signointi on saanut osakseen paljon huomiota jo ennen osakkeiden takaisinostojen varsinaista tutkimusta. Larry Dann ja Theo Vermaelen tekivät merkittäviä tutkimuksia signaloinnista osakkeiden takaisinostojen yhteydessä 1980-luvulla. Tämän jälkeen tutkimuskenttä on laajentunut varsin nopeasti. Omien osakkeiden ostoille on myös esitetty monia eri hypoteeseja, joista merkittävimpiä käsitellään seuraavassa luvussa. Teoriaosassa esitellään myös suomalaisia tutkimuksia, jotta saadaan esille myös suomalaista tutkimuskenttää. Käsittelyssä on tässä tapauksessa erityisesti Tomperin (2004) ja Karhusen (2002) tutkimukset. Kolmannessa luvussa käydään läpi suomalaisten pörssimarkkinoiden puitteita sekä esitellään myös erilaiset käytettävissä olevat takaisinostotavat. Koska omien osakkeiden ostojen lainsäädännössä on ehtinyt

tapahtua muutamia muutoksia viimeisen kymmenen vuoden aikana, käydään kolmannessa luvussa lyhyesti läpi myös osakkeiden takaisinostojen lainsäädännölliset puitteet.

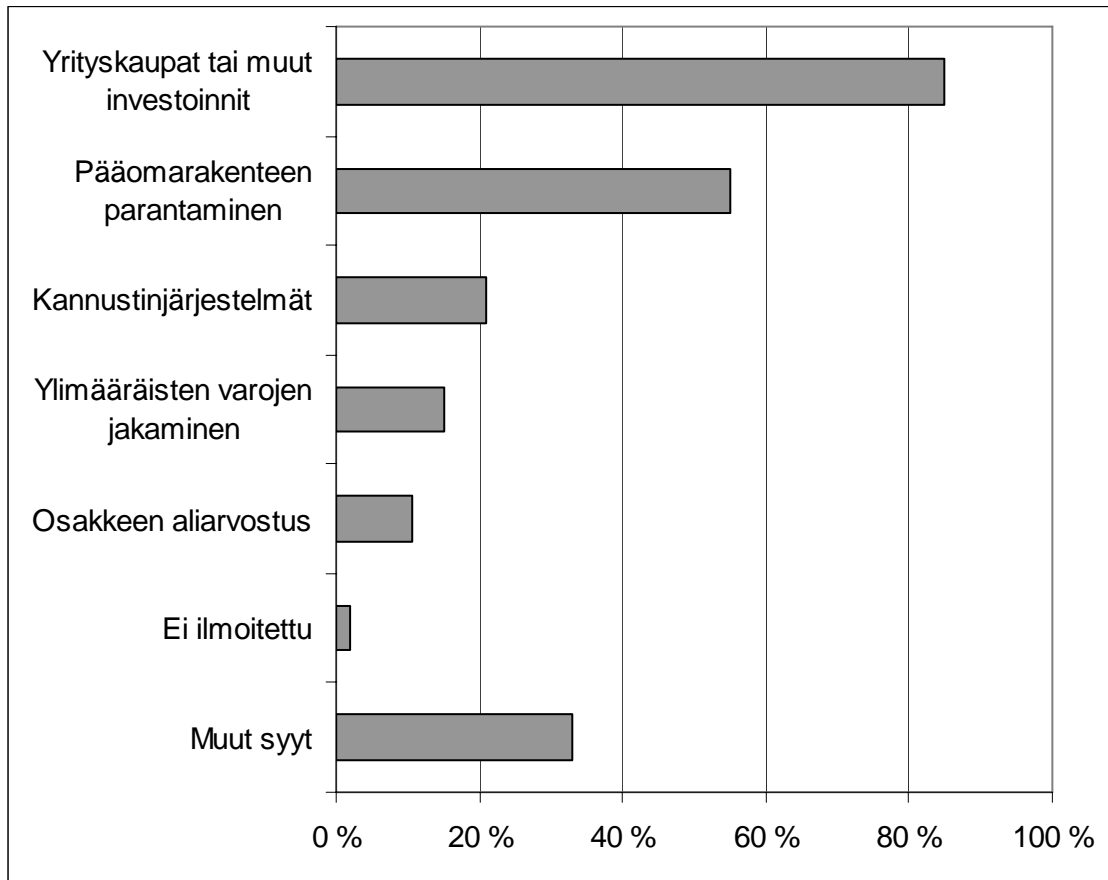
Neljännessä luvussa käsitellään tutkimuksen empiiristä osaa. Ensin esitellään aineiston sisältöä ja kuvaillaan lyhyesti niitä yrityksiä, joita tutkimus käsittelee. Tämän jälkeen on keskitytty aineiston kokoamiseen, jotta empiirisen tutkimustyön kulku tulee selkeästi esitetyksi. Jotta tutkimusta voitaisiin verrata muihin vastaavanlaisiin aihealuetta koskeviin tutkimuksiin, on hyvä perehtyä tarkasti erityisesti aineiston kokoamisen kuvaukseen. Tutkimuksen tulosten kannalta keskeisen kyselylomakkeen tuloksia käydään tämän jälkeen perusteellisesti läpi. Koska kyseessä on vahvasti empiiriluonteinen tutkimus, otetaan kappaleessa kantaa myös tutkimuksen reliabiliteettiin ja validiteettiin. Viidennen luvun lopussa esitetään päätelmät tutkimuksen tuloksista. Kappaleessa myös kootaan lyhyesti tutkimuksen keskeisimpien kysymysten vastauksia. Viimeisessä eli kuudennessa luvussa esitetään yhteenveto koko tutkimuksesta.

2 TEORIA TAKAISINOSTOISTA

2.1 Syitä osakkeiden takaisinostoihin

Yrityksillä on useita syitä ostaa takaisin omia osakkeitaan markkinoilta. Takaisinostohjelmaa perustettaessa kyseiset syyt tulee myös ilmoittaa julkisesti. Karhunen (2002) selvitti tutkimuksessaan yritysten esittämiä perusteluita osakkeiden takaisinostolle Suomessa 1998–2001. Kuviossa 2 on havainnollistettu esitettyjä perusteluita. Noin 85 % yrityksistä ilmoitti, että se aikoo hyödyntää takaisinostettuja osakkeita vastikkeina yrityskaupoissa tai muissa investoinneissa. Takaisinostoista päättävät henkilöt perustelevat tätä seikkaa usein sillä, että yritysostoista tulee näin helpompia suorittaa. Yritysten ei tarvitse näin ollen järjestää erillistä yhtiökokousta uuden osakeannin valtuuttamiseksi. Tästä huolimatta omia osakkeita käytetään vain harvoissa yrityskaupoissa. (Karhunen 2002).

Kuvio 2. Yritysten esittämiä perusteluja osakkeiden takaisinostoilte 1998–2001. Karhunen (2002)



Yrityksistä 55 % ilmoitti pääomarakenteen parantamisen omien osakkeiden ostojen syyksi. Määrä on varsin suuri ja pitääkin muistaa, että yritys voi antaa useita perusteluja takaisinostoilte. Virallisista pörssitiedotteista ei välttämättä ilmene, onko syy ensi- vai toissijainen vai onko se lisätty listan jatkeeksi löysin perustein. Pääomarakenteen kehittäminen on kuitenkin merkittävä syy takaisinostoihin, minkä vuoksi se saa painoarvoa myös tässä tutkimuksessa. Yrityksistä 21 % ilmoittaa perusteeksi omien osakkeiden hyödyntämisen kannustinjärjestelmissä. Kyseiset järjestelmät vaikuttavat olevan nykyään hyvin yleisiä ja niitä käsitellään merkittävyytensä vuoksi tarkemmin tutkimusraportin edetessä. Ylimääräisten kassavarojen jakaminen ja osakkeen aliarvostus ovat nekin esillä perusteluissa, kuitenkin selkeästi aiempia syitä vähäisemmässä asemassa. Muut syyt vaikuttavat kuvion mukaan olevan varsin merkittäviä, mutta kuten Karhunen (2002) tutkimuksessaan mainitsee, niiden suuri

määrä johtuu siitä, että perustelut loppuvat usein sanoihin ”...tai käytettäväksi muissa vastaavissa tarkoituksissa”.

Tämänkaltaisten selvitysten pohjana voidaan käyttää yritysten julkaisemia pörssitiedotteita, joissa takaisinostojen syyt on ilmoitettu. Pitää kuitenkin muistaa, että pörssitiedotteissa esitetään ns. yritysten virallinen kanta. On ymmärrettävää, että osakkeiden takaisinostojen taustalla voi olla myös muita syitä, joita ei haluta suoraan viestiä markkinoille. Jos yrityksellä on tiedossa vaikeuksia esimerkiksi pääomarakenteensa kanssa, sitä ei välttämättä haluta korostaa markkinoille virallisen tiedotteen kautta, joten esitetään jokin muu syy osakkeiden takaisinostoille. Yhtiö saattaa myös perustaa osakkeiden takaisinosto-ohjelman, vaikka sillä ei olisi edes suunniteltuna käyttötarkoitusta varsinaisille takaisinostoille. Kuten Karhunenkin (2002) toteaa, on hyvin yleistä, että pörssitiedotteessa ilmoitetaan lähes kaikki mahdolliset takaisinostotarkoitukset. Voidaan olettaa, että yritykset haluavat pitää tulevat mahdollisuutensa avoimina eivätkä ne halua luopua niistä heti alkumuodollisuuksissa.

Yhtäläillä voidaan spekuloida sillä, onko yritykselle edes tarpeellista ilmoittaa kaikkia osakkeiden takaisinostojen syitä virallisessa tiedotteessa. Markkinat tekevät joka tapauksessa omat johtopäätöksensä osakkeiden takaisinostojen syistä. Jos esimerkiksi markkinoilla on vallassa yleinen mielipide siitä, että yhtiön osake saattaa olla aliarvostettu, on yrityksen kannalta turhaa perustella takaisinostoja lukuisin eri syin. Näin ollen markkinoiden ns. valistaminen jokaisen osakkeiden takaisinoston yhteydessä ei ole yrityksen kannalta välttämätöntä. Erityisesti, jos yritys ei näe tiedottamista takaisinostojen yhteydessä hyödyllisenä vaan pikemminkin pakollisena rasitteena, voidaan olettaa tiedotteiden merkitysten vaihtelevan tapauskohtaisesti. Mainitut seikat huomioiden, viralliset pörssitiedotteet tarjoavat käyttökelpoisen pohjan aihealueen tutkimiselle, mutta tarkempi selvitys vaatii myös johdon näkemysten tutkimista.

2.1.1 Yrityskaupat tai muut investoinnit

Yritykset ostavat omia osakkeitaan lukuisista eri syistä. Yksi yleisimmistä esitetystä syistä on aikomus hyödyntää osakkeita vastikkeina yrityskaupoissa tai muissa investoinneissa. (Karhunen 2002). Omat osakkeet eivät ole yrityskaupoissa kuitenkaan

yhtä yksiselitteisiä kuin kiinteästi sovitut rahamääräiset summat. Osakkeita käytettäessä sovitaan yleensä kauppahinnaksi tietty osakemäärä, jonka todellinen arvo määräytyy osakkeen senhetkisen markkinahinnan mukaan. Kun esimerkiksi fuusio rahoitetaan osakkeilla, sen kustannus yhtiölle riippuu siitä, mikä on niiden osakkeiden arvo, jotka fuusion kohteena olevan yhtiön osakkeenomistajat saavat. Jos he saavat N määrän osakkeita, joiden arvo on P_{AB} , fuusion kustannus C on

$$C = N \times P_{AB} - PV_B$$

Jossa PV_B on fuusion kohteena olevan yhtiön senhetkinen arvo. Esimerkkinä voidaan tarkastella yrityskauppaa, jossa yhtiö A tarjoaa yhtiö B:lle 325,000 osaketta 65 miljoonan euron sijaan. A:n osakkeen markkinahinta ennen kauppaa on 200 €. Yhtiön B todellinen arvo on 50 M euroa. Oletetaan lisäksi, että B:n arvo pysyy kaupanteon aikana samana, eikä nouse mahdollisten fuusiohuhujen myötä. Näin ollen tässä tapauksessa yrityskaupan kustannus tulee olemaan

$$C = 325,000 \times 200 - 50,000,000 = 15,000,000 \text{ €}$$

Tulee kuitenkin huomata, että kun fuusion toteutuminen ja kauppahinnat varmistuvat, osakkeen hinta voi helposti muuttua. Jos markkinat arvostavat fuusiota ja sen ehtoja, tulisi osakkeen markkinahinnan myös nousta. Esimerkin tapauksessa yhtiöllä oli aiemmin 1 M osaketta, joiden hinta oli 200 €. Fuusion jälkeisellä uudella yhtiöllä on 1,325,000 osaketta liikkeellä. Jos markkinat arvostavat yhtiön 275 M euron arvoiseksi, uusi osakkeen markkinahinta on $275 \text{ M} / 1,325 \text{ M} = 207.55 \text{ €}$. Tässä tapauksessa fuusion kustannus olisi

$$C = 325,000 \times 207.55 - 50,000,000 = 17,453,750 \text{ €}$$

Eli aiempaan lähtökohtaiseen arvoon verrattuna fuusion kustannukset olisivat n. 2.5 M euroa korkeammat. Niin kuin aiemmin todettiin, yritysjohtajat näyttävät arvostavan osakkeiden helppoa käytettävyyttä yrityskaupoissa, mutta kuten Karhunenkin (2002) huomauttaa, osakkeiden osuus yrityskaupoissa jää lopulta varsin vähäiseksi. Yritysjohtajat saattavat noudattaa varovaisuutta, eivätkä he halua spekuloida osakkeen hinnalla yrityskaupan yhteydessä. Osakkeita käytettäessä osakkeen hinta määrää lopulta

ostavalle yhtiölle koituvat kustannukset. (Brealey & Myers 2000). Yrityskauppa on lisäksi kaikkinen järjestelyineen paljon aikaa ja voimavaroja kuluttava toimenpide, johon osakkeen hinnalla spekulointi toisi vielä lisää huomioonotettavaa. Toisena vaihtoehtona on se, että yrityskauppojen toinen osapuoli ei kelpuuta yhtiön osakkeita maksuvälineinä yrityskaupassa. Jos esimerkiksi yritys haluaa luopua jostain toiminnosta ja myy sen toiselle alalla toimivalle yhtiölle, ei välttämättä ole aiheellista hankkia samalla toisen yhtiön osakkeita. Jos yritykset keskittyvät yhä enemmän ydintoimintoihinsa, tämänkaltaiset toimialojen väliset yrityskaupat muodostuvat varsin yleisiksi.

Yrityskaupan ns. toisen osapuolen kannalta osakkeiden hyväksyminen maksuvälineinä ei välttämättä ole sen kehityksen kannalta järkevää. On myös mahdollista, että yrityksellä on tiedossaan investointeja, joiden hyöty ylittää osakkeesta saatavan hyödyn. Vaikka osake voidaan myös nähdä investointina (Ross, Westerfield & Jaffe 2002), muut investoinnit menisivät tässä tapauksessa osakkeeseen investoinnin edelle. Erityisesti pörssiyhtiöiden tapauksessa olisi jokseenkin epäloogista, että osakkeet hyväksyttäisiin maksuvälineitä. Miksi toinen osapuoli haluaisi osakkeita yrityskaupan yhteydessä, jos se ei ole halunnut hankkia niitä aiemminkaan suoraan osakemarkkinoilta? Tässä tapauksessa kyseeseen tulee kaksi eri vaihtoehtoa:

1. *Osakkeen edullisuus.* Mikäli kaupan ehdoissa sovitaan tai kaupasta muuten muodostuu sellainen, että vastapuolen kannalta osakkeiden vastaanottaminen olisi markkinahintoihin nähden edullisempaa, vastapuoli voi kelpuuttaa osakkeita maksuvälineinä yrityskaupassa.

2. *Tulevat näkymät.* Jos tekeillä oleva yrityskauppa parantaa olennaisesti omia osakkeita tarjoavan yrityksen kehitysnäkymiä, toinen osapuoli saattaa haluta investoida tähän myönteiseen kehitykseen. Jos osakkeesta saatava tuotto ylittää omien investointien tarjoamat tuotot, voi olla järkevämpää sijoittaa rahat osakeomistukseen.

Yritysjohdajat saattavat myös haluta varautua tuleviin yritysjärjestelyihin tai muihin mahdollisiin investointeihin. Tässä tapauksessa voidaan spekuloida sillä, missä muodossa yrityksen varallisuutta tulisi säilyttää investointien tai yritysjärjestelmien tekemiseen asti. Yrityksen kannalta on jokseenkin ongelmallista, jos varallisuus on ylimääräisten kassavarojen muodossa. Tällaisessa tilanteessa nousee esiin

agenttiongelmien merkitys eli tässä tapauksessa ristiriidat yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välillä. (esim. Niskanen & Niskanen 2000). Osakkeenomistajat voivat huolestua yhtiön tulevaisuudesta, jos yritysjohdolla on käsissään liikaa rahaa käytettäväksi yrityksen kannalta epäedullisiin investointeihin, kuten uusiin toimistoihin tai työsuhdeautoihin. Kassavarojen hyödyntäminen omien osakkeiden ostoihin vaikuttaisikin näin ollen yritysjohton kannalta varsin järkevältä ratkaisulta.

Kun yritys suorittaa osakkeiden takaisinostoja, osakkeenomistajien ja yritysjohton tilanteen voisi olettaa helpottuvan verrattuna ylimääräisten kassavarojen tilanteeseen. Osakkeenomistajien kannalta agenttiongelman purkautuu, koska ylimääräiset varat siirtyvät heille voitonjaon myötä. Myös johdon toiminta on helpompaa, koska agenttiongelman väistyttyä voidaan keskittyä enemmän yrityksen muuhun toimintaan ja mahdollisiin tuleviin yritysjärjestelyihin. (Brealey & Myers 2000). Yrityksellä on näin ollen edelleen hallussaan tarvittavat varat yritysjärjestelyjen suorittamiseen. Aiempien kassavarojen sijaan varat ovat nyt omien osakkeiden muodossa.

Osakkeenomistajien kokeman agenttiongelman kannalta omien osakkeiden hankinnat toimivat varsin hyvänä ratkaisuna. Omia osakkeita on huomattavasti vaikeampi tuhlata yrityksen kannalta epäedullisiin investointeihin kuin kassavaroja. Harvan rakennusurakoitsijan tai autoliikkeen maksukäytännöissä on tapana hyväksyä maksuvälineinä yrityksen osakkeita kaupan yhteydessä. On tietenkin mahdollista, että yritys myy hankkimansa osakkeet edelleen markkinoilla, mutta tämänkaltaisen ratkaisun yhteydessä ei kuitenkaan voida toimia yhtä nopeasti kuin ylimääräisten kassavarojen yhteydessä. Omat osakkeet eivät siis ole yrityksen kannalta yhtä likvidejä kuin vapaat kassavarat.

Voi olla mahdollista, että yritysjohtajat haluavat pitää yrityksen hallussa varoja ns. pahan päivän varalle. Koska yrityksen kannalta on ongelmallista pitää varallisuutta kassavarojen muodossa, yritykset voivat hyödyntää osakkeiden takaisinostoja. Näin ollen omien osakkeiden ostoja käytettäisiin tässä tapauksessa varsin hyödyllisenä välineenä ongelman poistamisessa. Tällaista käyttöä varten yrityksen hallituksen tulee hakea yhtiökokoukselta valtuutusta omien osakkeiden hankkimiseen tulevien yritysjärjestelyjen vuoksi. Näin ollen kyseinen varallisuuden säilyttäminen tulevia investointeja varten erityisesti omien osakkeiden muodossa voisi osaltaan selittää

Karhusenkin (2002) tutkimuksessa esiin nousutta yrityskauppojen ja muiden investointien suurta merkitystä osakkeiden takaisinostoissa.

Osakkeiden ostaminen on mahdollista myös silloin, jos esimerkiksi yrityskaupassa kohdeyhtiön varallisuus on tarpeettoman suuri. Tässä tapauksessa suorittamalla takaisinostoja voidaan keventää yhtiön tasetta ja jakaa samalla varoja ulos yrityksestä. Osakkeiden takaisinostoilla pyrittäisiin näin ollen vaikuttamaan osittain myös pääomarakenteeseen. Yritys voi kerätä omia osakkeitaan myös mahdollisen yritysvaltauksen vastustusta varten. Suomalaisilla pörssimarkkinoilla ei pienen kokonsa vuoksi juuri esiinny vihamielisiä yritysvaltauksia. Kansainvälisillä suurilla osakemarkkinoilla voi kuitenkin esiintyä kilpajuoksuja yhtiön osakkeiden omistuksesta. Tällaisessa tilanteessa yhtiöt kilpailevat siitä, kumpi saa ostettua enemmän osakkeita suoraan osakkeenomistajilta. (Brealey & Myers 2000).

2.1.2 Palkkaus- ja kannustinjärjestelmät

Osakkeita voidaan käyttää myös yrityksen palkkaus- ja kannustinjärjestelmien yhteydessä, jolloin takaisinostoilla hankitut osakkeet toimivat osittaisena maksuvälineenä. Kannustinjärjestelmien merkitys nousi esiin myös Karhusen (2002) tutkimuksessa. Kaikki yksittäistä työntekijää tai koko henkilökuntaa koskevat harkinnanvaraiset edut, jotka ovat jollain lailla sidoksissa yrityksen tuloksentekoon, voidaan nähdä kannustimina. Kannustinjärjestelmä onkin yrityksessä virallisesti vahvistettu ohjelma, jonka toimivuutta seurataan ja sitä voidaan myös muuttaa tarpeen vaatiessa. Jos yritys saavuttaa asettamansa taloudelliset tavoitteet erilaisten mittareiden tai tunnuslukujen (esim. EPS) mukaan, se voi ostaa omia osakkeitaan markkinoilta toteuttaakseen osakepalkkiojärjestelmäänsä. Tässä tapauksessa osakkeiden takaisinostot toimisivat siis välineinä hyvin käytännöllisessä mielessä. Esimerkiksi markkinoille signaalointi ja lisäarvon välittäminen ei siis välttämättä ole suora tavoite kaikissa omien osakkeiden ostojen tapauksissa.

Työntekijöiden osto-optioilla tarkoitetaan yrityksen työntekijöiden oikeuksia ostaa tietty määrä yhtiön osakkeita ennalta sovittuun hintaan. Kyseessä on työntekijän kannalta nimenomaan mahdollisuus, eikä velvoite toimia. Henkilökunnan optiot

eroavat ns. tavallisista optioista siinä, että niillä ei yleensä käydä kauppaa pörssimarkkinoilla. Työntekijöille myönnettävien optioiden tarkoitus on lähentää yrityksen henkilökunnan ja osakkeenomistajien tavoitteita toisiinsa nähden. (Ross ym. 2002). Näin ollen optiot osaltaan ehkäisevät myös agenttiongelmien syntyä. Osakkeenomistajat haluavat osakekurssin nousevan ja siksi on hyvä sitouttaa yrityksen henkilökunta ponnistelemaan saman tavoitteen eli kurssinousun puolesta. Voidaan kuitenkin spekuloida sillä, minkämoiseen asemaan työntekijät tällöin asetetaan osakkeenomistajiin nähden. Jos yhtiön kurssi laskee, sekä työntekijät että osakkeenomistajat kokevat tappioita. Työntekijällä kyse on kuitenkin vain ylimääräisen bonuksen menettämisestä, kun taas osakkeenomistaja menettää aiemmin hankittua, konkreettisempaa varallisuutta. Osakekurssinousuun sitoutumisen aste ei näin ollen välttämättä ole yhtä vahva kummallakin osapuolella. (Investopedia: Employee Stock Option. <<http://www.investopedia.com/terms/e/eso.asp>>)

Nykyään yhtiöillä on monia keinoja sitouttaa työntekijöitä yrityksen menestykseen. Optioita vahvempi sitoutus voidaan saada aikaan perustamalla erityinen työntekijöiden osakkeiden osto-ohjelma (Employee Stock Purchase Plan). Tämänkaltaisessa järjestelmässä työntekijöiden palkoista vähennetään tietty osuus varattavaksi myöhempiä osakkeiden ostoja varten. Kun varsinaiset osakkeiden takaisinostot toteutetaan, yhtiö ostaa omia osakkeitaan, jotka työntekijät vastaanottavat markkinahintaa alemmalla hinnalla. Tällaisessa tapauksessa valinnan mahdollisuus on siinä, ketkä työntekijät sisältyvät ohjelmaan. Sitoutus on luonnollisesti optioita vahvempi, koska ohjelmaan osallistuvat työntekijät luopuvat palkkaosuudestaan etukäteen ennen osakkeiden ostoja. (Investopedia: Employee Stock Purchase Plan. <<http://www.investopedia.com/terms/e/espp.asp>>)

2.1.3 Diluution merkitys

Takaisinostoilla voidaan ehkäistä myös diluutiota eli osakkeen arvon alenemista osakemäärän kasvaessa. Kun esimerkiksi johto toteuttaa optioitaan ja osakkeiden määrä kasvaa, omien osakkeiden ostoilla voidaan tukea osakekurssia ja vähentää osakkeiden määrää markkinoilla. Diluutiota käsitellään yleensä erityisesti warranttien eli optiotodistusten yhteydessä. (esim. Brealey & Myers 2000). Diluutiota voidaan

tarkastella myös yhtiön omistuksen muuttuessa, jonka yhteydessä voidaan puhua omistuksen diluutiosta. Yhtiön omistusosuuksien muuttumiseen vaikuttaa esimerkiksi

1. *Uusien osakkeiden liikkeeseenlasku.* Yritys voi halutessaan lisätä suoraan markkinoilla olevien yhtiön osakkeiden määrää. Jos yrityksellä olisi markkinoilla 10,000 osaketta ja uusia osakkeita laskettaisiin liikkeelle toiset 10,000, diluutiokerroin (dilution factor) olisi näin ollen 50 %.

2. *Vaihtovelkakirjalainat.* Kyseisten lainojen tapauksessa lainanantajalla on oikeus vaihtaa koko lainamäärä tai osa siitä yhtiön osakkeisiin ennalta määrätyn vaihtosuhteen mukaisesti. Kun vaihto toteutetaan, aikaisempien osakkeenomistajien omistus yhtiöstä heikkenee diluution vuoksi. Tämänkaltainen vaihto-oikeus voidaan liittää myös pääomalainaan.

3. *Warrantit, optiot ja uusmerkintäoikeudet.* Kaikki johdannaiset, joiden avulla yhtiön liikkeelläolevien osakkeiden määrää voidaan lisätä, vaikuttavat osaltaan omistussuhteiden muuttumiseen ja heikentävät aiempien osakkeenomistajien asemaa diluution kautta. (Investopedia: What is dilutive stock? <<http://www.investopedia.com/ask/answers/06/dilutivestock.asp>>)

2.1.4 Pääomarakenne ja tunnusluvut

Usein takaisinostojen syynä on johdon halu kehittää yrityksen pääomarakennetta ja samalla parantaa yrityksen tunnuslukuja. (Karhunen 2002). Kuten virallisista pörssitiedotteista käy ilmi, pääomarakenteen kehittäminen on hyvin usein mainittu syy omien osakkeiden ostoille. Takaisinostot tarjoavatkin varsin suoraviivaisen keinon käyttää voitonjakoa pääomarakenteen muokkaamiseen. Osinkojen avulla vastaavanlainen toiminta olisi melko vaikeaa, koska osingonjaosta päätetään vain yhtiökokouksessa, joka kokoontuu yleensä vain kerran vuodessa. Osakkeiden takaisinostojen avulla yrityksen johto voi hyödyntää aiemmin saamaansa valtuutusta ja näin ollen joustavammin vaikuttaa pääomarakenteeseen.

Modigliani ja Miller (1958) esittivät tutkimuksessaan, että yrityksen markkina-arvo on riippumaton pääomarakenteesta. Taustalla oli kuitenkin useita oletuksia, joiden toteutuminen käytännössä on ongelmallista. Optimaalisen pääomarakenteen muodostumiseen vaikuttaa mm. yritysverot, konkurssikustannukset ja agenttikustannukset. Konkurssikustannuksia ovat esimerkiksi konkurssipesän selvityksestä koituvat asianajajien palkkiot, oikeudenkäyntikulut sekä konkurssiyrityksen omaisuuden myynnissä esiintyvät likvidointitappiot, jos konkurssiperän omaisuutta ei voida myydä käypään hintaan. Agenttikustannukset koituvat yritykselle informaation epätasaisesta jakautumisesta eri osapuolten kesken. Käytännössä kustannukset muodostuvat siten, että luotonantajat nostavat tuottovaatimustaan, koska he ovat kykenemättömiä valvomaan riittävästi velallisyrittystä. Tämä johtaa velan ja samalla koko yrityksen arvon alenemiseen. (Niskanen & Niskanen 2000).

Jakamalla ulos kassavarojaan yhtiö voi keventää tasettaan ja näin ollen parantaa koko pääoman tuottoastetta (ROA) ja oman pääoman tuottoastetta (ROE). Tunnusluvut paranevat, koska niiden nimittäjissä olevat varat pienenevät suhteessa osoittajissa oleviin tuottoihin. Kyseiset tunnusluvut lasketaan usein seuraavilla kaavoilla

$$(1) \quad ROA = \frac{\text{nettovoitto} + \text{korkokulut} \times (1 - \text{verokanta})}{\text{Taseen loppusumma edellisen tilikauden lopussa}}$$

$$(2) \quad ROE = \frac{\text{nettovoitto}}{\text{oma pääoma edellisen tilikauden lopussa}}$$

Yhtenä vaihtoehtona on myös osakkeiden mitätöinti ja sillä tavoin markkinoilla olevien osakkeiden määrän vähentäminen. Kun osakkeiden määrää vähennetään, samanaikaisesti parannetaan myös yrityksen P/E-lukua ja osakekohtaista tulosta (EPS). Sijoittajat tarkkailevat näitä kahta tunnuslukua hyvin paljon ja niissä esiintyvät vähäisetkin muutokset vaikuttavat kohdeyhtiön osakekurssin kehitykseen. Erityisesti EPS:n parantumisella on yleensä positiivinen vaikutus yrityksen osakekurssiin. Kaava 3 kuvaa tunnusluvun laskentatapaa.

$$(3) \quad EPS = \frac{\text{voitto}}{\text{osakkeiden keskimääräinen lukumäärä kaudelta}}$$

Osoittajassa esitetystä voitosta voidaan vähentää myös etuoikeusosakkeiden kiinteät osingot. Osakkeiden lukumääränä saatetaan joskus myös käyttää lukumäärää tilikauden lopussa. Kaavasta nähdään, että tunnusluku onkin varsin helposti manipuloitavissa. Takaisinostettujen osakkeiden mitätöinti kasvattaa tunnuslukua, koska tunnusluvun nimittäjä pienenee. Yrityksen P/E-luku voidaan laskea kaavalla

$$(4) \quad P/E - luku = \frac{\text{osakkeen hinta tarkasteluhetkellä}}{\text{osakekohtainen tulos}}$$

Nimittäjänä eli E:nä voidaan käyttää edellisen tilikauden osakekohtaista tulosta, edellisten neljän neljänneksen osakekohtaista tulosta tai ennustettua tulevan tilikauden osakekohtaista tulosta. Nimittäjästä voidaan myös vähentää kertaluontoiset erät. Teoreettisesti tarkasteltuna yrityksen P/E-luku kertoo kuinka paljon osakkeenomistajat ovat valmiita maksamaan yrityksestä saatavasta yhdestä eurosta. Esimerkiksi, jos P/E-luku on 10, osakkeenomistajat ovat valmiita maksamaan 10 € jokaista 1 € kohti jonka yritys tuottaa.

Vaikka P/E-luku sisältää nimittäjässään tietoa yrityksen menneestä toiminnasta, siinä on mukana myös yrityksen tulevaisuuden odotuksia. Koska osoittajassa on osakkeen hinta, tunnusluku kertoo myös yrityksen tulevista näkymistä. (Knutfer & Puttonen 2004). Osakkeen hinta sisältää itsessään markkinoiden arvion yrityksen kehityksestä ja tulevista tuotoista. P/E-lukua voidaankin pitää eräänlaisena optimismin mittarina yrityksen tulevaisuudesta. Jossain vaiheessa yrityksen on pakko lunastaa nämä markkinoiden asettamat odotukset tai osakkeen arvo tulee tippumaan. Elleivät hyvät tulevaisuuden odotukset toteudu, markkinat tulevat hinnoittelemaan yrityksen uudestaan.

P/E-lukua seurataan paljon myös siksi, että se kertoo osakkeen hinnan edullisuudesta muihin osakkeisiin nähden. Jos sijoittaja vertailee kahta yritystä sijoituskohteena, on mahdollista, että niiden osakekurssi on sillä hetkellä sama, esimerkiksi 50 €. Jos muita tekijöitä ei huomioida, P/E-luvun 60 omaava yritys on kalliimpi kuin yritys, jonka P/E-

luku on 25. Tarkastelua ei käytännössä kuitenkaan voi suorittaa näin suoraviivaisesti vaan on otettava huomioon yritysten kasvuvauhdit ja toimialat. Jos yrityksellä on erittäin korkea P/E-luku, sen tulisi osoittaa merkkejä suuresta kasvuvauhdista. Jos kasvuvauhti näyttää maltilliselta, on kenties syytä epäillä korkean P/E-luvun paikkansapitävyyttä. Vertailu eri toimialojen kesken on myös ongelmallista. Perinteisten alojen matalan kasvun yritysten P/E-lukuja ei voida suoraan verrata nykyajan teknologiayritysten korkeisiin P/E-lukuihin. Kyseisen tunnusluvun avulla tapahtuvassa arvonmäärittämisessä voidaan kuitenkin hyödyntää saman toimialan yrityksistä saatavaa tietoa olettamalla, että sijoittajat arvostavat tietyn yrityksen voittoa samalla tavalla kuin sen edustaman toimialan keskimääräistä voittoa. (Niskanen & Niskanen 2000).

2.1.5 Verojen osuus takaisinostoissa

Vuonna 2005 voimaan tulleen verouudistuksen takia omien osakkeiden osto on tullut tasavertaisemmaksi voitonjakomuodoksi osingonjaon rinnalle Suomessa. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luovuttaessa osakkeiden takaisinostojen merkityksen voidaan olettaa korostuvan. Näin ollen verohypoteesi, jonka mukaan merkittävin syy osakkeiden takaisinostoihin olisi pyrkimys mahdollisimman pieneen verorasitukseen voitonjaossa, saattaa nousta tarkemman huomion kohteeksi erityisesti suomalaisessa tutkimuskentässä. Vermaelen (1981) totesi tutkiessaan eri hypoteesien vaikutusta, ettei verohypoteesi kykene selittämään osakekurseissa esiintyviä ylimääräisiä kurssimuutoksia. Vermaelenin (1981) tutkimus verohypoteesista oli kuitenkin melko rajallinen, minkä seurauksena tutkija itsekkin myönsi, ettei verohypoteesin merkitystä voida täysin sulkea pois.

Kun aiempi verojärjestelmä oli voimassa Suomessa, myyntivoittojen hankkiminen oli paras tapa realisoida voittoja, koska niistä ei määräajan jälkeen tarvinnut maksaa veroja. Nykykäytännön mukaan myyntivoitot luetaan pääomatuloksi siinä missä osingotkin. Omien osakkeiden kohdalla myyntivoittoa voidaan kutsua myös luovutusvoitoksi, jota verotetaan 28 % verokannan mukaan. Sama verokanta on käytössä osingoissa, mutta niiden tapauksessa vain 70 % osingosta on veronalaista tuloa. Näin ollen osingonjaossa efektiivinen verokanta asettuu $0,7 \times 0,28 = 19,6 \%$:n

tasolle eli osingot ovat näin ollen verojen näkökulmasta tehokkaampi tapa jakaa voittoa ulos yrityksestä kuin osakkeiden takaisinostot. (Knupfer & Puttonen 2004)

Siitä huolimatta, että verotuksellisesti osingot olisivat tehokkaampia, suuret yritykset julkistavat edelleen laajoja ja rahamääräisesti suuria osakkeiden takaisinosto-ohjelmia. Voidaan siis olettaa, että yritykset saavuttavat osakkeiden takaisinostoilla joitakin muita etuja, jotka kompensoivat osakkeenomistajille koituvaa suurempaa verorasitusta. Näin ollen yrityksen kokonaisuus on tässä tapauksessa tärkeämpi kuin osakkeenomistajien henkilökohtainen etu.

Grullon ja Michaely (2002) totesivat yhdysvaltalaisia osakemarkkinoita käsittelevässä tutkimuksessaan, että yhtiöillä on verojen näkökulmasta selkeä kannustin käyttää osakkeiden takaisinostoja osingonjaon sijaan. Näin ollen yhdysvaltalaiset osakemarkkinat eroavat suomalaisista vastaavista, koska suomalaisilla osakemarkkinoilla osinkojen verotus on edelleen hieman keveämpää kuin osakkeiden takaisinostojen. Grullon ja Michaely (2002) havaitsivat, että veroilla on merkitystä takaisinostojen yhteydessä, koska markkinoiden positiivinen reaktio oli sitä suurempi mitä enemmän veroja pystyttiin takaisinostoilla välttämään osinkoihin nähden. Näin ollen voidaan olettaa, että Suomessakin verohypoteesin merkitys jatkossa kasvaisi, koska voitonjakomuotojen verotustavat ovat tulleet yhdenmukaisemmiksi. Suomessa avautuisi näin ollen muutaman vuoden päästä hyvä mahdollisuus tutkia verohypoteesin paikkansapitävyyttä ja merkitystä osana takaisinostoihin liittyvää teoriaa. Tutkimus olisi ajankohtainen kun verouudistuksesta on kulunut joitakin vuosia, jotta mahdollisten muutosten ja vaikutusten osuus saataisiin selvitettyä.

2.2 Free cash flow - hypoteesi ja johdon keskeinen asema

Jensenin (1986) free cash flow -hypoteesin mukaan yritys voi päätyä tilanteeseen, jossa se ei enää löydä mahdollisuutta investoida positiivisen netto nykyarvon investointeihin. Yhtiöllä on tässä tapauksessa hallussaan kassavaroja, joita ei voi rationaalisesti hyödyntää yrityksen omassa toiminnassa. Näin ollen yrityksen johto käyttää ylimääräiset varat omien osakkeiden takaisinostoon ja siten toimii

osakkeenomistajiansa eduksi. Vaihtoehtoisesti johto voisi tuhлата varat negatiivisen nettonykyarvon investointeihin, jotka vähentäisivät osakkeenomistajien varallisuutta.

Yritysten johtajilla voi olla toiminnassaan pyrkimys lisätä omaa valtaansa kasvattamalla yhtiön kokoa. Osakkeenomistajilla taas on vakaa pyrkimys kasvattaa varallisuuttaan. Johtajat saattavat käyttää yrityksen varoja myös henkilökohtaisten etuisuuksien hankkimiseen. Kyseiset etuisuudet ovat kuitenkin yrityksen näkökulmasta kannattamattomia investointeja, eivätkä ne näin ollen tuo lisäarvoa osakkeenomistajille. Erilaiset päämäärät toimijoiden välillä aiheuttavatkin eturistiriitoja yrityksen varojen käytössä. Kun johto vapauttaa kassavaroja ulos yrityksestä, se huomioi osakkeenomistajien tavoitteet. Toimenpiteellä pyritään osoittamaan, ettei yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välillä ole eturistiriitoja ainakaan vapaan kassavirran suhteen. (Niskanen & Niskanen 2000).

Jensen (1986) käsittelee tutkimuksessaan näitä agenttiongelmia ja korostaa velanoton merkitystä organisaation motivoinnissa ja tehokkuuden parantamisessa. Yhtiön johto voisi jakaa ylimääräisiä kassavaroja ulos yrityksestä yksinkertaisesti lisäämällä osinkoa. Myöhemmin on kuitenkin mahdollista peruuttaa uusi osingonjaon taso, vaikka markkinoiden reaktio siihen olisikin kielteinen. Jos kyseessä on velka, tämänkaltainen päätösten peruuttelu ei ole helppoa, joten yrityksen johto joutuu tiiviimmin sitoutumaan kassavarojen keventämiseen. Velkarahan käytöksi Jensen (1986) ehdottaa mm. omien osakkeiden ostoa. Tässä tapauksessa osakkeiden takaisinostot olisivat siis instrumentteja alkuperäisen ongelman ratkaisussa, mikä ketjuna esitettynä olisi seuraavanlainen: agenttiongelmät → organisaation motivointi → velan lisäys → osakkeiden takaisinosto.

Free cash flow - hypoteesia ovat tutkineet myös Nohel ja Tarhan (1998), jotka tarkastelivat erityisesti takaisinostojen aiheuttamia muutoksia yritysten kannattavuudessa. Empiirisessä tutkimuksessaan Nohel ja Tarhan (1998) jakoivat yhtiöt matalan ja korkean kasvun yrityksiksi suhteuttamalla niiden hallussaan pitämien varojen markkina-arvon varojen jälleenhankinta-arvoon. Tutkimus osoittaa, että takaisinostoja tekevien yritysten kannattavuus paranee suhteessa yrityksiin, jotka eivät suorita takaisinostoja. Kannattavuuden paraneminen tapahtuu erityisesti matalan kasvun yrityksissä ja johtuu aiempaa tehokkaammasta varojen hyödyntämisestä, ei

niinkään uusista investointimahdollisuuksista. Nohel ja Tarhan (1998) havaitsivat, että yritykset myivät varojaan sekä ennen takaisinostoja että niiden jälkeen. Osakkeiden takaisinostojen ympärillä tapahtumia oli kuitenkin entistä enemmän. Tutkimus osoitti myös, että takaisinostoja hyödynnetään uudelleenjärjestelyissä, joilla on tarkoitus keventää yrityksen tasetta. Näin ollen saadut tulokset ovat hyvin pitkälle free cash flow -hypoteesin mukaisia.

Vermaelen (1981) tuo esiin näkökulman, jonka mukaan johto pyrki signaloinnin avulla nostamaan osakekurssia keinotekoisesti. Jos takaisinostojen taustalla ei ole uutta positiivista informaatiota, osakkeenomistajat tulevat jatkossa kärsimään kurssin laskusta, kun totuudenmukainen informaatio tulee julki. Ongelma tulee esiin erityisesti niissä yrityksissä, joissa sisäpiiriläisillä ei ole suurta omistusta ja henkilökohtaista sitoutumista yhtiön menestykseen. Jos yrityksen johto kuitenkin omistaa osakkeita, sillä ei ole varaa antaa vääriä signaaleja markkinoille. Tässä tapauksessa myös johto joutuisi kärsimään väärän informaation mukanaan tuoman kurssilaskun. (Vermaelen 1981).

Vermaelen (1984) korostaa myöhemmässäkin tutkimuksessaan erityisesti yrityksen johdon roolia aktiivisena toimijana osakkeiden takaisinostojen yhteydessä. Vermaelenin (1984) tutkimuksessa johdon motiiveja tarkasteltiin kiinteähintaisten ostotarjousten ja sisäpiirin tiedon signaloinnin puitteissa. Omien osakkeiden ostotapoja käsitellään tarkemmin tutkimusraportin kolmannessa kappaleessa, mutta mainittakoon jo tässä vaiheessa, että kyseiset kiinteähintaisten ostotarjoukset omaavat maksetun premion vuoksi vahvimman signaalintivaikutuksen muihin ostotapoihin verrattuna (Comment & Jarrell 1991).

Johdon rooli osakkeiden takaisinostoissa on luonnollisesti hyvin keskeinen, koska se voi päättää ostotarjouksessa esitetyn hinnan ja määrän sekä voi mahdollisesti muuttaa ostamansa osakemäärän ala- tai ylärajaa. Yrityksen johdon asema tulee selkeästi esiin myös yritysvaltausten ja johdon optioiden tapauksessa. Johto voi pyrkiä estämään yritysvaltausta ostamalla takaisin omia osakkeitaan ja näin ollen vähentää markkinoilla olevien ja valtauksen mahdollistavien osakkeiden määrää.

Vermaelen (1984) esittää tutkimuksessaan mahdollisuuden, että johto voi olla erityisen halukas ostamaan omia osakkeitaan ennen yritysvaltaajia, kun johto on tietoinen

osakkeen aliarvostuksesta. Tässä tapauksessa johto kilpailee yritysvaltaajien kanssa siitä, kumpi ehtii ensin ostamaan osakkeita ja pyrkii näin ollen realisoimaan osakkeen aliarvostuksesta koituvan hyödyn samalla ehkäisten yritysvaltausta. Yritysvaltausilmoitusten yhteydessä esiintyykin selkeästi enemmän takaisinosto-ohjelmien julkistamisia kuin normaalin kaupankäynnin aikana. (Vermaelen 1984).

Johdon optioiden tapauksessa omien osakkeiden ostot tarjoavat johdolle mahdollisuuden lain kiertämiseen. Kaikenlainen suora sisäpiiritietoon perustuva osakekauppa on luonnollisesti laitonta, mutta johto voi halutessaan osakkeiden takaisinostoilla nostaa osakkeen arvoa, mikä puolestaan johtaa optioiden arvonnousuun. Vermaelen (1984) havaitsee, että markkinahinnat huomioivat yritysten johdoille koituvat hyödyt osakkeiden takaisinostoilla signaloinnista. Hyöty koostuu tässä tapauksessa yritysvaltausten ehkäisystä sekä optioiden arvonnoususta saavutettavasta hyödystä.

On kuitenkin todettava, että johdon kompensatiot voivat olla osakekurssin lisäksi sidoksissa myös muihin yrityksen taloudellisiin tunnuslukuihin. Jos kompensatio on sidoksissa esimerkiksi osakekohtaiseen tulokseen, johto voi osingonjaon sijaan osakkeiden takaisinostoilla vähentää osakkeiden määrää, mikä näin ollen johtaa tunnusluvun paranemiseen ja suurempaan kompensatioon. Erilaiset kompensatiopaketit eivät ole kuitenkaan välttämättä julkisia, joten aiheeseen liittyvien riippuvuussuhteiden tutkiminen on hyvin vaikeaa. (Vermaelen 1984).

2.3 Signaointihypoteesi

Signaointikäsitteen mainitsi jo aikoinaan Spence (1973), joka tutki yritysten markkinoille välittämää informaatiota. Tämän jälkeen on luotu lukuisia malleja, joiden mukaan taloudelliset päätökset ovat tapa signaloita yrityksen arvoa markkinoille. Harrisin ja Ravivin (1985) signaointimallin mukaan yritysjohdolla on tiedossaan sisäpiirin informaatiota, jonka se haluaa signaloita markkinoille mm. osakkeiden takaisinostoilla. Muita signaloitavia asioita ovat esimerkiksi muutokset tulevissa osingoissa sekä yrityksen suojautumistoinenpiteet yritysostoja vastaan. Takaisinostojen tapauksessa yhtiön johto pitää yrityksen osaketta aliarvostettuna yrityksen tulevaan

kehitykseen nähden. Johto ostaa takaisin omia osakkeitaan ja välittää samalla markkinoille viestin tulevasta arvonnoususta ja kehityksestä.

Signalointihypoteesia ovat tutkineet myös Dann (1981) sekä Vermaelen (1981, 1984). Kvantitatiivisessa tutkimuksessaan Dann (1981) käsittelee kolmea eri hypoteesia, jotka koskevat veroja, informaatiota ja varallisuuden siirtoa. Verohypoteesi voidaan tässä tapauksessa yhdistää suoraan voitonjakoon, koska kyseessä ovat osakkeenomistajille koituvat henkilökohtaiset verot osingonjaosta verrattuna omien osakkeiden ostoihin. Varallisuuden siirrolla tarkoitetaan tässä tapauksessa sitä, että yritys kasvattaa osakkeenomistajien varallisuutta yrityksen velkojien kustannuksella. Tämä selittyy sillä, että velkojien vaateiden arvo laskee, koska yrityksestä tulee kassavarojen vähentyessä entistä riskisempi, eivätkä he saa kasvaneelle riskille vastinetta. Kenties tärkein Dannin (1981) esittämistä hypoteeseista liittyy kuitenkin informaation välittämiseen markkinoille. Informaation välittäminen eli signalointihypoteesi antaa tässä tapauksessa markkinoille viestin yrityksen tulevista mahdollisuuksista.

Vermaelenin (1981) mukaan yrityksen johdon tekemä ostotarjous on tapa siirtää sisäpiiritiedon tuomaa lisäarvoa osakkeenomistajille. Myös Dann (1981) toteaa tutkimuksessaan, että takaisinostot paljastavat uutta tietoa markkinoille ja näin tehdessään saattavat joko nostaa tai laskea yhtiön arvoa. Molemmista tutkimuksista ilmenee, että yritykset tekevät takaisinostoja, kun osakkeen kurssi on jo pitkään ollut laskussa. Saadut tulokset ovat johdonmukaisia signalointihypoteesiin nähden. Johto ostaa osakkeita laskevan kurssin aikaan ja pyrkii informoimaan markkinoille, että osake on alihinnoiteltu.

Signalointihypoteesia tutkittaessa arvostellaan usein takaisinostoja tai osingonjakoa informaation välittämismenetelmänä. Miksei yrityksen johto yksinkertaisesti lähetä markkinoille tiedotetta, jossa se toisi esiin tietoa yrityksen tulevasta kehityksestä? Monissa tutkimuksissa on todettu (esim. Asquith ja Mullins 1986), että markkinat pitävät johdon välittämiä viestejä luotettavina vain, jos niitä tuetaan rahallisin toimenpitein. Muussa tapauksessa sijoittajat voivat epäillä taloudellisten lausuntojen luotettavuutta, koska johto on voinut muuttaa tunnuslukuja haluamaansa suuntaan. Osakkeiden takaisinostot ja osingonjaot ovat myös toimenpiteinä selkeämpiä ja

läpinäkyvämpiä verrattuna taloudellisiin lausuntoihin. Informaatio välittyy näin ollen paremmin ja on sijoittajien näkökulmasta luotettavampaa. (Asquith ja Mullins 1986).

Ikenberry, Lakonishok ja Vermaelen (1995) käsittelevät tutkimuksessaan markkinoiden alireaktiota osakkeiden takaisinostoihin. Tutkimuksessa tulee ilmi, että takaisinostojen välittämä informaatio jää suurelta osin huomioimatta, eikä osakekurssin arvonnousu ole lyhyellä aikavälillä niin suurta kuin johdon arviot alihinnoittelusta edellyttävät. Saadut tulokset ovat näin ollen ristiriidassa signalointihypoteesin kanssa. Pitkällä aikavälillä takaisinostoja suorittavat yhtiöt kokevat kuitenkin suurempaa arvonnousua kuin yhtiöt, jotka eivät suorita takaisinostoja. Tämä mahdollistaa sen, että johto voi ostaa osakkeita avomarkkinaostoilla alhaisilla hinnoilla ja samalla lisätä pitkäaikaisten osakkeenomistajien varallisuutta.

Tomperi (2004) jakaa tutkimuksessaan signaloinnin kahteen eri osaan. Ensinnäkin, omien osakkeiden takaisinostot toimivat signaalina yrityksen tulevista kassavirroista. Tässä tapauksessa oletuksena on, että yrityksen johdolla todella on uutta informaatiota, jota se pyrkii välittämään markkinoille. Tästä seuraa, että takaisinostavien yhtiöiden tulevien tuottojen pitäisi nousta takaisinostojen jälkeen. Toisena vaihtoehtona on, että yrityksen johdolla ei ole hallussaan uutta, merkittävää informaatiota yhtiön kehityksestä. Tässä tapauksessa johto yksinkertaisesti näkee nykytilanteen valossa yrityksen osakkeen aliarvostetuksi ja näin ollen tuo esiin oman mielipiteensä yrityksen arvosta.

2.4 Optionäkökulma

Ikenberry ja Vermaelen (1996) ovat tuoneet esiin näkökulman, jonka mukaan takaisinosto-ohjelman perustaminen lisää yrityksen investointimahdollisuuksia. Takaisinosto-ohjelman julkistaminen ei sido yrityksen johtoa suorittamaan varsinaisia takaisinostoja ja siksi johto voi vapaasti päättää ostopien ajankohdasta ja ostettavien osakkeiden määrästä. Näin muodostuvan option merkitys nousee selkeimmin esiin erityisesti avomarkkinaostojen yhteydessä. Avomarkkinaostojen joustavuus lisää entisestään johdon valintamahdollisuuksia takaisinostoissa. Kyseinen optio antaakin

yrittäjien johdolle mahdollisuuden lisätä pitkäaikaisten osakkeenomistajien varallisuutta, jos johto katsoo osakkeen hinnan aliarvostetuksi.

Optionäkökulmaa tukee myös reaalioptioajattelu. Jos yhtiöllä on mahdollisuus lykätä investointiprojektia kunnes tarkempaa informaatiota on saatavilla, projektin arvo on suurempi kuin sen lähtökohtainen nettonykyarvo. Edellyttäen kuitenkin, että tarkemman informaation odottaminen ei muuta projektin kassavirtaodotuksia. Samalla periaatteella, jos yhtiöllä on mahdollisuus odottaa parempaa informaatiota ennen kuin se ostaa osakkeita takaisin markkinoilta, julkistettu takaisinosto-ohjelma toisi mukanaan option antaman lisäarvon. Näin ollen yritykselle, jolla ei ole tiedossa positiivisen nettonykyarvon investointeja, takaisinosto-ohjelma olisi erinomainen tapa luoda lisäarvoa pitkäaikaisille osakkeenomistajille. (Ikenberry ja Vermaelen 1996).

Ikenberry ja Vermaelen (1996) toteavat myös, että vaikka yrityksen johdolla ei edes olisi hallussaan lisähyötyä tuovaa sisäpiirin informaatiota ja osakkeen markkinahintakin olisi totuudenmukainen, takaisinosto-ohjelmat sisältävät silti arvokkaita optioita ja markkinoiden tulisi reagoida positiivisesti niiden julkistamiseen. Osake voi mahdollisesti siirtyä alihinnoitelluksi takaisinosto-ohjelman aikana, jolloin johto voi hyödyntää optiotaan ja suorittaa osakkeiden takaisinostoja. Ikenberry ja Vermaelen (1996) päätyvätkin siihen lopputulokseen, että optiomahdollisuus on tärkein selittävä tekijä, jonka vuoksi markkinat reagoivat positiivisesti takaisinosto-ohjelmien ilmoituksiin.

2.5 Osakkeiden takaisinostot vaihtoehtoina osingoille

Omien osakkeiden ostoa voidaan myös nähdä vaihtoehtona osingonjaolle. Yrityksen voitonjakopolitiikassa tuleekin ottaa kantaa seuraavanlaisiin kysymyksiin: Paljonko voitosta pidetään yrityksen sisällä? Kuinka paljon osinkoa jaetaan? Ja toteutetaanko omien osakkeiden ostoja? Pitää myös muistaa, että nykyään yritysten voitonjakopolitiikat ovat varsin monipuolisia, ja niissä on usein mukana sekä osinkojen osuus että suunnitelma osakkeiden takaisinostoista. Monet tutkimukset kuitenkin asettavat vertailun vuoksi eri voitonjakomuodot toistensa vastakohtiksi. Grullon ja Michaelyn (2002) tarkastelivat tutkimuksessaan valintaa juuri osinkojen ja osakkeiden

takaisinostojen välillä. Tutkimus käsitteli amerikkalaisia yrityksiä, joiden voitonmaksupolitiikat ovat suomalaisten yritysten tavoin nojanneet aiemmin vahvasti osinkoihin, eikä omia osakkeita ole juurikaan ostettu.

Grullon ja Michaely (2002) toteavat tutkimuksessaan, että osakkeiden takaisinostot ovat nousseet suosituimmaksi voitonjakomuodoksi Yhdysvalloissa ja että ne rahoitetaan usein varoilla, jotka olisi muuten käytetty osingonjaon lisäämiseen. Tutkimuksen tulokset ovat varsin merkittäviä myös muiden markkinoiden kannalta. Suurten markkinoiden käytäntöjen muutokset heijastuvat hyvin nopeasti myös pienemmille markkinoille, kuten Suomeen.

Grullon ja Michaely (2002) havaitsivat, että suurten yhtiöiden osingonmaksu ei kuitenkaan ole kärsinyt osakkeiden takaisinostojen kasvaneesta suosiosta. Osingonjakoa ei näin ollen ole vähennetty, mutta se ei enää ole ensisijainen voitonjakomuoto kuten aiempina vuosikymmeninä. Yritykset jatkavat edelleen osinkojen maksamista, mutta niiden merkitys voitonjaon kokonaisuudessa ei ole enää suhteellisesti yhtä suuri kuin ennen. Osakkeiden takaisinostoista onkin tullut suosituin voitonjakotapa, kun nuoret yritykset ensimmäistä kertaa jakavat voittoa ulos yrityksestä. (Grullon ja Michaely 2002).

Miller ja Modigliani (1961) osoittivat, ettei yrityksen osinkopolitiikalla ole vaikutusta yrityksen arvoon, vaan arvo määräytyisi liikeriskin ja yrityksen reaalioperaatioiden perusteella. Kyseisen teoria käsitteli erityisesti osinkojen hyödyntämistä voitonjaossa, mutta otti myös yleisesti kantaa voitonjaon merkitykseen yrityksen arvoa määritettäessä. Millerin ja Modiglianin (1961) osinkojen irrelevanttiusteoreema ei kuitenkaan huomionnut rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksiä kuten veroja, transaktiokustannuksia ja epävarmuutta yrityksen tulevaisuudesta. (Niskanen & Niskanen 2000).

Myös valinta osakkeiden takaisinostojen ja osinkojen välillä on Millerin ja Modiglianin (1961) esittämällä täydellisillä markkinoilla yhdentekevä. Kyseistä valintaa voidaan havainnollistaa yksinkertaisella laskuesimerkillä. Taulukossa 1 on esitetty laskelma eri vaihtoehtojen vaikutuksesta yrityksen varallisuuteen ja osakkeen hintaan. Esimerkissä ei huomioida verojen eikä transaktiokustannusten vaikutusta eri vaihtoehtoissa.

Esimerkin tapauksessa Yhtiö X suunnittelee 1 € osingon maksamista osaketta kohti. Koska osakkeita on liikkeellä 100,000 kappaletta, kokonaisosinko olisi 100,000 €. Taulukon vaihtoehto yksi havainnollistaa tätä tapahtumaa. Yhtiön kassavarat vähenevät 100,000 eurolla ja yrityksen markkina-arvo putoaa 900,000 euroon. Koska osakkeita on edelleen liikkeellä saman verran kuin aiemmin (100,000 kpl), osakkeen hinta putoaa 9 euroon. Osakkeenomistajan näkökulmasta tämä tarkoittaisi sitä, että jos aiemmin omisti yhtiöstä 1,000 osaketta arvoltaan 10,000 €, niin nyt osakkeenomistajalla olisi hallussaan rahaa 1,000 € ja 1,000 osaketta, joiden arvo olisi 9,000 € alentuneen osakkeen hinnan vuoksi.

Taulukko 1. Osakkeiden takaisinostot verrattuna osinkoihin voitonjakomuotona

VASTAAVAT		VASTATTAVAT	
Alkuperäinen tase			
Kassa	150,000 €	Velat	0 €
Muut varat	850,000 €	Oma pääoma	1,000,000 €
Yhtiön arvo	1,000,000 €	Yhtiön arvo	1,000,000 €
Osakkeita liikkeellä = 100,000 kpl			
Osakkeen hinta = 1,000,000 € / 100,000 = 10 €			
1. Osingonmaksun jälkeen			
Kassa	50,000 €	Velat	0 €
Muut varat	850,000 €	Oma pääoma	900,000 €
Yhtiön arvo	900,000 €	Yhtiön arvo	900,000 €
Osakkeita liikkeellä = 100,000 kpl			
Osakkeen hinta = 900,000 € / 100,000 = 9 €			
2. Osakkeiden takaisinoston jälkeen			
Kassa	50,000 €	Velat	0 €
Muut varat	850,000 €	Oma pääoma	900,000 €
Yhtiön arvo	900,000 €	Yhtiön arvo	900,000 €
Osakkeita liikkeellä = 90,000 kpl			
Osakkeen hinta = 900,000 € / 90,000 = 10 €			

Vaihtoehtoisesti Yhtiö X voisi käyttää kassavarojaan omien osakkeiden ostoon. Tätä kuvataan taulukon vaihtoehdolla 2. Yhtiö ostaa 100,000 eurolla takaisin 10,000 kappaletta omia osakkeitaan 10 € hinnalla. Oletetaan, että Yhtiö X mitätöi

takaisinostetut osakkeet. Yhtiön varat laskevat 900,000 euroon kuten aiemminkin, mutta osakkeiden määrän laskiessa 90,000 osakkeeseen, markkinahinta säilyy 10 eurossa. Jos osakkeenomistajalla oli aiemmin 1 %:n omistus yhtiöstä, hänellä olisi nyt varaa myydä pois 100 osaketta ja yhden prosentin omistusmäärä säilyisi edelleen pienemmän kokonaisosakemäärän vuoksi. Näin ollen osakkeenomistajalla olisi hallussaan myynnistä 10 € hinnalla saamansa 1,000 € sekä 900 osaketta yhteisarvoltaan 9,000 €. Osakkeenomistajan asema on siis teoriassa täysin sama, riippumatta siitä kumpaa vaihtoehtoa Yhtiö X päätyy käyttämään.

Tilanne kuitenkin monipuolistuu, kun otetaan huomioon osakkeenomistajille eri toimenpiteistä koituvat verot. Kuten verohypoteesin yhteydessä todettiin, osakkeenomistajien verokohtelu on käytännössä erilaista osakkeiden takaisinostojen ja osingonjaon välillä. Suomen lainsäädäntö asettaa osingot yhä verojen näkökulmasta edullisempaan asemaan kuin osakkeiden takaisinostot. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luopuminen kuitenkin tasoitti voitonjakomuotojen verokohtelua.

2.6 Suomalainen tutkimus aihealueesta

Yritykset ovat voineet tehdä omien osakkeiden takaisinostoja Suomessa vasta vuoden 1997 lopusta lähtien. Takaisinostomarkkinoiden aktiviteettikin säilyi varsin alhaisena ennen 2000-lukua. Takaisinosto-ohjelmia julkistettiin alle 40 vuodessa ja varsinaisten takaisinostojen määrä jäi alle puoleen kaikista takaisinosto-ohjelmista (Halme, Karhunen, Kempas, & Korhonen 1999). Omien osakkeiden takaisinosto on siis Suomessa kohtalaisen nuori ilmiö verrattuna kansainväliseen tutkimuskenttään. Tutkimustyö kuitenkin etenee, ja jatkon kannalta aihealueen tutkimus Suomessa näyttääkin varsin lupaavalta. Erilaiset rakenteelliset muutokset, kuten se, että omien osakkeiden 5 %:n maksimihankintamäärä kaikista yrityksen osakkeista nostettiin 10 %:iin ja se, että yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luovuttiin, saattavat jatkossa lisätä mielenkiintoa osakkeiden takaisinostoja kohtaan.

2.6.1 Likviditeetti, ajoitus ja voitonjako takaisinostojen yhteydessä

Tomperi (2004) on väitöskirjassaan tutkinut avomarkkinatyypisiä osakkeiden takaisinostoja osakkeen likviditeetin, ostojen ajoituksen ja voitonjaon näkökulmista. Likviditeetillä on merkitystä osakkeen tuottoon, mikä saa Tomperin (2004) päättämään, että tutkimalla osakkeen likviditeetin muutoksia voidaan tehdä selkeä ero lisäinformaation aiheuttaman osakekurssimuutoksen ja likviditeettimuutoksesta johtuvan osakekurssimuutoksen välillä. Suomen markkinoiden näkökulmasta likviditeetin paranemisen aiheuttamat kurssimuutokset vaikuttavat hyvinkin mahdollisilta. Suomen pörssimarkkinat ovat kohtalaisen pienet, mikä saattaa aiheuttaa ongelmia mm. tasapuolisessa tiedonjaossa yritysten ja sijoittajien kesken.

Jos yrityksen johdolla on hallussaan merkittävää sisäpiirin informaatiota, voidaan olettaa, että johdolla on myös mahdollisuus suorittaa takaisinostoja yrityksen kannalta oikeaan aikaan eli kurssien ollessa alhaisia johdon odottamaan kehitykseen nähden. Ostojen oikea-aikaisuus tulee esiin erityisesti kun yrityksen johto toimii omaa henkilökohtaista etuaan tavoitellen. Osakkeiden takaisinostoilla ja johdon osakeoptioilla onkin havaittavissa selkeä yhteys (Karhunen 2002). Takaisinostojen ajoituksen merkitystä tukee myös se, että yrityksen johto suorittaa takaisinostoja usein merkittävän kurssilaskun jälkeen (Tomperi 2004). Suomalainen pörssimaaailma soveltuu hyvin osakkeiden likviditeetin vaikutuksien tutkimiseen, koska laajan tiedonantovelvollisuuden vuoksi yrityksen tulee ilmoittaa takaisinostoistaan viikkoa ennen varsinaisten takaisinostojen suorittamista.

Voitonjaon näkökulmassa Tomperi (2004) vertaa keskenään osakkeiden takaisinostoja ja osinkoja. Tutkimuksessa todetaan, että sekä takaisinostot että osingot ovat myönteisiä signaaleja markkinoille, ja niiden pitäisi näin ollen aiheuttaa kurssinousua. Saman päätelmän esittivät myös Asquith ja Mullins (1986). Takaisinostot ovat kuitenkin voitonjakomuotona paljon joustavampia kuin osingonjaot. Yrityksen johto ei välttämättä aina ole halukas nostamaan osinkojaan, koska myöhemmin suoritettava mahdollinen osingonlasku otetaan markkinoilla vastaan hyvin kielteisesti. Takaisinostoja sen sijaan voidaan kasvattaa vapaasti, eikä niiden tarvitse vaikuttaa yrityksen osingonjakopolitiikkaan.

2.6.2 Syitä ostotarjouksiin ja niiden hyväksymiseen

Karhunen (2002) on väitöskirjassaan tutkinut takaisinostoja ja erityisesti kiinteähintaisia tender offer -ostotarjouksia. Tutkimuksessaan Karhunen (2002) vastaa kolmeen eri tutkimusongelmaan: kuka hyväksyy kiinteähintaisen ostotarjouksen, mitkä tekijät ratkaisevat avomarkkinaostojen suorittamisen ja kuinka markkinat reagoivat takaisinosto-ohjelmiin? Tutkimus poikkeaa monista aihealueen tarkasteluista, koska se analysoi takaisinostomarkkinoita osittain sijoittajatasolla.

Ylimääräisen kurssinousun selittämiseksi on tärkeää tietää, minkälainen sijoittaja toimii kaupassa toisena osapuolena ja lopulta hyväksyy ostotarjouksen. Sijoittajien preferenssit ja suhde riskiin luonnollisesti vaihtelevat yksilöittäin. Kaikille sijoittajille on kuitenkin yhteistä se, ettei kukaan halua myydä osakkeitaan pois tappiolla. Jossain vaiheessa sijoittajat silti haluavat minimoida tappionsa ja myydä osakkeensa markkinoilla. Tappioiden minimointi ei kuitenkaan näytä ajoittuvan takaisinostojen yhteyteen, koska sijoittajat suostuvat ostotarjoukseen vain, jos he jäävät kaupan ansiosta voitolle osakkeenomistuksestaan (Karhunen 2002).

Tutkimuksessaan Karhunen (2002) toteaa myös, että sijoittajan taloudellinen kokeneisuus vaikuttaa ostotarjouksen hyväksymiseen. Tätä väittämää tukee havainto, että ostotarjousten hyväksymisaste nousee sijoittajan varallisuuden ja omistettujen osakkeiden määrän kasvaessa. Suomessa tämä näkyy siinä, että suuret institutionaaliset sijoittajat ovat halukkaampia myymään osakkeitaan ostotarjouksien kautta kuin muut sijoittajat (Karhunen 2002). Ostotarjouksen hyväksymiseen vaikuttaa myös sijoittajan ikä ja sukupuoli. Nuoret ja hyvin iäkkäät sijoittajat eivät välttämättä toimi markkinoilla aktiivisesti, eivätkä he näin ollen reagoi omistamiaan osakkeita koskevaan ostotarjoukseen. Karhunen (2002) toteaa tutkimuksessaan, että keski-ikäiset sijoittajat ovat todennäköisimpiä myyjiä ostotarjouksen yhteydessä, ja miehet jonkin verran todennäköisempiä myyjiä kuin naiset.

Karhunen (2002) saamat tulokset avomarkkinaostojen syistä ovat yhdenmukaisia mm. Vermaelenin (1981), Dannin (1981) ja Nohelin ja Tarhanin (1998) esittämien johtopäätösten kanssa. Aiemman teorian mukaisesti takaisinostot lisääntyvät ylimääräisten rahavarojen ja oletetun alihinnoittelun myötä. Takaisinostoja

hyödynnetään myös useammin ulkomaalaisomistuksessa olevissa kuin kotimaisessa omistuksessa olevissa yhtiöissä. Tämä ilmiö voi Karhusen (2002) mukaan johtua veronäkökulmien huomioinnista eli hän esittää tukea myös verohypoteesille. Pitää kuitenkin muistaa, että takaisinostojen markkinat ovat Suomessa varsin nuoret. Ulkomaalaisomistuksessa olevien yhtiöiden tekemien takaisinostojen yleisyys saattaa johtua siitä, että ulkomaiset omistajat ovat jo aiemmin päässeet hyödyntämään takaisinostoja ja ovat näin ollen takaisinostojen kokeneita käyttäjiä, jotka myös näkevät niiden aiheuttamat hyödyt. Ulkomaiset pääomasijoittajat voivat myös olla aktiivisempia verrattuna kotimaisiin sijoittajiin, mikä saattaisi osittain selittää takaisinostojen runsaampaa määrää.

2.6.3 Markkinoiden reaktio takaisinostoihin

Karhunen (2002) tutki takaisinostojen aiheuttamia ylimääräisiä kurssimuutoksia markkinamallin avulla suomalaisilla pörssimarkkinoilla. Tutkimuksessa painotettiin erityisesti ns. puhtaiden julkistamisten tarkastelua ja vain toissijaisesti tapauksia, joissa esiintyi muitakin osakekurssiin vaikuttavia tapahtumia. Karhunen (2002) käytti tarkastelussaan viiden päivän ikkunaa julkistamisen ympärillä. Tutkimuksessa havaittiin 2,78 %:n ylimääräinen osakekurssin nousu takaisinostojen julkistamisen yhteydessä. Karhunen (2002) havaitsi myös, että takaisinostoja tehtiin, kun osakekurssi oli ollut pitkään laskusuunnassa. Näin ollen tulokset osoittavat, että signaalintihypoteesi on ainakin osittain paikkansapitävä myös Suomessa. Täytyy kuitenkin huomata, että tutkimus käsittelee ajanjaksoa 1998–2001, jolloin takaisinosto-ohjelmia ei julkistettu paljon ja takaisinostojen markkinat eivät olleet kovin aktiiviset. Kansainvälisissä tutkimuksissa saadut tulokset osoittavat, että ylimääräiset markkinareaktiot ovat erityisen suuria takaisinostomarkkinoiden ollessa varhaisessa vaiheessa. (Karhunen 2002, 8).

Halme ym. (1999) tutkivat erityisesti takaisinosto-ohjelmien pitkäaikaisia vaikutuksia osakekurssiin. Tutkimuksen oletuksena oli, että markkinat ennakoivat varsinaisten takaisinostojen todennäköisyyttä, mikä näkyy jo takaisinosto-ohjelman julkistamisen yhteydessä. Suurin osa Suomessa julkistetuista takaisinosto-ohjelmista jää edelleen toteuttamatta, minkä vuoksi markkinat joutuvat tekemään oletuksia takaisinosto-

ohjelman julkistamisen syistä. Julkistamisen yhteydessä esiintyvä ylimääräinen kurssinousu linkitetään näin ollen varsinaisten takaisinostojen todennäköisyyteen. Takaisinosto-ohjelman julkistamisen uskottavuus ja läpinäkyvyys ovatkin merkittävässä osassa markkinoiden reaktioiden kannalta. (Halme ym. 1999).

Halmeen ym. (1999) tutkimus tarkasteli takaisinosto-ohjelman julkistamista 100 päivän ikkunan ajalta. Kuten mm. Dann (1981) ja Vermaelen (1981) jo omilla tutkimusalueillaan havaitsivat, Suomessakin takaisinosto-ohjelman julkistamista edelsi pitkäaikainen osakekurssin lasku. Halme ym. (1999) havaitsivat myös, että suurin osa kurssinoususta ilmenee julkistamispäivän välittömässä ympäristössä kolmen päivän ikkunan sisällä. Kurssinousu on pysyvää vain niillä yrityksillä, jotka todella suorittavat myöhemmin takaisinostoja eli ne eivät ole julkistaneet takaisinosto-ohjelmaa vain manipuloidakseen yhtiön osakekurssia. Yritykset, jotka eivät suorita takaisinostoja sekä yritykset, jotka niitä suorittavat, kokevat kaikki kuitenkin merkittäviä kurssinousuja 20 päivän ajan takaisinosto-ohjelman julkistamisesta. Tämän jälkeen vaikutukset vähenevät ja kaikkien yhtiöiden osakekurssikehitykset palaavat normaaleille urilleen. (Halme ym. 1999).

2.7 Takaisinostojen puitteet Suomessa

2.7.1 Lainsäädännölliset puitteet

Vuonna 1997 voimaan tulleen osakeyhtiölakimuutoksen mukaan yhtiökokous voi valtuuttaa yhtiön hallituksen ostamaan omia osakkeitaan enintään vuoden sisällä yhtiökokouksesta. Valtuutuksessa on mainittava vähintään hankittavien osakkeiden enimmäismäärä osakelajeittain sekä valtuutuksen voimassaoloaika. Lisäksi on mainittava osakkeiden hankkimisjärjestys ja hankintahinnan määräysperusteet ellei hallitus saa päättää niistä. Omia osakkeita voi ostaa yhtiön voitonjakokelpoisilla varoilla eli tarkoitukseen saa käyttää rahoja, jotka jäävät yhtiön vapaaksi omaksi pääomaksi tappioiden kattamisen ja pakollisten siirtojen jälkeen. Omien osakkeiden hankinnasta on ilmoitettava viikko etukäteen, mutta kaupan ei ole pakko toteutua. (OYL 7:3 §).

Vuoden 1997 lakimuutos antoi pörssiyhtiöille oikeuden hankkia enintään viisi prosenttia kaikista osakkeistaan. Vuoden 2005 lakimuutoksessa raja nostettiin kymmeneen prosenttiin osakepääomasta tai kaikkien osakkeiden äänimäärästä. Aikaisempaa viiden prosentin rajaa perusteltiin sillä, että Suomen osakemarkkinat olivat verrattain ohuet ja koska pörssiyhtiöissäkin oli suuria äänivaltaeroja osakelajien välillä, jo viiden prosentin hankkimisella saattoi olla merkittävä vaikutus yhtiön osakkeen markkinoihin. Myöhemmin kuitenkin todettiin, että säännös rajoittaa tarpeettomasti julkisten osakeyhtiöiden mahdollisuuksia järjestellä pääomarakennettaan ja käyttää omia osakkeitaan esimerkiksi maksuvälineinä yrityskaupoissa tai osakepalkkioille perustuvissa henkilöstön kannustinjärjestelmissä. Nykyinen kymmeneen prosentin raja on myös EU:n pääomadirektiivin mukainen. (OYL 7:6 § ja 8 §).

2.7.2 Takaisinostotavat

Kansainvälisillä markkinoilla on käytetty kolmea osakkeiden takaisinostotapaa: avomarkkinaostoja (open-market share repurchases), kiinteähintaisia ostotarjouksia (fixed-price self-tender offers) ja dutch auction -tyyppisiä ostotarjouksia. Suomessa on kuitenkin tähän asti suoritettu vain suoria avomarkkinaostoja. Osakkeiden takaisinostotavat eroavat ominaisuuksiltaan erityisesti joustavuuden ja osakkeista maksettavan premion suhteen. Premiolla tarkoitetaan tässä tapauksessa osakkeista maksettavan kokonaishinnan ja markkinahinnan välistä erotusta.

Avomarkkinaostot ovat yritykselle hyvin joustava tapa ostaa takaisin omia osakkeitaan. Ostot tapahtuvat välittäjän kautta suoraan markkinoilta päivän hintaan. Menetelmän helppous antaa yritykselle johdolle paljon pelivaraa varsinaisten takaisinostojen toteuttamisessa. Signaloinnin kannalta menetelmä ei ole kuitenkaan optimaalinen, koska osakkeet ostetaan markkinahinnalla, eikä niistä makseta erityistä premiota kuten esimerkiksi kiinteähintaisen ostotarjouksen tapauksessa. Ikenberryn, Lakonishokin ja Vermaelenin (2000) tutkimus kuitenkin osoittaa, että yritysten johdot hyödyntävät avomarkkinaostoja myös signaloinnissa ja suorittavat takaisinostoja kun osakkeen kurssi on alihinnoiteltu.

Kiinteähintaisessa ostotarjouksessa yritys ilmoittaa hinnan, jolla se on valmis ostamaan ilmoittamansa enimmäismäärän osakkeita tietyn ajan kuluessa. Yritys voi myös pidättää itselleen oikeuden muuttaa takaisinostettavien osakkeiden määrää. Yrityksen tarjoama hinta sisältää usein markkinanhinnan lisäksi maksettavan preemion, jonka koko vaikuttaa markkinoille välittyvän signaalin vahvuuteen. Mitä suurempi preemio osakkeista maksetaan, sitä suurempi on signaalin vahvuus ja markkinoiden reaktio. Kiinteähintaiset ostotarjoukset ovatkin erinomainen tapa signaloida informaatiota markkinoille. Menetelmän etuja ovat muita ostotapoja suurempi preemio sekä johdon päätösvalta ostohinnasta. Hinta ei määräydy suoraan markkinoilta, vaan sen asettaa sisäpiirin informaatiota omaava yritysjohto. (Comment & Jarrell 1991).

Dutch auction -ostotarjouksessa yritys ilmoittaa osakkeiden määrän lisäksi hintavälin, jonka sisällä osakkeenomistajat voivat tarjota osakkeitaan yritykselle. Kun osakkeenomistajat ovat jättäneet tarjouksensa, selvitetään alin hinta, jolla yritys saa ostettua haluamansa määrän osakkeita. Tästä hinnasta tulee takaisinostohinta, joka maksetaan kaikille saman tai alemman hinnan tarjonneille osakkeenomistajille. Dutch auction -ostotarjouksissa maksettu preemio on pienempi kuin kiinteähintaisen ostotarjouksen tapauksessa. Myös johdon rooli kaupassa jää vähäisemmäksi, koska lopullinen hinta määräytyy osakkeenomistajien tarjoamien hintojen perusteella. Johto kuitenkin signaloi informaatiota markkinoille, koska se määrää tarjouksille hintarajat, joiden sisälle hinta tulee asettumaan. (Comment & Jarrell 1991).

Markkinareaktioiden tutkimus on painottunut pitkälti kiinteähintaisilla ostotarjouksilla tehtyihin takaisinostoihin, mutta myös muiden tapojen vaikutusta on empiirisesti tutkittu. Comment ja Jarrell (1991) vertailivat tutkimuksessaan eri tapojen vaikutuksia ja huomasivat, että tehokkaimmat signaalointivaikutukset ja suurimmat markkinareaktiot esiintyivät kiinteähintaisten ostotarjousten yhteydessä. Dutch auction -ostotarjousten yhteydessä vaikutus oli vähäisempi, mutta myös varsin merkittävä. Avomarkkinaostot osoittautuivat heikoimmaksi tavaksi signaloida yrityksen kehitystä markkinoille, mutta niidenkin tapauksessa havaittiin merkittäviä positiivisia reaktioita.

3 TUTKIMUSAINEISTON KERÄÄMINEN JA ANALYYSI

3.1 Aineiston kuvaus

Tutkimuksen empiirinen aineisto perustuu 13 yhtiöidensä johtoasemassa olevan henkilön näkemyksiin osakkeiden takaisinostoista ja niiden tekemiseen vaikuttavista syistä. Tutkimuksessa on näin ollen mukana 13 yhtiötä, jotka ovat tehneet omien osakkeiden ostoja Suomessa, missä osakkeiden takaisinostot ovat olleet mahdollisia vuodesta 1997 lähtien. Aineistossa ei erityisesti tehdä eroa niiden yhtiöiden välillä, jotka ovat suorittaneet monia takaisinostoja tai hyvin vähän osakkeiden takaisinostoja. Omien osakkeiden ostokertojen määrä ei ole tutkimuksen tavoitteeseen nähden ratkaisevassa asemassa, joten rajallisia resursseja ei ole suunnattu tämän seikan tarkasteluun.

Tutkimuksen havaintoyksikköinä ovat osakkeiden takaisinostoja suorittaneet yhtiöt ja erityisesti niiden talousjohtajat. Kaikki havaintoyksiköt yhdessä muodostavat tutkimuksessa käytettävän perusjoukon. Koska tässä tutkimuksessa perusjoukko koostuu vain 65 havaintoyksiköstä, voidaan niitä kaikkia pyrkiä käsittelemään tutkimuksessa. Näin ollen tutkimuksessa ei ole tarvetta muodostaa erityistä otosta otantamenetelmien avulla. Samalla vältytään myös mahdollisilta virheiltä otoksen muodostamisessa, mikä saattaisi myös osaltaan vaikuttaa tutkimuksen reliabiliteettiin.

Tutkimuksen aineisto sisältää vastauksia vain sellaisista yhtiöistä, jotka ovat tehneet takaisinostoja eli yhtiöt, jotka eivät ole takaisinostoja tehneet tai vasta harkitsevat niiden tekemistä, eivät ole mukana aineistossa. Kyseinen valinta tehtiin resurssien määrän ja tutkimuksen reliabiliteetin vuoksi. Ei ole mielekäästä liittää tutkimukseen vastauksia, jotka perustuvat yhtiöiden johtajien spekulatiivisiin arvioihin siitä, mitä he mahdollisesti tekisivät takaisinostotilanteissa. Tässä tapauksessa on järkevämpää keskittyä niihin yhtiöihin, jotka ovat takaisinostoja tehneet eli ovat näin ollen antaneet todistusaineistoa näkemyksilleen. Kuten jo aiemmin mainittiin, monissa tutkimuksissa (esim. Asquith ja Mullins 1986) on tullut esiin, että kaikista johdon näkemyksistä markkinat arvostavat vain niitä, joissa on kyse rahallisesta panostuksesta. Tämä sama

taloudellisilla panostuksilla aikaansaattava luottamus tulee siis esiin myös aineiston valinnassa.

Aineistossa olevien yritysten toimialat eivät tässä tutkimuksessa nouse merkittävään osaan. Suomalaisten pörssimarkkinoiden pieni koko estää tässä tapauksessa yritysten vertailun toimialojen sisällä. Koska vastausten määrä on kohtalaisen pieni, on myös hyvin vaikeaa suorittaa vertailuja eri toimialojen välillä. Tutkimuksen tavoitteen kannalta toimialavertailu ei ole kuitenkaan edellytys tutkimuksen tulosten käsittelylle. Jos haluttaisiin tutkia tarkemmin yksittäisiä takaisinostojen syitä, toimialavertailu voisi tarjota lisäarvoa tutkimukselle. Tässä tutkimuksessa pyritään kuitenkin käsittelemään ensisijaisesti kaikkia takaisinostojen syitä, joten rajallisia voimavaroja ei haluta kohdistaa toimialojen vertailuun.

3.2 Aineiston keruu ja tutkimusmenetelmät

Tutkimuksen aineisto koottiin lähettämällä kyselylomake niihin nykyisiin pörssiyrityksiin, jotka ovat tehneet omien osakkeiden ostoja Suomessa. Kyselylomake suunnattiin kunkin yrityksen talousjohtajalle tai vaihtoehtoisesti rahoitusjohtajalle yrityksen käytännöstä riippuen. Tittelistä ja työtehtävästä riippumatta tärkeintä oli tavoittaa henkilö, jolla oli keskeinen asema omien osakkeiden ostojen suunnittelussa. Käytettyä tutkimusmenetelmää voidaan kutsua lomake- tai survey-tutkimukseksi, joka on varsin käyttökelpoinen kvantitatiivisen aineiston keräämisessä. Survey-tutkimuksen nopeus ja helppokäyttöisyys korostuu entisestään Internetin mahdollisuuksien myötä. Tässä tutkimuksessa oli mahdollista tavoittaa 65 yritysten johtotason henkilöä resurssien minimaalisella kulutuksella. Koska kysely toteutettiin sähköpostin välityksellä, oli myös mahdollista tehdä kaksi muistutuskierrosta varsin nopeassa tahdissa.

Survey-tutkimus on eräänlainen joukkohaastattelututkimus, joka voidaan jakaa kahteen eri osaan tutkijan läsnäolon perusteella. Survey voidaan toteuttaa niin, että tutkija ja kyselyyn vastaaja ovat samassa huoneessa, mikä antaa tutkijalle mahdollisuuden selvittää lomakkeen kysymyksiä, mikä taas osaltaan parantaa tutkimuksen reliabiliteettia. Jos taas kyselyyn vastaaja suorittaa vastaamisen omatoimisesti,

mahdollisuutta vuorovaikutukseen ja neuvomiseen ei käytännössä ole. Tässä tapauksessa täytyy keskittää erityisen paljon huomiota kyselylomakkeen laatimiseen ja lopulliseen muotoon. Kysymysten laadinnassa tulee pyrkiä yksinkertaisuuteen, selkeyteen ja helppolukuisuuteen. Tutkimuseettisesta näkökulmasta on suotavaa, että tutkija kiinnittää huomiota myös objektiivisuuteen kysymysten laadinnassa. Vastaajaa ei tule tietoisesti eikä tahattomasti johdatella johonkin tiettyyn vastausvaihtoehtoon. Erityisesti tulee välttää mahdollisten markkinoilla esiintyvien yleisten käsitysten mukaista johdattelua, joka saattaisi johtaa tutkimuksen reliabiliteetin heikentymiseen.

Omatoimisen vastaamisen voisi olettaa olevan jonkin verran riskialttiimpaa tutkimuksen reliabiliteetin kannalta kuin vuorovaikutteisen vastaamisen. Tätä riskiä kuitenkin kompensoi mahdollisuus kerätä huomattavasti suurempi määrä aineistoa kuin henkilökohtaisten käyntien kautta. Omatoimisen vastaamisen avulla saadaan tavoitettua satoja vastaajia suhteellisen nopeasti. Samassa ajassa kerittäisiin suorittaa vain muutamia kyselykäyntejä, jotka nekin veisivät aikaa pois muulta tutkimustyöltä. Tutkimuksen reliabiliteetti voisi jopa kärsiä, jos käyntien määrä jäisi liian vähäiseksi. Näin ollen neuvonnan ja vuorovaikutuksen etu jäisi suurilta osin hyödyntämättä. Rajallisten resurssien vuoksi joudutaan siis valitsemaan, painotetaanko vastauksissa enemmän luotettavuutta kysymyksiä ymmärtämisen vai kysymyksiin saatavien vastausten määrän suhteen. Koska kysymyslomake on rakenteeltaan varsin yksinkertainen, päädyttiin tutkimuksessa siihen lopputulokseen, että henkilökohtaisten käyntien ja neuvonnan sijaan on syytä tavoitella mahdollisimman suurta vastausten lukumäärää.

Kyselylomake haluttiinkin muotoilla sellaiseksi, että vastaaja pystyi varsin nopeasti ja vaivattomasti välittämään tutkimuksen kannalta tärkeää tietoa tutkijalle. Jotta vastausprosentti nousisi riittävän suurelle tasolle, nopeuden ja vaivattomuuden tuli näkyä myös kyselylomakkeen ulkoasussa. Kuhunkin kysymykseen annettiin vastaajalle viisi eri vaihtoehtoa, joista keskimäinen oli ”ei osaa sanoa” -vaihtoehto. Viidestä mahdollisesta kohdasta tuli aina vastata vastaajan mielestä lähimpänä oikeaa vastausta olevaan vaihtoehtoon. Esimerkiksi ensimmäisen osan kysymyksissä vastausvaihtoehdot olivat: vahvasti eri mieltä, eri mieltä, ei osaa sanoa, samaa mieltä ja vahvasti samaa mieltä.

Kyselylomakkeeseen vastaaminen oli teknisesti varsin helppoa. Kunkin vaihtoehdon kohdalla oli valintaruutulomakekenttä, johon sai valittua rastin tietokoneen hiiriohjaimen painalluksella. Lomake mahdollisti sen, että samaan kysymykseen olisi voinut vastata useampaankin vaihtoehtoon. Tätä haluttiin kuitenkin välttää tutkimuksen tulosten käsittelyn selkeyden vuoksi. Näin ollen vastaajia ohjeistettiin vastaamaan vain yhteen vaihtoehtoon. Avoimissa kysymyksissä vastaajia neuvottiin vastaamaan tekstilomakekenttään, joka näkyi sävytettynä kysymyksen alapuolella. Kyselylomake oli valmiiksi suojattu, joten vastaajilla ei ollut suoraan mahdollisuutta muuttaa kysymyksen sisältöä haluamukseen. Kun kyselylomake oli täytetty, vastaajan tuli tallentaa se uudeksi tiedostoksi ja lähettää takaisin sähköpostiviestin liitteenä. Tämänkaltaisen toimenpide on tietotekniikassa varsin yleinen, joten voitiin olettaa, että myös vastaajat osasivat sen suorittaa.

Kyselylomake koostui 43:sta rasti ruutuun - kysymyksestä sekä neljästä avoimesta kysymyksestä. Rasti ruutuun - kysymykset oli ryhmitelty kolmeen eri osaan. Ensimmäisessä osassa esitettiin väittämiä, joiden paikkansapitävyyteen vastaajat ottivat kantaa. Toisessa osassa kysyttiin, kuinka tärkeitä eri tekijät olivat osakkeiden takaisinostopäätösten kannalta. Kolmas osa oli edellisen kaltainen, mutta siinä kysymykset olivat hieman enemmän teoriasidonnaisia aiemman osan varsin yleisluontoisiin tekijöihin verrattuna. Avoimissa kysymyksissä kysyttiin seuraavia aiheita:

1. Tärkeimmät syyt osakkeiden takaisinostolle
2. Omien osakkeiden rooli yrityksen toiminnassa
3. Yrityksen voitonjakopolitiikan pääperiaatteet

Lisäksi vastaajille annettiin neljännessä avoimessa kysymyksessä mahdollisuus esittää vapaasti omia näkemyksiään osakkeiden takaisinostoista. Avointen kysymysten tarkoituksena oli lähinnä tuoda tutkijalle lisätietoa rasti ruutuun - vastausten tueksi. Niillä ei siis ollut erikseen varsinaista pääroolia tutkimuksen tulosten käsittelyssä. Tutkimus ja sen tulosten raportointi keskittyi näin ollen rasti ruutuun - osiosta saatujen vastausten käsittelyyn.

Monissa kyselytutkimuksissa kyselylomake sisältää varsin perustavanlaatuisia kysymyksiä yritysten ominaisuuksista kuten koosta, toimialasta ja muista vastaavista taustatiedoista. Tässä tutkimuksessa tämänkaltaiset kysymykset haluttiin tietoisesti jättää pois kyselylomakkeesta. Syynä oli se, että kyseiset tiedot ovat varsin helposti saatavilla pörssiyrityksistä. Jos tutkimus olisi koskenut esimerkiksi pk-yrityksiä, taustatietojen tarkempi selvittäminen kyselyn kautta olisi ollut aiheellista. Tämän tutkimuksen kannalta tietojen selvitys kyselyssä ei kuitenkaan ollut ensisijaisen tärkeää. Paljon suuremmaksi tekijäksi nousi kyselyn vastausprosentin suuruus ja sitä kautta myös tutkimuksen reliabiliteetin merkitys. Jos taustatietoja olisi kysytty, lomake olisi ollut rakenteeltaan huomattavasti pidempi ja raskaampi, mikä olisi myös osaltaan voinut laskea kyselyn vastausprosenttia.

Kaikissa kyselytutkimuksissa on tärkeää, että saatujen vastausten määrä on riittävän suuri tutkimuksen reliabiliteetin kannalta. Koska kyselylomake oli tässä tutkimuksessa ainoa tapa kerätä aineistoa, haluttiin kiinnittää huomiota erityisesti kyselyn mukana lähetettävään saatekirjeeseen. Kyseisen kirjeen laadinnassa hyödynnettiin menetelmäopetuksen valtakunnallisen tietovarannon ohjeita postikyselyaineiston kokoamisesta ja erityisesti saatteiden laadinnasta. (Menetelmäopetuksen valtakunnallinen tietovaranto: Postikyselyaineiston kokoaminen <<http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/postikysely/postikysely.html>>).

Yrityksiin lähetetyssä ensimmäisessä kirjeessä mainittiin mm.

- mikä kysely/tutkimus on kyseessä
- kuka tekee tutkimuksen
- keihin tutkimus kohdistuu
- tutkimuksen tarpeellisuuden perustelu
- tutkimustulosten ja -aineiston käyttötavat
- vastaajien anonymiteetin säilyminen
- jokaisen vastaajan vastausten tarpeellisuus tutkimuksen onnistumiseksi
- milloin lomake on viimeistään palautettava takaisin
- etukäteiskiitokset vastauksista/yhteistyöstä

Pääajatuksena saatekirjeen laadinnassa oli se, että saateen tulisi herättää mielenkiintoa vastaamiseen sekä antaa vastaajille luotettava kuva heidän antamiensa vastausten

käyttötarkoituksista. Erityisen tärkeäksi nousi vastaajien anonymiteetin säilyttäminen. Koska kysely suunnattiin ensisijaisesti talousjohtajille nykyisiin pörssiyhtiöihin, oli huomattava, että vastauksissa voisi tulla ilmi asioita, joista pörssiyhtiöiden kilpailijat voisivat hyötyä. Näin ollen saatekirjeessä ilmoitettiin selkeästi, että kaikki talousjohtajien antamat vastaukset raportoitaisiin anonymimeinä, eivätkä yksittäiset yhtiöt näin ollen tulisi esiin tutkimusraportissa. Anonymiteetin korostamisen lisäksi kirjeessä tuli kiinnittää huomiota yleiseen selkeyteen ja hyvään kielelliseen ilmaisuun.

Käytännöllisyyden vuoksi tutkimuksen kyselyosa toteutettiin sähköpostin välityksellä. Ensin tutkimuksessa selvitettiin, mitkä yhtiöt ovat tehneet omien osakkeiden takaisinostoja. Tässä vaiheessa käytettiin apuna pörssitiedotteita, joita yritykset ovat velvollisia esittämään takaisinostoja tehdessään. Kyseisiä tiedotteita etsittiin Kauppalehden verkkosivuilta löytyvän tiedotehaun kautta. (Kauppalehti Online, pörssitiedotteet.<http://www.kauppalehti.fi/4/0x20/porssi/hex/porssitiedotteet_perushaku.jsp>) Kauppalehden tietokanta sisältää kaikki kotimaiset pörssitiedotteet toukokuusta 1996 alkaen. Nämä pörssitiedotteet ovat saatavilla myös muiden lähteiden kautta, esimerkiksi yhtiöiden omien kotisivujen tai Pohjoismaisen pörssin kotisivujen kautta. Kauppalehden tiedotehaun valinta johtui tässä tapauksessa aiemmassa tutkimuksessa havaitusta helppokäyttöisyydestä ja selkeydestä.

Tiedotehaun avulla käytiin läpi jokaista nykyistä pörssiyhtiötä koskevat pörssitiedotteet 1.1.1998 alkaen. Useimmista yhtiöistä on vajaan kymmenen vuoden aikana julkaistu muutamia satoja tiedotteita, mutta pörssissä on myös yrityksiä, joiden tiedotemäärät kohoavat yli tuhanteen kappaleeseen. Yhtiöiden toimintatapojen eroavaisuudet vaikuttavat suuresti siihen, kuinka usein ne julkaisevat pörssitiedotteita. Joillakin yhtiöillä tiedotteita julkaistaan vain kuukausittain, kun taas toisilla yhtiöillä tiedottaminen on lähes viikoittaista.

Tutkimustyötä helpotti se, että omien osakkeiden hankinnasta kertovalla tiedotteella on hyvin vakainaistunut muoto, joka on varsin helppo löytää muiden pörssitiedotteiden joukosta. Koska omien osakkeiden ostoja koskevien tiedotteiden löytäminen oli varsin suoraviivaista ja yksinkertaista, ei ollut syytä tehdä tiedotteille erityistä tarkistuskierrosta tutkimuksen reliabiliteetin kannalta. Mahdolliset epäselvyydet tai

suoranaiset virheet pörssitiedotteissa voitiin nopeasti tarkistaa yritysten omien internetsivujen kautta.

Tutkimuksen kyselylomake suunnattiin ensisijaisesti suomalaisten pörssiyritysten talousjohtajille. Niiden yritysten kohdalla, joissa ei ollut varsinaista talousjohtajaa, kysely suunnattiin rahoitusjohtajalle tai tämän puuttuessa yrityksen toimitusjohtajalle. Kansainvälisissä suurissa yrityksissä on usein Chief Financial Officer - työtehtävä (CFO), jonka vastuualueeseen kuuluu yrityksen taloudesta huolehtiminen. Kyselyn onnistumisen ja tutkimuksen luotettavuuden kannalta tärkeintä oli saavuttaa henkilö, jolla oli keskeinen asema omien osakkeiden ostojen päätöksenteossa.

Kyselylomakkeiden ja saatekirjeiden ensimmäisellä lähetyskierroksella sähköpostiviestit lähetettiin suoraan talousjohtajien sähköpostiosoitteisiin. Vaihtoehtoisesti olisi voitu ottaa yhteyttä yrityksiin yleisemmin ja jättää kyselyn vastaajan valinta yrityksen sijoittajaviestintäosaston tehtäväksi. Mahdollisimman luotettavan aineiston saamiseksi pyrittiin kuitenkin saavuttamaan samassa asemassa oleva henkilö jokaisesta kyselyn kohteena olleesta yhtiöstä. Lähtökohtaisesti haluttiin välttää tilannetta, jossa vastauksia olisi talousjohtajien lisäksi sijoittajaviestintä- tai markkinointiosastojen johtajilta.

Ensimmäinen lähetyskierros johti seitsemään vastaukseen yhteensä 65:sta lähetetystä viestistä. Näistä seitsemästä vastausviestistä kolmessa vastaaja oli vastannut kyselyyn. Loput vastaajista pidättäytyivät vastaamasta eri syihin vedoten. Osalla ratkaisu johtui kovasta kiireestä ja heihin kohdistuvien kyselyjen suuresta määrästä, osa jättäytyi vastaamasta, koska he kokivat, että heillä ei ollut tarpeeksi tietoa aiemmista yrityksen tekemistä osakkeiden takaisinostoista. Empiirisessä tutkimuksessa nousikin esiin kysymys siitä, vaikuttavatko henkilövaihdokset yritysten sisällä ratkaisevasti yritysten osakkeiden takaisinostopolitiikkaan. Osingonjaon tapauksessa on varsin yleistä, että halutaan säilyttää tietty johdonmukaisuus osingonjaon tasossa. Voidaan olettaa, että osakkeiden takaisinostot merkittävänä toimenpiteinä riippuvatkin enemmän yrityksen yhteisestä toimintalinjasta kuin yhden tai muutaman henkilön preferensseistä.

Yrityksen sisäiset toimintamallit eivät välttämättä ole sidoksissa yhteen tai muutamaankin henkilöön vaan ne voivat säilyä yhtiön sisällä ns. hiljaisena tietona. Näin ollen voidaan olettaa, että mahdollinen talousjohtajan vaihtuminen ei täysin uudista yrityksen

näkemyksiä osakkeiden takaisinostojen syistä vaan uuden johtajan mukana tulevat näkemykset lähinnä lisäävät aikaisemman tiedon määrää. Voidaan siis olettaa, että henkilövaihdokset yhtiöiden sisällä eivät nouse esteeksi kyselyyn vastaamiselle.

Toisella kierroksella kyselylomakkeet lähetettiin samoille henkilöille samoihin sähköpostiosoitteisiin kuin aiemminkin. Saatekirjeen laadinnassa noudatettiin menetelmäopetuksen valtakunnallisen tietovarannon ohjeita muistutuskirjeiden laadinnasta. (Menetelmäopetuksen valtakunnallinen tietovaranto: Postikyselyaineiston kokoaminen <<http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/postikysely/postikysely.html>>).

Ensimmäisen muistutuskierroksen saatteessa tuli ohjeiden mukaan esittää seuraavanlaisia seikkoja:

- mikä ja kenen tutkimus, milloin edellinen lähetys lähetettiin
- miksi lähetetään muistutuskortti vastaamattomille tai kokonainen muistutuskierros: (aina ei ole tiedossa, ketkä ovat vastanneet ja ketkä eivät)
- hyvin näkyvä maininta siitä, että kyselyyn jo vastanneiden ei tarvitse enää vastata uudelleen
- vetoamus vastaamisen ja kyselyn onnistumisen puolesta
- vastausten viimeinen palautuspäivämäärä väljästi määriteltynä (esim. viikon kuluessa)
- mahdollisesti uudestaan tekijöiden ja teettäjien nimet ja allekirjoitukset; lisäksi mahdollisia uusia suosituksia ja suosittelijoita

Tässä tutkimuksessa oli suoraan tiedossa, ketkä olivat jo vastanneet kyselyyn ja ketkä eivät. Näin ollen voitiin suoraan lähettää yhdenmukainen saatekirje kaikille vielä vastaamatta jättäneille talousjohtajille. Muut ohjeissa mainitut kohdat sisällytettiin myös saatekirjeeseen. Lisäksi korostettiin edelleen vastausten raportointia anonyymeinä, koska pörssiyhtiöiden tapauksessa luotettavuus on tärkeässä asemassa tutkimusta tehtäessä. Kyselylomake säilyi rakenteeltaan samanlaisena, mutta sen ohjeistuksessa haluttiin selventää vastausmenettelyä. Erityisesti korostettiin sitä, että vastaajien tuli itse tallentaa lomake ja liittää se vastausviestiin. Nykyään tehdään paljon lomakekyselyjä ja joissakin tapauksissa internet-pohjaiset kyselyt mahdollistavat ns. suoran lomakevastaamisen, jossa ohjelma rekisteröi vastauksen automaattisesti lisättäessä rasti ruutuun. Tämänkaltaista toimintoa tässä kyselyssä ei ollut, joten

haluttiin tehdä selvä ero ns. automaattisen lomakkeen ja itse tallennettavan lomakkeen välillä.

Toisella kierroksella saatiin kuusi vastausta, joista viidessä oli vastattu kyselyyn. Muistutuskierron vaikutuskin toimivan hieman tehokkaammin kuin ensimmäinen kyselyn lähetyskierron. Näin ollen tässä vaiheessa kyselyyn vastanneiden prosenttiosuudeksi muodostui 12,3 %. Määrä ei ollut vielä kovin suuri, mutta se mahdollisti kuitenkin tutkimukselle kohtalaisen reliabiliteetin vastausten osalta. Kuitenkin haluttiin toteuttaa toinenkin muistutuskierron, jotta saataisiin vielä suurempi määrä vastauksia.

Toinen muistutuskierron toteutettiin viikko edellisen kierroksen kysymyslomakkeiden lähetyksen jälkeen. Koska kyselylomakkeet lähetettiin yrityksiin sähköisessä muodossa, muistutuskierrokset olivat varsin helppoja toteuttaa. Koska kyseessä oli kuitenkin jo toinen muistutuskierron, voitiin olettaa, että vastaamatta jättäneet talousjohtajat eivät tulisi tämänkään jälkeen vastaamaan kyselyyn. Näin ollen toinen kierron jäi viimeiseksi muistutuskierrokseksi. Kyselyyn saatiin viimeisellä kierroksella vielä viisi vastausviestiä, joissa kaikissa oli vastattu kyselyyn. Muistutuskierrokset toimivat näin ollen hieman tehokkaammin kuin ensimmäinen viesti yrityksiin. Kaiken kaikkiaan saatiin siis 16 vastausta, joista 13:ssa oli vastattu kyselyyn. Tutkimustyötä helpotti se, että kyselyyn vastanneista suurin osa vastasi myös avoimiin kysymyksiin, jotka osaltaan selkeyttivät tutkimuksen tulosten käsittelyä. Tutkimuksen kyselyosan vastausprosentiksi muodostui tasan 20 %, joka on reliabiliteetin kannalta varsin kohtalainen määrä.

3.3 Aineiston käsittely ja analysointi

Tutkimuksen aineiston tekninen käsittely suoritettiin taulukkolaskentaohjelmalla (MS Excel), joka mahdollisti jo aineiston keräämisvaiheessa laajan aineiston yksinkertaisen ja nopean käsittelyn. Luonnollisesti saatavilla olisi ollut monia muitakin käsittelyyn soveltuvia ohjelmia, mutta aiempien käyttökokemusten myötä tutkimuksessa päädyttiin käyttämään MS Exceliä. Kaikki vastaukset saatiin sähköpostin välityksellä, joten varsinaisena ensimmäisenä toimenpiteenä oli siirtää vastaukset

sähköpostimuodosta helpommin analysoitavaan muotoon. Aineiston käsittelyssä hyödynnettiin pohjana yhtä ns. pohjatiedostoa, johon koottiin kaikki yrityksistä saadut vastaukset.

Taulukosta 2 voidaan tarkastella lähemmin pohjatiedoston rakennetta. Ensimmäisessä sarakkeessa oli luetteloituna kaikki yritykset, joihin kyselylomake lähetettiin. Toisessa sarakkeessa haluttiin pitää kirjaa yritysten toimialoista, jotta nähtäisiin, tulevatko vastaukset tasaisesti eri toimialoilta vai keskittyvätkö ne vain yhteen tai muutamaaan toimialaan. Kolmannessa sarakkeessa pidettiin kirjaa niistä sähköpostiosoitteista, joihin kyselylomake oli lähetetty. ”Tilanne” -sarakkeessa seurattiin vastausten keräämisen edistymistä. Vaiheesta riippuen kohdassa näkyi: montako kertaa kysely oli lähetetty yritykseen, vastaajan ilmoittama vastausaika ja oliko kyselyyn vastattu tai mahdollisesti kieltäydytty vastaamasta. Numerokohdat edustavat tässä yksittäisiä rasti ruutuun - kysymyksen vastauksia. Pohjatiedosto sisälsi näin ollen sarakkeiden muuttujina 41 eri kysymyskohtaa.

Taulukko 2. Vastausten kokoaminen pohjatiedostoksi

YRITYKSET	Toimiala	Sähköposti	Tilanne	1	2	...	41
Yritys 1							
Yritys 2							
...							
Yritys 65							

Vastausvaihtoehdot kirjattiin kysymyssarakkeisiin seuraavanlaisen luokittelun mukaan:

-2, kun vastaus ”vahvasti eri mieltä” tai 2. ja 3. osassa ”ei lainkaan tärkeä”

-1, kun ”eri mieltä” tai ”ei kovin tärkeä”

0, kun ”ei osaa sanoa”

1, kun ”samaa mieltä” tai ”kohtalaisen tärkeä”

2, kun ”vahvasti samaa mieltä” tai ”hyvin tärkeä”

Kysymysten vastauksia lähdettiin tarkastelemaan ensimmäisen osan väittämien perusteella siten, kuinka suuri prosenttiosuus vastaajista oli samaa mieltä tai vahvasti samaa mieltä. Esitetyt väittämät olivat luonteeltaan varsin suoraviivaisia ja niissä pyrittiin tuomaan esille yksiselitteisiä näkemyksiä. Kysymysten selkeyttä voidaan tarkastella sen mukaan, kuinka paljon esiintyy ”ei osaa sanoa” - vastauksia. Jos jossain tietystä kysymyksessä on muihin nähden poikkeuksellisen paljon ”ei osaa sanoa” - vastauksia, on syytä epäillä, onko kysymys ollut riittävän selkeä. Kyselylomakkeen osat sisälsivät varsin vähän kyseisiä kohtia ja hyvin runsaasti selkeitä kannanottoja suuntaan tai toiseen. Näin ollen voidaan olettaa, että kysymykset olivat kohtalaisen selkeästi ymmärrettäviä, mikä osaltaan parantaa myös vastausten luotettavuutta.

4 TUTKIMUKSEN EMPIIRISET TULOKSET

4.1 Osakkeiden takaisinostojen, osinkojen ja investointien merkitys

Yritys joutuu luonnollisesti asettamaan eri rahankäyttökohteet järjestykseen, jotta kassavarojen käyttö olisi rationaalista. Taulukosta 3 nähdään, että osakkeiden takaisinostopäätösten kohdalla 53,8 % vastaajista on sitä mieltä, että takaisinostopäätökset tehdään investointisuunnitelmien määrittelyjen jälkeen. Etukäteen olisi voinut olettaa, että yrityksen perustoiminnan kannalta tärkeät investoinnit saisivat selkeästi enemmän painoarvoa ja osakkeen takaisinostot tehtäisiin pääosin investointien jälkeen liikenevillä varoilla. Varsin suuri osa vastaajista tukee tätä näkemystä, mutta on kuitenkin huomattava, että vastausten keskiarvo on 0,08 eli väitteelle on lähes yhtä paljon kielteisiä ja myönteisiä vastauksia. Osinkojen kohdalla talousjohtajien vastaukset näyttäisivät hieman enemmän siltä, että osingonjakopäätökset tehdään ennen investointisuunnitelmia tai samanaikaisesti niiden kanssa. Vaikka myönteisten prosenttiosuuksien määrä on melko pieni, vastausten keskiarvo ei suuresti poikkeakaan nollasta. Tulokset kuitenkin viittaisivat siihen, että osingonjakopäätökset edeltävät osakkeiden takaisinostopäätöksiä.

Taulukko 3. Kyselylomakkeen ensimmäinen osa

Kuinka hyvin seuraavat väittämät vastaavat yrityksenne näkemyksiä?	Samaa mieltä tai vahvasti samaa mieltä %	Keskiarvo
1. Osinkojen vähentämisellä on negatiivisia seuraamuksia (d)	92,3	0,92
2. Osakkeiden takaisinostot välittävät informaatiota yrityksestämme sijoittajille (g)	84,6	0,69
3. Osakkeiden takaisinostojen merkitys on nyt suurempi kuin aiemmin viimeisen 10 vuoden aikana (f)	61,5	0,23
4. Osakkeiden takaisinostopäätökset tehdään investointisuunnitelmien määrittelyn jälkeen (a)	53,8	0,08
5. Takaisinosto-ohjelman perustaminen luo hyödyllisen investointimahdollisuuden omaan osakkeeseen (k)	46,2	0,08
6. Osingonjakopäätökset tehdään investointisuunnitelmien määrittelyn jälkeen (b)	38,5	-0,31
7. Osakkeiden takaisinostojen vähentämisen sijaan keräisimme muualta rahaa tuottavaan projektiin (e)	30,8	-0,23
8. Suoritamme takaisinostoja erottuaksemme positiivisesti kilpailijoistamme (h)	7,69	-0,92
9. Osakkeiden takaisinostojen vähentämisellä on negatiivisia seuraamuksia (c)	0	-0,77
10. Suoritamme takaisinostoja näyttääksemme, että voimme lainata ulkoista pääomaa tai jättää investointeja toteuttamatta, jotta erotumme positiivisesti kilpailijoistamme (i)	0	-1,08
11. Suoritamme takaisinostoja omataksemme halutun luottoluokituksen (j)	0	-1,15

Osinkojen ja osakkeiden takaisinostojen tärkeysjärjestys tulee esiin selkeämmin siinä, miten markkinoiden uskotaan suhtautuvan niiden vähentämiseen. Vastaajat ovat melko selkeästi sitä mieltä, että osinkojen vähentämisellä on negatiivisia seuraamuksia. Vastaajista 92,3 % on väittämän kanssa samaa mieltä tai vahvasti samaa mieltä. Keskiarvon perusteella näyttää kuitenkin siltä, ettei yksimielisyys ole aivan niin vahvaa

kuin mitä prosenttiluku antaisi olettaa. Kaikista tutkimuksen kysymyksistä tämä väittäjä sai kuitenkin korkeimman prosenttiosuuden vastaajista taakseen.

Osakkeiden takaisinostojen tapauksessa tilanne on hyvin erilainen. Yksikään kyselyyn osallistuneista talousjohtajista ei ole sitä mieltä, että osakkeiden takaisinostojen vähentäminen aiheuttaisi negatiivisia seuraamuksia. Keskiarvosta -0,77 voi kuitenkin huomata, että vaikka vastaajat eivät ole antaneet väittämän kanssa samaa mieltä olevia vastauksia, jonkun verran esiintyy kuitenkin ”ei osaa sanoa” - vastauksia. Tämä voi osittain johtua siitä, ettei negatiivisia seuraamuksia ole hyvin helppo havaita, elleivät markkinat reagoi hyvin voimakkaasti. Osingonjaon vähentäminen voi aiheuttaa suuriakin reaktioita markkinoilla, mutta osakkeiden takaisinostojen vähentäminen saattaa jäädä vähemmälle huomiolle. Kysymysteknisenä seikkana tulee myös huomioida, että negatiivisten seuraamusten käsite jättää vastaajalle jonkun verran tulkinnan varaa todellisista seurauksista.

Samaan aikaan tulee muistaa, että suomalaisten pörssimarkkinoiden historia on vahvasti osinkopainotteinen voitonjaon suhteen. Saattaa olla, että mielipide voitonjaon vähentämisestä osinkojen suhteen on ehtinyt aikojen saatossa muodostua vahvemaksi kuin kohtalaisten uusien osakkeiden takaisinostojen suhteen. Lähtökohtaisesti voisi ajatella, että tilanteen tulisi kuitenkin olla tasaväkinen molempien vaihtoehtojen kohdalla. Sekä osinkojen että osakkeiden takaisinostojen vähentäminen on samaan aikaan voitonjaon vähentämistä riippumatta siitä, kumpaa keinoa käytetään.

Suomalaisten pörssimarkkinoiden historian kannalta on mielenkiintoista huomata, että vastausten perusteella osakkeiden takaisinostojen merkitys koetaan tällä hetkellä suuremmaksi kuin koskaan aiemmin kuluneen kymmenen vuoden aikana. Kysymys edellyttää varsin vahvaa kannanottoa nykytilanteen puolesta, koska kyseisenä ajanjaksona on tapahtunut aiemmin monia muutoksia takaisinostojen määrässä ja niitä koskevassa lainsäädännössä. Etukäteen olisi myös mahdollista, että takaisinostojen merkitys olisi suurimmillaan niiden alkuvaiheessa tai muutosten välisenä ajanjaksona. Vastaajista 61,5 % oli kuitenkin sitä mieltä, että merkitys on suurimmillaan nykyhetkellä. Keskiarvo 0,23 ei ole kovin korkea, joten voi olla, että merkitys ei ole kuitenkaan poikkeuksellisen suuri nykyhetkellä, ainoastaan suurempi kuin ennen.

Tulosten perusteella näyttää siltä, että talousjohtajat näkevät investoinnit hyvin tärkeinä, eikä niitä varsinkaan jätetä toteuttamatta osakkeiden takaisinostojen vuoksi. Vastaajista vain 30,8 % ei vähentäisi takaisinostoja investointien vuoksi vaan keräisi rahaa muista kohteista investointeja toteuttaakseen. Toisinsanoin, suurin osa vastaajista pitää mahdollisena osakkeiden takaisinostojen vähentämistä investointien vuoksi. Näin ollen voitonjakoa voidaan vähentää yrityksen perustoiminnan kannalta tärkeiden projektien suorittamisen vuoksi.

4.2 Tulokset signaalintihypoteesin näkökulmasta

Vastausten perusteella näyttää varsin selkeältä, että osakkeiden takaisinostojen koetaan välittävän informaatiota markkinoille. Vastaajista 84,6 % on samaa mieltä väittämän kanssa. Keskiarvo 0,69 on melko korkea, mutta toisaalta osoittaa, että harva vastaaja on ollut väitteen kanssa vahvasti samaa mieltä. Siitä huolimatta signaalintihypoteesi saisi tulosten perusteella varsin huomattavaa tukea. Pitää kuitenkin muistaa, että kysymys oli varsin perustavanlaatuinen, eikä siinä kysytty tarkemmin informaation merkityksen suuruutta vaan todettiin ainoastaan informaation välityksen tapahtuminen. Tiedon signaalointi näyttää kuitenkin olevan talousjohtajien mielestä tärkeää.

Kilpailijoista erottuminen ja muiden ominaisuuksien signaalointi ei vaikuta olevan kovin suuressa asemassa. Kukaan kyselyyn vastanneista ei ollut samaa mieltä siinä, että yritys suorittaisi takaisinostoja näyttääkseen, että se voi lainata ulkoista pääomaa tai jättää investointeja toteuttamatta, jotta se erottuu positiivisesti kilpailijoistaan. Vastausten keskiarvo -1,05 on muihin keskiarvoihin verrattuna varsin selkeä osoitus vastaajien kielteisestä kannasta väittämää kohtaan. Tämänkaltaista markkinoille signaalointia ei siis koeta tärkeäksi tai ainakaan se ei ole ollut keskeisenä syynä osakkeiden takaisinostoihin. Osakkeiden takaisinostojen suorittaminen kilpailijoista erottumisen vuoksi sai vain minimaalista tukea. Pitää huomata, että väittämän kohdalla kysytään nimenomaan sitä, onko kyseinen käsite syy takaisinostoihin. Näin ollen kysymys jättää auki mahdollisuuden, että takaisinostoilla voidaan erottua positiivisesti kilpailijoista, mutta sitä ei nähdä varsinaisena syynä osakkeiden takaisinostoihin.

Taulukosta 3 voidaan myös huomata, että vastaajat eivät koe halutun luottoluokituksen tavoittelua osakkeiden takaisinostojen syynä. Väittäminen voidaan liittää osaksi pääomarakenteen kehittämistä, jota käsitellään myös muissa kysymyslomakkeen osissa. Vaikka pääomarakenteen kehittäminen olisi yhtiölle tärkeää, sen taustalla ei näytä olevan syynä luottoluokituksen parantaminen, mistä antaa viitteitä myös varsin alhainen -1,15 keskiarvo.

Optionäkökulman kannalta saadut tulokset näyttävät mielenkiintoisilta. Oman osakkeen investointimahdollisuus saa kohtalaisesti kannatusta vastaajien keskuudessa. Vastaajista 46,2 % on samaa mieltä ja keskiarvo asettuu 0,08 tasolle. Voidaankin sanoa, että vastaukset jakautuvat melko lailla tasan myönteisten ja kielteisten vastausten välillä. Kysymyshän ottaa kantaa jo osakkeiden takaisinosto-ohjelman perustamisvaiheeseen, mutta se antaa viitteitä myös osakkeiden takaisinostojen syistä. Onkin mahdollista, että omaan osakkeeseen investointi muodostuisi yhdeksi syyksi, kun osakkeiden takaisinostoista päätetään. Tätä vaihtoehtoa käsitellään tarkemmin myös kyselylomakkeen seuraavissa osissa. Taulukossa 4 on tarkasteltu lisäkysymyksiä yritysten investointimahdollisuuksien suhteen.

Taulukon 4 tuloksista ilmenee, että hyvien investointimahdollisuuksien merkitys osakkeiden takaisinostoissa on varsin keskeinen. Suuri prosenttiosuus 84,6 % ja kohtalaisen korkea vastausten keskiarvo 0,69 osoittavat, että investoinnit huomioidaan osakkeiden takaisinostojen yhteydessä. Toisaalta voidaan olettaa, että investoinnit ovat varsin keskeisessä asemassa kaikessa yrityksen rahankäytössä. Muihin syihin nähden investointimahdollisuuksien olemassaolo vaikuttaa kuitenkin varsin tärkeältä.

Investointien vähäisen määrän osoittamisesta talousjohtajat eivät näytä olevan kovinkaan huolissaan. Vastaajista 23,1 % prosenttia on kuitenkin sitä mieltä, että takaisinostot saattavat antaa viitteitä vähäisestä määrästä. Monilla aloilla seurataan erityisen tiiviisti kasvumahdollisuuksia ja odotettavissa olevia investointeja. Osakkeiden takaisinostojen lisääminen investointien lisäämisen sijaan saattaa johtaa markkinatoimijoiden osalta johtopäätökseen, että tiedossa olevien investointien määrä ei tule kasvamaan lähiaikoina.

Taulukko 4. Kyselylomakkeen toinen osa

Kuinka tärkeitä seuraavat tekijät ovat osakkeiden takaisinostopäätöksenne kannalta?	Kohtalaisen tärkeä tai hyvin tärkeä %	Keskiarvo
1. Hyvien investointimahdollisuuksien olemassaolo (d)	84,6	0,69
2. Fuusioiden ja yritysostojen strategia (p)	69,2	0,77
3. Institutionaalisten osakkeenomistajiemme vaikutus (g)	61,5	0,31
4. Tulevien liikevoittojen stabiliteetti (c)	61,5	0,15
5. Osakkeen markkinahinta (jos osake on hyvä sijoitus senhetkiseen arvoonsa nähden) (n)	53,8	0,31
6. Johdonmukaisuuden säilyttäminen aiemman takaisinostopolitiikan kanssa (j)	53,8	0,15
7. Pysyvä muutos liikevoitossa (b)	46,2	-0,08
8. Institutionaalisten osakkeenomistajien houkuttelu yhtiömme osakkeenomistajiksi (l)	46,2	-0,15
9. Se, onko osake hyvä investointi muihin investointimahdollisuuksiin verrattuna (o)	38,5	-0,08
10. Ulkomaisten osakkeenomistajiemme vaikutus (h)	38,5	-0,23
11. Mahdollisuus, että takaisinostot osoittavat, että yhtiömme kannattavien investointien määrä on vähäinen (e)	23,1	-0,54
12. Oletus, että asiantuntevat sijoittajat hyötyvät takaisinostoista enemmän kuin vähemmän asiantuntevat (m)	15,4	-0,69
13. Yksityisten osakkeenomistajien houkuttelu yhtiömme osakkeenomistajiksi (k)	15,4	-0,77
14. Uusien osakkeiden liikkeeseenlaskun aiheuttamat kustannukset (i)	0	-1,23
15. Kilpailijoiden tai muiden toimialan yhtiöiden takaisinostopolitiikat (f)	0	-1,38
16. Tilapäinen muutos liikevoitossa (a)	0	-1,46

Kyselylomakkeen toisen osan viides ja yhdeksäs kysymys käsittelevät molemmat osakkeen senhetkisen kurssin merkitystä osakkeiden takaisinostopäätökselle. Viidennessä kysymyksessä käsitellään osakkeen markkinahintaa sijoitusmahdollisuutena eli kysymys voidaan osittain liittää osakkeen aliarvostukseen. Yhdeksännessä kysymyksessä on kyse osakkeen kurssin vertailuista muihin yrityksen investointimahdollisuuksiin. Tästä eroavaisuudesta riippumatta kumpikin kysymys keskittyy osakekurssin tasoon. Viides kysymys painottaa hieman enemmän nimenomaan senhetkisen arvon merkitystä, kun taas yhdeksännen kysymyksen kohdalla osakekurssin tasoa voidaan ajatella enemmän pitkän aikavälin kannalta. Molemmissa kohdissa esitetty aihe näyttää saavan kohtalaisesti kannatusta.

Vastaajista lievä enemmistö eli 53,8 % näkee osakkeen markkinahinnan tärkeänä tekijänä päätöksiä tehtäessä edellyttäen, että osake on hyvä sijoitus senhetkiseen arvoonsa nähden. Näin ollen Ikenberryn ja Vermaelenin (1996) optionäkökulma saa osakseen tukea, koska varsin suuri osuus vastaajista huomioi päätöksenteossaan osakkeen markkinahinnan eli samalla arvioi sitä myös sijoitusmahdollisuutena. Tutkimuksen kannalta on mielenkiintoista havaita, että tulokset jakautuvat kahteen melkein samankokoiseen osaan. On siis vastaajia, jotka eivät näe markkinahintaa tärkeäksi tekijäksi, vaikka osake olisi hyvä sijoitus senhetkiseen arvoonsa nähden. Näin ollen jotkin muut syyt ohittaisivat osakkeeseen sijoittamisesta yhtiölle koituvat lisähyödyt.

Ikenberryn ja Vermaelenin (1996) esittämä optionäkökulma saa vain osittain lisätukea, kun verrataan osaketta investointina muihin investointimahdollisuuksiin nähden. Vastaajista 38,5 % pitää kyseistä aihetta merkityksellisenä osakkeiden takaisinostopäätöksen kannalta. Keskiarvo -0,08 viittaa varsin tasaiseen vastausten jakaumaan tärkeiden ja ei-tärkeiden vastausvaihtoehtojen välillä. Tulosten valossa optionäkökulma vaikuttaisi siis mahdolliselta, muttei kovin todennäköiseltä syyllä takaisinostoille muiden hypoteesien rinnalla. Optionäkökulma on kuitenkin kiinnostava suomalaisilla pörssimarkkinoilla, koska Suomessa käytetyt avomarkkinaostot ovat yritykselle hyvin joustava tapa ostaa takaisin omia osakkeitaan. Option toteutus on näin ollen nopeampaa kuin kiinteähintaisten ostotarjousten (fixed-price self-tender offers) tai dutch auction – tyyppisten ostotarjousten kautta.

Osakkeenomistajat haluavat usein osakeomistukselleen tasaista ja varmaa tuottoa pitkältä aikaväliltä. Näin ollen yrityksen johdon täytyy huomioida tulevien liikevoittojen taso, jotta voidaan tehdä päätöksiä voitonjaosta tavalla, joka varmistaa myös tulevan voitonjaon osakkeenomistajille. Taulukosta 4 nähdään, että tilapäisillä muutoksilla liikevoitossa ei ole kovin suurta merkitystä osakkeiden takaisinostopäätösten kannalta. Keskiarvo -1,46 osoittaa, että kysymykseen annettiin ”ei kovin tärkeä” - vastausten lisäksi paljon myös ”ei lainkaan tärkeä” - vastauksia. Kysymysjärjestyksessä tilapäisten muutosten kysymys esitettiin juuri ennen kysymystä pysyvistä muutoksesta, mikä saattaa osaltaan selittää itseisarvoltaan suurta negatiivista keskiarvoa.

Tilanne muuttuu jonkin verran, jos muutos liikevoitossa oletetaan pysyväksi. Vastaajista 46,2 % näkee kyseisen seikan tärkeänä keskiarvon asettuessa -0,08 tasolle. Voidaan näin ollen olettaa, että pysyvällä muutoksella on enemmän merkitystä kuin vain tilapäiseksi oletetulla muutoksella. Pitää kuitenkin muistaa, että kaikista liikevoiton muutoksista ei välttämättä varmuudella tiedetä, jäävätkö ne pysyviksi vai eivät. Yleisesti tulosten perusteella vaikuttaisi siltä, ettei suorilla liikevoiton muutoksilla olisi suurta roolia päätöksenteossa.

Tulevien liikevoittojen stabiliteetilla vaikuttaisi sen sijaan olevan merkitystä takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Vastaajista 61,5 % näkee stabiliteetin tärkeänä tekijänä päätöksenteossa. Voidaan olettaa, että kun tulevat liikevoitot ovat stabiileja, on helpompi tehdä takaisinosto- ja voitonjakopäätöksiä sekä mahdollisesti kasvattaa voitonjakoa. Päinvastaisessa tapauksessa, jos tulevien liikevoittojen taso vaihtelee suuresti, voitonjaossa joudutaan varautumaan ns. huonompiinkin vuosiin, eikä voitonjako ole välttämättä osakkeenomistajia kohtaan yhtä avokätistä kuin stabiilien liikevoittojen tapauksessa. Aiemmista tuloksista kuitenkin huomataan, että osakkeiden takaisinostojen vähentämisen ei koeta johtavan negatiivisiin seuraamuksiin. Tulevien liikevoittojen vähentyessä osakkeiden takaisinostot mahdollistaisivat siis voitonjaon vähentämisen takaisinostojen vähentämällä. Tämä luonnollisesti edellyttää, että yritys on aiemmin jakanut voittoa merkittävässä määrin osakkeiden takaisinostojen kautta.

4.3 Osakkeenomistajien merkitys osakkeiden takaisinostopäätöksiin

Kilpailijoiden tai muiden toimialan yhtiöiden osakkeiden takaisinostopolitiikoilla ei näyttäisi olevan suurta merkitystä takaisinostopäätöksiin. Keskiarvo -1,36 osoittaa, että näkemykset ovat tähän kysymykseen varsin selkeät. Kilpailijoiden sijaan sekä institutionaalisilla että ulkomaisilla osakkeenomistajilla vaikuttaisi olevan jonkin verran merkitystä takaisinostopäätöksiin kannalta. Institutionaalisten osakkeenomistajien kohdalla 61,5 % vastaajista näkee aiheen tärkeäksi. Ulkomaisten osakkeenomistajien merkitys näyttäisi sen sijaan jäävän hieman vähäisemmäksi 38,5 % määrällä. Kysymyksen taustaoletuksena on, että suurilla pörssiyrityksillä on nykyään sekä ulkomaisia että institutionaalisia osakkeenomistajia. Tätä oletusta tukee se, että kumpaankaan kysymykseen ei annettu ”ei osaa sanoa” - vastauksia, jonka vastaaja todennäköisesti antaisi, jos kyseisiä osakkeenomistajia ei yhtiöllä olisi.

Yritykset vaikuttavat myös kohtalaisen kiinnostuneilta institutionaalisten osakkeenomistajien houkutteluun yrityksen osakkeenomistajiksi. Vastaajista lähes puolet eli 46,2 % koki asian tärkeäksi osakkeiden takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Vertailun vuoksi kyselylomakkeessa kysyttiin myös vastaava kysymys yksityisten osakkeenomistajien kohdalla eli lähinnä selvitettiin ylipäänsä halukkuutta uusien osakkeenomistajien houkutteluun yrityksen osakkeenomistajiksi. Vastaajista kuitenkin vain 15,4 % koki yksityisten osakkeenomistajien houkuttelun tärkeäksi.

Yhtenä ns. lisäkysymyksenä kysyttiin muiden rasti ruutuun - kysymysten joukossa sitä, nähdäänkö asiantuntevien osakkeenomistajien hyötyvän osakkeiden takaisinostoista enemmän kuin vähemmän asiantuntevien. Kysymys on lähtökohtaisesti asetelultaan hieman ongelmallinen, koska on hankala määrittää osakkeenomistajien osaamisen tasoa. Vaikuttaa siltä, että vastaajat kuitenkin ymmärsivät kysymyksen tarkoituksen, koska ”ei osaa sanoa” - vastauksia ei kysymykseen annettu yhtään. Lähtökohtaisesti kysymyksessä odotettiin vain vähän tai ei ollenkaan ”kohtalaisen tärkeä” tai ”hyvin tärkeä” - vastauksia. Tulosten perusteella odotukset osuivat varsin hyvin kohdalleen. On kuitenkin mielenkiintoista havaita, että nollatuloksen sijaan osakkeenomistajien henkilökohtainen tietämys ja asiantuntevuus kuitenkin huomioidaan, vaikkakin hyvin pienin määrin.

Jos yritys osakkeiden takaisinostojen kautta vähentää markkinoilla olevien osakkeiden määrää, se voi joutua vastakkaisena toimenpiteenä myöhemmin lisäämään osakkeiden määrää laskemalla liikkeelle uusia osakkeita. Tällä seikalla ei kuitenkaan näytä olevan suurta merkitystä takaisinostopäätöksen kannalta. Kukaan vastaajista ei koe mahdollisia tulevia kustannuksia tärkeäksi tai sitten uusien osakkeiden liikkeellelaskua ei pidetä todennäköisenä. Keskiarvo -1,23 kertoo myös, että vastaukset ovat varsin selkeästi kielteisiä, eikä ”ei osaa sanoa” – vastauksia juuri esiinny.

Varsin usein todetaan, että osingonjaolta edellytetään loogista jatkuvuutta ja kohtalaisen maltillista kasvua. Osakkeiden takaisinostojenkin tapauksessa johdonmukaisuudella on kohtalaisesti merkitystä. Vastaajista 53,8 % kokee asian tärkeäksi takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Tulos on jossain määrin ristiriitainen aiemmin käsitellyn takaisinostojen vähentämisen ja negatiivisten seurausten suhteen. Jos osakkeiden takaisinostojen vähentäminen ei aiheuta negatiivisia seuraamuksia, ei takaisinostoissa periaatteessa tarvitsisi pyrkiä johdonmukaisuuteen. Tässä kohtaa kuitenkin pelkkien osakkeiden takaisinostojen sijaan on ajateltava yrityksen voitonjakoa kokonaisuutena. Erityisesti osingoilta odotettavan johdonmukaisuuden voidaan nähdä jonkin verran heijastuvan myös osakkeiden takaisinostojen puolelle, kun tarkastellaan yrityksen kokonaisvoitonjakoa.

4.4 Yritysjärjestelyjen ja muiden syiden merkitys

Kyselylomakkeen toisen osan viimeinen kysymys fuusioiden ja yritysostojen strategiasta voidaan liittää osaksi suurempaa yritysjärjestelyjen kokonaisuutta. Vastaajat kokevat melko vahvasti, että fuusioilla ja yritysostoilla on merkitystä osakkeiden takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Vastaajista 69,2 % kokee asian tärkeäksi ja keskiarvo on kohtalaisen korkea 0,77. Näin ollen Karhusen (2002) kokoamat tulokset osakkeiden takaisinostojen ilmoitetuista syistä näyttävät lähtökohtaisesti toteutuvan myös johdon näkemysten kautta. Kyselylomakkeen kolmannen osan ensimmäinen kysymys käsittelee suoraan osakkeiden hyödyntämistä yrityskaupoissa tai muissa investoinneissa. Taulukossa 5 esitettyjen tulosten perusteella näyttää siltä, että kyseinen aihe on hyvin tärkeä takaisinostopäätöksiä tehdessä. Vastaajista selkeästi suurin osa eli 84,6 % kokee yrityskaupat tai muut investoinnit tärkeäksi takaisinostopäätöksiä

tehtäessä. Sama suuntaus oli havaittavissa myös avoimiin kysymyksiin saatujen vastausten kautta.

Yritysvaltausten ehkäisemisen kannalta osakkeiden takaisinostot eivät näytä nousevan kovin merkittävään asemaan. Vain 15,4 % vastaajista näki aiheen tärkeänä. Kysymyksen asettelun kannalta täytyy huomata, että vastaukset riippuvat pääosin siitä, onko yritysvaltauksen uhka yrityksen kannalta kovin ilmeinen. Vastausten voidaan olettaa olevan enemmän samaa mieltä, jos kyseinen uhka olisi suurempi. Näin ollen kysymyksen tarkemman käsittelyn kannalta tulisi selvittää tarkemmin yrityskohtaisia tilanteita, joka on kyselytutkimuksen keinoin varsin hankalaa.

Karhusen (2002) tutkimus osoitti, että pääomarakenteen parantaminen oli varsin yleisesti ilmoitettu syy takaisinosto-ohjelmaa perustettaessa. Pääomarakenteen kehittämiseen voidaan yhdistää myös yritysten tunnuslukujen parantamiset. Kyselylomakkeen kolmannessa osassa pääomarakenteen kehittämistä selvitetään lähemmin neljännessä kysymyksessä. Vastaajista 61,5 % piti tärkeänä rahoitusrakenteen muuttamista lähemmäksi haluttua velkaantumistasetta. Myös avoimista kysymyksistä saadut vastaukset tukivat tätä näkökulmaa.

Pääomarakenteen kehittyminen näkyy myös yrityksen tunnusluvuissa. Erityisesti osakemarkkinoilla on esiintynyt varsin yleisesti käsitys siitä, että takaisinostoilla pyritään tunnuslukujen ja erityisesti osakekohtaisen tuloksen (EPS) parantamiseen. Tulosten perusteella kyseinen aihe saakin jokseenkin tukea, kuitenkin melko vähäisin määrin. Vastaajista 38,5 % kokee osakekohtaisen tuloksen parantamisen tärkeäksi takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Varsin vakiintuneiden aiempien oletusten perusteella osakekohtaisen tuloksen parantamisen olisi voinut olettaa saavan enemmänkin painoarvoa. Muiden tunnuslukujen (esim. ROA, ROE, P/E-luku) parantaminen jää vielä vähäisemmäksi merkitykseltään kuin osakekohtaisen tuloksen parantaminen. Vain 30,8 % vastaajista kokee muiden tunnuslukujen parantamisen tärkeäksi.

Taulukko 5. Kyselylomakkeen kolmas osa

Kuinka tärkeitä seuraavat tekijät ovat osakkeiden takaisinostopäätöksenne kannalta?	Kohtalaisen tärkeä tai hyvin tärkeä %	Keskiarvo
1. Osakkeiden hyödyntäminen yrityskaupoissa tai muissa investoinneissa (e)	84,6	0,77
2. Osakkeiden takaisinostojen ajoitus (l)	61,5	0,54
3. Osakkeen aliarvostus (n)	61,5	0,46
4. Rahoitusrakenteen muuttaminen lähemmäksi haluttua velkaantumistasetta (g)	61,5	0,23
5. Osakkeen likviditeetti (m)	61,5	0,15
6. Ylimääräisen kassan/likvidien varojen olemassaolo haluttuun kassatasoon verrattuna (h)	46,2	-0,08
6. Omien osakkeiden käyttö kannustinjärjestelmissä (f)	46,2	-0,08
8. Osakkeiden takaisinostojen joustavuus voitonjaossa osinkoihin verrattuna (k)	38,5	-0,23
9. Osakekohtaisen tuloksen (EPS) kasvattaminen (b)	38,5	-0,31
9. Osakekurssin tukeminen osakkeiden takaisinostojen avulla (p)	38,5	-0,31
11. Osakkeenomistajien henkilökohtainen verotus osakkeiden takaisinostojen/osinkojen yhteydessä (a)	30,8	-0,31
12. Optio- tai muiden järjestelyjen aiheuttaman diluution tasoittaminen (j)	30,8	-0,38
13. Muiden tunnuslukujen (esim. ROA, ROE, P/E-luku) parantaminen (c)	30,8	-0,46
14. Kassan vähentäminen osoittaaksemme, että yhtiö käyttää kassavaroja tehokkaasti (i)	23,1	-0,46
14. Osakekurssimuutokset osakkeiden takaisinostojen yhteydessä (o)	23,1	-0,46
16. Osakkeiden kerääminen mahdollista yritysvaltauksen vastustusta varten (d)	15,4	-0,85

Tutkimuksen tulokset osoittavat kohtalaista tukea free cash flow – hypoteesille. Esimerkiksi ylimääräisen kassan olemassaololla vaikuttaisi olevan melko paljon merkitystä osakkeiden takaisinostojen suorittamiseen. Vastaajista hieman alle puolet eli 46,2 % kokee vapaat kassavarat tärkeiksi takaisinostopäätösten kannalta. Tätä pienempi merkitys havaitaan kuitenkin siinä, että yritys vähentäisi kassaansa osoittaakseen, että se käyttää kassavarojaan tehokkaasti. Vain 23,1 % näkee kassavarojen tehokkaan käytön tärkeänä tekijänä päätöksiä tehtäessä. Näin ollen voidaan olettaa, että yrityksissä ei ole suurta huolta agenttiongelmien vaikutuksesta yritykseen ainakaan osakkeiden takaisinostoista päätettäessä.

Yleisesti markkinoilla on noussut esiin mielipiteitä, että suomalaisilla yrityksillä on tällä hetkellä varsin suuret vapaat kassavarat käytettävänä. (esim. ”Nokia ostaa vilkkaasti omia osakkeitaan.” Digitodayn WWW-sivusto, finanssiosio. <http://www.digitoday.fi/page.php?page_id=10&news_id=200511802>). Monet suuret suomalaiset yritykset toteuttavat yhä suurempia ja laajempia osakkeiden takaisinostohjelmia sekä samanaikaisesti myös osingonjakoa. Kuitenkaan vapaiden kassavarojen olemassaolo ei näytä nousevan keskeiseksi tekijäksi osakkeiden takaisinostopäätösten kannalta. Näin ollen voidaan olettaa, että kasvaneita rahavaroja ei koeta ongelmalliseksi eli teoreettisesti nähtynä free cash flow - hypoteesin ja agenttiongelmien merkitys ei nousisi suureksi.

Verohypoteesi on erityisen mielenkiintoinen suomalaisilla pörssimarkkinoilla, jotka ovat kohdanneet varsin isoja muutoksia verotuksen näkökulmasta. Muutamissa kansainvälisissä tutkimuksissa (esim. Grullon & Michaely 2002) on todettu verohypoteesilla olevan merkitystä takaisinostoissa, mutta pitää muistaa, että voitonjakotapojen verotus on suomalaisilla pörssimarkkinoilla erilainen esimerkiksi Yhdysvaltoihin verrattuna. Eroavaisuudet näkyvät myös tuloksissa, koska kyselyyn vastaajista vain 30,8 % kokee osakkeenomistajien henkilökohtaisen verotuksen tärkeäksi tekijäksi takaisinostojen yhteydessä. Tulokset ovat sinänsä odotettuja, koska osakkeiden takaisinostojen määrä on noussut Suomessa viime vuosina, vaikka ne ovat edelleen verotuksen näkökulmasta epäedullisessa asemassa osingonjakoon nähden.

Karhusen (2002) tekemässä tutkimuksessa kannustinjärjestelmät nousivat yhdeksi syyksi osakkeiden takaisinostoille. Tässä tutkimuksessa tehdyssä kyselyssä näyttää

myös siltä, että kannustinjärjestelmät ovat yksi mahdollinen syy takaisinostojen suorittamiseen. Pitää kuitenkin huomata, että kannustinjärjestelmiä voi olla monia erilaisia, eikä esitetty kysymys tarkemmin erittele niiden ominaisuuksia. Vastaajista 46,5 % piti osakkeiden käyttöä kannustinjärjestelmissä tärkeänä, joten näyttäisi siltä, että tässä kyselyssä kannustinjärjestelmät saavat jopa hieman suurempaa tukea kuin Karhusen (2002) saamista tuloksissa, joissa kyseinen syy oli esillä vain 21 % tapauksissa.

Diluution merkitys osakkeiden takaisinostopäätöksiin näyttää olevan kohtalaisen vähäinen. Vain 30,8 % vastaajista kokee diluution merkityksen tärkeäksi. Näin ollen osakkeenomistajien kokemaa diluutiota ei nähdä erityisen ongelmallisena esimerkiksi optiojärjestelyjen toteuttamisen jälkeen. Osakekurssin kehityksellä ei silläkään näytä olevan kovin suurta painoarvoa osakkeiden takaisinostojen teettäessä. Osakekurssin tukeminen saa kaikilta vastaajilta vain 38,5 % osuuden kaikista vastauksista. Pitää kuitenkin huomata, etteivät kyseisten kohtien keskiarvot ole kovin negatiivisia eli mielipiteet eivät ole erityisen vahvasti kielteisiä.

Osakekurssimuutosten merkitys saa vielä vähäisempää kannatusta osakkeiden takaisinostojen yhteydessä. Vain 23,1 % vastaajista piti muutosten roolia tärkeänä. Näin ollen mahdolliset kurssimuutokset takaisinostojen yhteydessä eivät nouse keskeiseksi tekijäksi takaisinostopäätöksiä tehdessä. Sen sijaan ennen osakkeiden takaisinostojen tapahtuva osakkeen aliarvostus on kuitenkin tärkeä osa päätöksentekoa. Suurin osa eli 61,5 % vastaajista näkee aiheen kohtalaisen tärkeänä tai hyvin tärkeänä. Keskiarvo ei ole kuitenkaan kovin korkea, joten voidaan olettaa, että näkemykset eivät ole kovin jyrkkiä aliarvostuksen merkityksen puolesta. Aliarvostus liittyy kiinteästi myös signaalintihypoteesiin eli tässä tapauksessa yrityksen johto ostaisi omia osakkeita ja signaloisi osakkeen alhaista hintaa tulevaisuuden odotuksiin nähden.

Osakkeiden takaisinostojen joustavuus voitonjaossa osinkoihin nähden ei ole vastaajien mielestä kovin tärkeä seikka takaisinostopäätöksiensä kannalta. Vastaajista alle puolet eli 38,5 % näkee joustavuuden merkityksen tärkeäksi. Joustavuuden voidaan ajatella tapahtuvan molempiin suuntiin eli helpon voitonjaon lisäämistävän lisäksi voitonjakoa voidaan joustavasti myös vähentää osakkeiden takaisinostojen kautta. Joustavuuden olemassaoloa tukivat osittain aiemman kysymyksen tulokset siitä, että osakkeiden

takaisinostoja voidaan vähentää ilman negatiivisia seuraamuksia. Tässä kysymyksessä tulee kuitenkin esiin, että kyseinen joustavan voitonjaon mahdollisuus ei välttämättä ole keskeinen tekijä takaisinostoista päätettäessä.

Etukäteen voisi olettaa, että kuten muutkin sijoittajat, yrityksen johto haluaisi ostaa omia osakkeitaan oikeaan aikaan ja saada sijoitukselleen parhaan muodollisen tuoton. Kyselyyn vastanneiden mielestä takaisinostojen ajoitus onkin varsin tärkeää takaisinostopäätöksen kannalta. Vastaajista 61,5 % näkee ostopäätöksellä olevan merkitystä päätöksiä tehtäessä. Mielenkiintoista olisikin tutkia tarkemmin, kuinka suureksi syyksi takaisinostojen ajoitus nousisi verrattaessa johonkin muuhun syyhyn eli voisiko mahdollisesti huono ajoitus estää vapaan kassavirran jakamisen osakkeiden takaisinostojen avulla.

Kuten teoriaosassa aiemmin mainittiin, osakkeen likviditeetillä on yhteys osakkeen tuottoon. Tässäkin tutkimuksessa vastausten perusteella näyttää siltä, että osakkeen likviditeetillä on merkitystä takaisinostopäätöksissä. Vastaajista 61,5 tukee näkemystä, mutta on huomattava, että vastausten keskiarvo on varsin pieni suureen prosenttiosuuteen nähden. Näin ollen likviditeetin merkitystä ei välttämättä koeta kovin vahvaksi, mutta se kuitenkin noteerataan takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Voidaan olettaa, että yritys pyrkii säilyttämään osakkeen likviditeetin hyvällä tasolla, eikä ainakaan halua merkittävästi heikentää sitä vähentämällä markkinoilla olevien osakkeiden määrää osakkeiden takaisinostojen kautta.

4.5 Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti

Validiteetin kannalta keskeiseksi kysymykseksi nousee: Mistä näkökulmasta osakkeiden takaisinostojen syitä tulisi tarkastella? Aihealuetta voitaisiin käsitellä markkinoiden reaktioiden, osakkeenomistajien tai mahdollisesti yrityksen johdon näkökulmasta. Tähän tutkimukseen on valittu viimeinen vaihtoehto eli korostetaan yrityksen johdon merkitystä takaisinostojen suorittamisessa. Yksi mahdollinen vaihtoehto olisi lähestyä ongelmaa markkinareaktioiden kautta. Tällaisessa tutkimuksessa kuitenkin keskeinen tekijä eli yrityksen johto jäisi lähes täysin noteeraamatta takaisinostojen syiden tarkastelussa.

Johdon näkökulman hyvinä puolina voidaan nähdä keskittyminen olennaiseen. Yrityksen johdolla on keskeinen asema, kun tehdään päätöksiä osakkeiden takaisinostoista. Johdolla on mahdollisuus päättää mm. takaisinostojen ajankohdasta sekä ostettavien osakkeiden määrästä. Markkinareaktioiden kvantitatiivinen tutkimus johtaisi vain markkinoiden näkemykseen osakkeiden takaisinostojen syistä, kun taas tässä tutkimuksessa syitä kysytään suoraan takaisinostoista päättäviltä tahoilta.

Suomalaisten pörssimarkkinoiden kapeus aiheuttaa varsin suuria haasteita empiiriselle tutkimukselle. Suomessa on pienelle maalle tyypillisesti kohtalaisen vähän pörssiyrityksiä suuriin pörssimarkkinoihin verrattuna. Tässä tutkimuksessa keskitytään lisäksi näistä yhtiöistä vain niihin, jotka ovat suorittaneet omien osakkeiden ostoja Suomessa. Vaikka kymmenen vuoden aikaväli on varsin suuri, tämän hetken pörssiyrityksistä vain 65 on suorittanut osakkeiden takaisinostoja.

Tutkimuksen reliabiliteetin kannalta tulee kiinnittää huomiota erityisesti empiirisen osan kyselylomakkeeseen saatujen vastausten määrään. Koska vastausten kokonaismäärä on tässä tapauksessa vain 13, yhden vastauksen painoarvo tuloksissa nousee kohtuullisen suureksi. Kunkin vastauksen osuus on näin ollen 7,7 % kaikista vastauksista. Tämä vaikeuttaa erityisesti kyselylomakkeen kohtien vertailua keskenään. Jos kahden kohdan tulosten välinen ero on hyvin pieni, ei välttämättä voida tehdä johtopäätöksiä luotettavalla tasolla juuri näiden kahden vastauksen tulosten keskinäisestä suhteesta. Ei ole tässä tapauksessa kovin mielekästä vertailla kahta tulosta, jos vain yhden vastaajan antamat vastaukset tekevät eron kohtien välille. Jos tulosten välinen ero on suurempi, voidaan jo vertailla kahden kohdan välistä eroa sillä varauksella, että huomioidaan kuitenkin vastausten kohtalaisen pieni lukumäärä.

Jos halutaan käsitellä vain yhtä kysymyskohtaa kerrallaan, tulokset pysyvät varsin luotettavalla tasolla. Vastauksia on riittävä määrä, jotta saadaan yritysjohtajien näkemysten kautta kuvaa yksittäisten syiden merkityksestä osakkeiden takaisinostojen tekemiseen. Kyselylomake toimii varsin hyvin niiden syiden kohdalla, jotka eivät näytä olevan kovin merkityksellisessä asemassa takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Joissakin kohdissa kukaan vastaajista ei ole antanut tukea tietyn syyn merkitykselle. Pitää huomata, että suuremmalla vastausmäärällä nykyiset nollatuloksen saaneet kysymykset saattaisivat saada jonkin verran myönteisiäkin vastauksia. Voidaan kuitenkin olettaa,

että koska 13 vastaajaa ei nähnyt tietyllä syyllä suurta merkitystä, niin suurempikaan määrä vastaajia tuskin merkittävästi nostaisi prosenttiosuuksia.

Vastaamiseen liittyvät inhimilliset seikat voidaan yleisellä tasolla nähdä kaikkien kyselytutkimusten ongelmina. Vastaajan näkökulmasta esimerkiksi tiukan aikataulun tuoma kiire tai yksinkertaisesti vähäinen vastausmotivaatio voi osaltaan vaikuttaa vastauksiin ja sitä kautta myös tutkimuksen tuloksiin. Ongelma voi nousta esiin, jos kyse on hyvin yleisluontoisesta kyselystä, jossa vastaajan asemalla ei ole suurta merkitystä. Tässä tutkimuksessa aihealue on kuitenkin rajattu varsin kapeaksi, joten vastaajien tietotason ja motivaation voisi olettaa olevan melko korkealla tasolla. Kyselylomake on myös suunnattu ensisijaisesti talousjohtajille, joilla on työtehtävänsä puolesta hyvät valmiudet vastata aihealuetta koskeviin kysymyksiin. Luonnollisesti johtajilla on myös työn puolesta osittainen velvollisuus edustaa yhtiötään erilaisille sidosryhmille. Pitää kuitenkin muistaa, että vastaavanlaisia kyselyjä tehdään nykyään varsin paljon, eikä kaikkiin kyselyihin vastaaminen ole välttämättä mahdollista.

Inhimilliset seikat tulevat esiin myös tutkimuksen raportoinnissa. Suurien empiiristen aineistojen tarkastelussa voi joskus esiintyä virheitä vastausten kirjaamisessa tai tulosten laskentavaiheessa. Tässä tutkimuksessa vastausten määrä ei noussut suureksi, joten kaikki tiedon rekisteröintivaiheet pystyttiin tarkistamaan, jotta mahdolliset huolimattomuusvirheet saataisiin seulottua pois aineistosta. Voisikin olettaa, että tutkimuksessa vältyttiin tekemästä niitä virheitä, joita esiintyisi esimerkiksi käsitellessä satoihin havaintoyksikköihin perustuvaa kyselytutkimuksella hankittua aineistoa.

Tutkimuksen reliabiliteetin kannalta on myös tärkeää huomioida, että tutkimuksessa ei erikseen käsitellä sitä, kuinka monta kertaa ja milloin yritykset ovat suorittaneet osakkeiden takaisinostoja. Etukäteen ajateltuna tutkimuksessa käsiteltävä aikaväli olikin varsin laaja. Syy aikavälin valintaan löytyy markkinoiden pienestä koosta. Suomalaisilla pörssimarkkinoilla ei voida tehdä vertailua yhden tai kahden vuoden perusteella, koska havaintoyksikköjen määrät jäisivät minimaalisiksi. Aikatekijää ei näin ollen voida selkeästi huomioida tässä tutkimuksessa.

Osakkeiden takaisinostojen määrällä voi olla merkitystä myös takaisinostojen luonteeseen. Voisi olettaa, että kymmeniä kertoja takaisinostoja tehneelle yritykselle on

ehtinyt muodostua vakiintuneempia takaisinostokäytäntöjä kuin yhden tai kaksi kertaa omia osakkeita ostaneille yrityksille. Tähän seikkaan ei tämän tutkimuksen menetelmillä pystytä ottamaan kantaa, koska tässäkin tapauksessa markkinoiden pieni koko johtaisi hyvin pieneen perusjoukkoon. Voisi kuitenkin olettaa, että takaisinostopäätöksiä tehdessä yritys joutuu aina ottamaan kantaa kohtalaisen samankaltaisiin kysymyksiin. Näin ollen takaisinostosuoritusten määrillä ei tulisi olla suuria eroja lyhyellä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä yrityksen käytännöt ovat luonnollisesti voineet muuttua paljonkin.

Tutkimuksessa haluttiin ensisijaisesti selvittää mahdollisimman ajankohtaisia näkemyksiä osakkeiden takaisinostoista. Suomalaisten pörssimarkkinoiden pienen koon vuoksi ei kuitenkaan voitu keskittyä vain viime vuosina takaisinostoja suorittaneisiin yhtiöihin. Näin ollen voi olla mahdollista, että kyselyyn on vastannut myös talousjohtajia, joiden yhtiöiden tekemistä osakkeiden takaisinostoista on aikaa useampia vuosia. Kyselylomakkeessa on kuitenkin mukana kysymyksiä, jotka eivät ole ns. aikariippuvaisia eli niihin voidaan vastata nykynäkemyksen pohjalta, vaikka osakkeiden takaisinostot olisi tehty 2000-luvun alussa. Näin ollen lomakkeen rakenteen muotoilussa jouduttiin joissakin kohtaa pitäytymään yleisemmällä tasolla suomalaisten pörssimarkkinoiden pienen koon vuoksi.

Koska kyseessä on kvantitatiivinen tutkimus, on aiheellista ottaa kantaa myös empiirisessä tutkimuksessa esiintyvään katoon. Tämän tutkimuksen tapauksessa katoa voidaan analysoida sen mukaan, minkä toimialojen yhtiöiden johtajat ovat vastanneet kyselyyn. Koska vastaajien määrä on varsin pieni, vastaajien ja vastausten anonymiteetin säilyttämiseksi toimialoja ei kuitenkaan tarkemmin eritellä. Tutkimuksen pohjatiedostosta kuitenkin nähdään, että vastaukset ovat jakautuneet varsin hyvin eri toimialojen kesken. Saatujen vastausten voidaan näin ollen olettaa edustavan melko hyvin koko perusjoukkoa.

Kyselylomakkeen laidinnassa haluttiin tietoisesti pitää kysymykset selkeinä ja helposti ymmärrettävinä. Tämä päätös johtui pääosin siitä, että empiirisessä tutkimuksessa ei ollut mahdollisuutta tutkijan läsnäoloon vastatessa, koska tutkimuksen havaintoyksiköiden määrä oli melko suuri. Kaikissa rasti ruutuun - kysymyksissä annettiin vastaajalle mahdollisuus vastata ”ei osaa sanoa”, jotta vastausvaihtoehdot

olisivat mahdollisimman kattavat. Kyseiset kohdat toimivat myös hyvänä indikaattorina siitä, kuinka selkeästi ymmärrettäviä kysymykset olivat. Koska ”ei osaa sanoa” – vastauksia oli varsin pieni määrä, voisi olettaa, että vastaajilla ei ollut suuria ongelmia kysymysten ymmärtämisessä. Avoimissa kysymyksissä annettiin myös mahdollisuus vapaaseen kommentointiin. Kyseisessä osiossa ei kuitenkaan kysytty neuvoja vastaamiseen tai tuotu esiin jonkin kysymyksen epäselvyyttä, mikä osaltaan kertoo kysymysten selkeydestä ja ymmärrettävyydestä.

4.6 Päätelmät

Aiempi tutkimus on painottanut vahvasti muutamien hypoteesien merkitystä, eikä ns. käytännöllisemmille syyille ole annettu paljon painoarvoa tutkimuskentässä. Karhusen (2002) tutkimuksessa selvitettiin monipuolisesti osakkeiden takaisinostojen syitä tarkastelemalla yritysten antamia virallisia pörssitiedotteita. Kyseisestä tutkimuksesta kävi ilmi, että erityisesti omien osakkeiden käyttö yritysjärjestelyissä on usein ilmoitettu syy takaisinostoihin.

Taulukkoon 6 on koottu muutamia kysymyslomakkeen kohtia, jotka liittyvät keskeisesti myös aihealuetta koskevaan keskusteluun. Tutkimuksen tulokset antavat viitteitä siitä, että aiempien virallisten tiedotteiden lisäksi myös talousjohtajien nyky näkemykset tukevat yritysjärjestelyiden suurta merkitystä osakkeiden takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Varsin suuri osuus vastaajista tukee tätä olettamusta. Myös hyvien investointimahdollisuuksien olemassaololla näyttäisi olevan merkitystä. Molemmat kysymykset osoittavat, että yritysjärjestelyt ja investoinnit ovat melko keskeisessä asemassa takaisinostoista päätettäessä. Myös avoimiin kysymyksiin saadut vastaukset tukevat tätä näkemystä.

Muut ns. käytännölliset syyt eivät nousseet kovin suuresti esiin tutkimuksen tuloksissa. Erityisesti diluution merkitys takaisinostoissa vaikutti jäävän varsin vähäiseksi. Pääomarakenteen ja yrityksen tunnuslukujen parantaminen ei sekään noussut yhtä selkeästi esiin kuin mitä pörssitiedotteiden perusteella olisi voinut olettaa. Pitää kuitenkin huomata, että tutkimuksessa pääomarakenteen kehittämistä käsiteltiin osittain epäsuorasti tunnuslukujen parantamisen kautta. Avoimissa kysymyksissä saatiin

viitteitä siitä, että pääomarakenteen kehittämällä on kuitenkin jonkin verran merkitystä takaisinostoista päätettäessä.

Taulukko 6. Kyselylomakkeesta saatuja vastausprosentteja

Kuinka tärkeitä seuraavat tekijät ovat osakkeiden takaisinostopäätöksenne kannalta?	Kohtalaisen tärkeä tai hyvin tärkeä %	Keskiarvo
Osakkeiden hyödyntäminen yrityskaupoissa tai muissa investoinneissa	84,6	0,77
Hyvien investointimahdollisuuksien olemassaolo	84,6	0,69
Fuusioiden ja yritysostojen strategia	69,2	0,77
Osakkeenomistajien henkilökohtainen verotus osakkeiden takaisinostojen/osinkojen yhteydessä	30,8	-0,31
Kassan vähentäminen osoittaaksemme, että yhtiö käyttää kassavaroja tehokkaasti	23,1	-0,46
Kuinka hyvin seuraavat väittämät vastaavat yrityksenne näkemyksiä?	Samaa mieltä tai vahvasti samaa mieltä %	Keskiarvo
Osinkojen vähentämisellä on negatiivisia seuraamuksia	92,3	0,92
Osakkeiden takaisinostot välittävät informaatiota yrityksestämme sijoittajille	84,6	0,69
Osakkeiden takaisinostojen vähentämisellä on negatiivisia seuraamuksia	0	-0,77

Jo Vermaelen (1981) toi esiin verojen varsin vähäisen merkityksen osakkeiden takaisinostoissa. Useissa aiheita koskevissa suomalaisissa tarkasteluissakin (esim. Knupfer & Puttonen 2004) käsitellään verojen merkitystä takaisinostoihin. Melko usein tarkastelut päättyvät toteamukseen, ettei osakkeenomistajien verokohtelun pitäisi vaikuttaa takaisinostopäätöksiin, koska yritykset toimivat osakkeiden takaisinostojen suorittamalla osakkeenomistajien verotuksen kannalta epäedullisesti. (Knupfer & Puttonen 2004). Verohypoteesilla on Grullonin ja Michaelyn (2002) mukaan kuitenkin merkitystä tarkasteltaessa Yhdysvaltojen osakemarkkinoita. Suomalaisilla

osakemarkkinoilla osakkeenomistajien verokohtelu on kuitenkin hyvin erilainen kuin yhdysvaltalaisilla markkinoilla. Tässä tutkimuksessa saadut tulokset antavatkin viitteitä siitä, ettei osakkeenomistajien henkilökohtainen verotus nouse yritysten talousjohtajien näkemysten perusteella kovin tärkeäksi tekijäksi takaisinostoista päätettäessä.

Jensenin free cash flow - hypoteesi (1986) ei sekään saa suuresti tukea tutkimuksen tulosten perusteella. Ylimääräisten kassavarojen olemassaololla haluttuun kassatasoon nähden on merkitystä talousjohtajille, mutta kuten tulokset osoittavat, vain pieni osa johtajista näkee tärkeänä kassan vähentämisen osoittaakseen, että yritys käyttää kassavaroja tehokkaasti. Viime vuosina on puhuttu suomalaisten pörssiyritysten ja erityisesti Nokian suurista kassavaroista. Tutkimusten tulosten perusteella näyttää siltä, ettei ylimääräisiä kassavaroja nähdä ongelmallisiksi kassan tehokkaan käytön suhteen eli yritykset eivät näin ollen koe suuria agenttiongelmia kassavarojen käytön suhteen. Olisikin mielenkiintoista tutkia sitä, miten toinen osapuoli eli osakkeenomistajat kokevat ylimääräisten kassavarojen merkityksen.

Signalointihypoteesi eli tiedon välittäminen markkinoille näyttää tulosten perusteella varsin merkitykselliseltä takaisinostojen yhteydessä. Kuten Dann (1981) jo tutkimuksessaan havaitsi, osakkeiden takaisinostojen koetaan välittävän informaatiota markkinoille. Tässä tutkimuksessa ei oteta kantaa siihen, miten informaatio koetaan markkinoilla ja miten se vaikuttaa yhtiön osakekurssiin. Sen sijaan voidaan todeta, että ainakin yritysten talousjohtajat kokevat takaisinostojen sisältävän informaatiota. Varsin korkea prosenttiosuus tukee tätä toteamusta, joten signalointihypoteesilla näyttää olevan merkitystä suomalaisilla pörssimarkkinoilla.

Ikenberryn ja Vermaelenin (1996) optionäkökulma ei tulosten perusteella saisi kovin suurta tukea talousjohtajien näkemyksissä. Investointimahdollisuuksia arvostetaan suuresti, mutta oma osake ei erityisesti korostu investointimahdollisuutena. Ikenberryn ja Vermaelenin (1996) optionäkökulman tulisi korostua erityisesti suomalaisilla osakemarkkinoilla, koska niillä suoritetaan avomarkkinaostoja, jotka ovat takaisinostotavoista joustavimpia ja nopeimpia suorittaa. Näin ei kuitenkaan tapahdu, joten voidaan olettaa, että takaisinosto-ohjelman perustamisessa syntyvä optio ei ole ensisijainen syy ohjelman perustamiseen.

Voitonjaon näkökulmassa on usein ollut tapana verrata keskenään osingonjaon ja osakkeiden takaisinostojen verokohtelua. (esim. Knupfer & Puttonen 2004). Voitonjakotapoja voidaan myös vertailla sen perusteella, kumpaa tapaa osakkeenomistajat preferoivat. Vertailussa voitonjakotapoja ei voida kuitenkaan nähdä toisensa poissulkevinä toimenpiteinä. Nykyään yrityksillä on usein käytössä sekä osingonjako- että osakkeiden takaisinosto-ohjelma. Takaisinostot voidaan nähdä hieman joustavampana voitonjakotapana, koska valtuutuksen saatuaan yrityksen johto voi suorittaa takaisinostoja ilman uutta yhtiökokouksen koolle kutsumista.

Tutkimuksen tuloksissa tulee esiin varsin selkeä seikka, joka erottaa kyseiset voitonjakotavat toisistaan. Osingonjaon vähentämisen koetaan aiheuttavan negatiivisia seuraamuksia yritykselle. Sen enempää käsittelemättä kyseisten seurausten laatua, voidaan olettaa, että yritykset eivät välttämättä halua suuresti lisätä osingonjakoaan, etteivät ne myöhemmin joudu kohtaamaan negatiivisia seuraamuksia. Osakkeiden takaisinostojen tapauksessa tilanne on täysin erilainen, ainakin talousjohtajien näkemysten mukaan. Takaisinostojen ei koeta johtavan vastaavanlaisiin negatiivisiin seuraamuksiin, joten niiden tasoa voidaan periaatteessa muutella varsin vaivattomasti.

Tilapäisten ylimääräisten kassavarojen tapauksessa voisikin olla perusteltua hetkellisesti korottaa voitonjakoa juuri osakkeiden takaisinostojen kautta, koska mahdollisten heikompien liikevoittojen ilmetessä takaisinostoja voitaisiin vähentää kohtaamatta negatiivisia seuraamuksia. Kyseinen selitys voisi olla erityisen todennäköinen nykyisillä suomalaisilla pörssimarkkinoilla, kun yrityksillä on hallussaan suhteellisen suuret kassavarat.

5 YHTEENVETO

Omien osakkeiden ostot ovat viime vuosina lisääntyneet voimakkaasti Suomessa. Suuret yhtiöt perustavat laajamittaisia osakkeiden takaisinosto-ohjelmia ja suorittavat niiden mukaisesti omien osakkeiden hankintoja. Erilaiset lainsäädännölliset muutokset ovat myös tuoneet osakkeiden takaisinostoja tasavertaisemmaksi voitonjakomuodoksi osingonjaon rinnalle. Erityisesti yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luopumisella voisi olettaa olevan merkitystä osakkeiden takaisinostojen määriin ja osingonjaon tasoon.

Osakkeiden takaisinostojen syitä on käsitelty varsin monipuolisesti kansainvälisessä tutkimuskentässä. Useimmiten nämä tutkimukset keskittyvät kuitenkin vain yhteen tai muutamaan hypoteesiin ja niiden aiheuttamien markkinareaktioiden tutkimiseen. Tässä tutkimuksessa takaisinostojen syitä käsiteltiin erityisesti yrityksen johdon näkökulmasta. Yrityksen johto onkin asemansa puolesta keskeisessä roolissa osakkeiden takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Johdon etuna voidaan nähdä se, että sillä on asemansa vuoksi käytössään suurempi informaatiomäärä kuin muilla sijoittajilla omia osakkeita ostaessaan.

Tutkimuksen tulokset antavat viitteitä siitä, että monet ns. käytännölliset syyt ovat hyvin tärkeitä osakkeiden takaisinostopäätöksiä tehtäessä. Erityisesti osakkeiden käyttö yritysjärjestelyissä ja muissa investoinneissa nousi varsin selkeästi esiin sekä kyselylomakkeen rasti ruutuun - osiossa että avoimiin kysymyksiin saaduissa vastauksissa. Aiemmin esitetyistä hypoteeseista erityisesti signaalointihypoteesi saa tukea tämänkin tutkimuksen tulosten perusteella. Sen sijaan free cash flow - hypoteesi ja verohypoteesi eivät talousjohtajien antamien vastausten perusteella nousisi kovin ratkaisevaan asemaan takaisinostopäätöksiä tehtäessä.

Tuloksia täytyy kuitenkin tarkastella suhteessa tutkimuksen reliabiliteettiin. Tämän tutkimuksen kohdalla täytyy huomata, että vastaajien kokonaismäärä ei ole kovin suuri. Näin ollen eri kysymyskohtien keskinäinen vertailu ei välttämättä ole kovin perusteltua, koska yhden vastauksen merkitys on melko suuri, minkä vuoksi erityisesti pieniä eroja ei ole mielekäästä vertailla keskenään. Tuloksista voidaan kuitenkin vetää

johtopäätöksiä, jos yksittäisiä kysymyksiä käsitellään erikseen. Kysymyskohtien vertailu sen sijaan edellyttäisi suurempaa vastausten lukumäärää.

Tutkimus antaa viitteitä siitä, että paljon käsiteltyjen hypoteesien lisäksi yrityksen toiminnan kannalta hyvin käytännöllisillä syillä on myös merkitystä osakkeiden takaisinostoihin. Näin ollen takaisinostoista muodostuu hyvin laaja kokonaisuus, josta on vaikea erottaa yksittäisten syiden merkityksiä. Jatkotutkimuksessa voisikin olla mahdollista painottaa esimerkiksi yhden tai muutaman yrityksen näkökulmasta sitä kokonaisuutta, jonka vuoksi kyseiset yritys päättävät suorittaa takaisinostoja. Tämänkaltainen tutkimus olisi kuitenkin jo lähempänä case-tyyppistä tutkimusta, koska tavallisella kyselytutkimuksella olisi vaikeaa käsitellä syiden merkitystä syvemmin ja samalla verrata niiden keskinäisiä suhteita. Jatkossa olisi myös hyvä uusia tässä tehty tutkimus, jos resurssit mahdollistaisivat suuremman vastausmäärän kokoamisen.

LÄHTEET

Kirjallisuus:

- Asquith, P. & Mullins, D, Jr. 1986. Signalling with Dividends, Stock Repurchases and Equity Issues. *Financial Management*, 15, 3, 27–44.
- Brealey, R. & Myers, S. 2000. *Principles of corporate finance*. Sixth edition. McGraw-Hill.
- Comment, R. & Jarrell, G. A. 1991. The Relative Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender-Offers and Open-Market Share Repurchases. *The Journal of Finance*, 46, 4, 1243–1271.
- Dann, L. 1981. Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9, 113–138.
- Grullon, G. & Michaely, R. 2002. Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis, *Journal of Finance*, 57, 4, 1649–1684.
- Harris, M & Raviv, A. 1985. A Sequential Signaling Model of Convertible Debt Call Policy, *Journal of Finance*, 40, 5, 1263–1281.
- Ikenberry, D. L., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. 1995. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181–208.
- Ikenberry, D. L., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. 2000. Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading. *Journal of Finance*, 55, 5, 2373–2397.
- Ikenberry, D. L. & Vermaelen, T. 1996. The Option to Repurchase Stock. *Financial Management*, 25, 4, 9–24.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 2, 323–329.
- Karhunen, J. 2002. *Essays on tender offers and share repurchases*. Helsinki: Helsinki School of Economics.
- Kasanen, E., Lukka, K. & Siitonen, A. 1991. Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteessä. *Liiketaloudellinen aikakauskirja*, 40, 3, 301–329.
- Knupfer, S. & Puttonen, V. 2004. *Moderni rahoitus*. Werner Söderstöm Osakeyhtiö, Helsinki.
- Miller, M. & Modigliani, F. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, 4, 411–433.

- Modigliani, F. & Miller, M. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 3, 261–297
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2000. *Yritysrahoitus*. Edita, Helsinki.
- Nohel, T. & Tarhan, V. 1998. Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on The Agency Costs of Free Cash Flow. *Journal of Financial Economics*, 49, 2, 187–222
- Ross, S, Westerfield, R. & Jaffe, J. 2002. *Corporate finance*. Sixth edition. McGraw-Hill.
- Spence, A. M., 1973. Job market signalling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 3, 355–374
- Tomperi, I. 2004. *Liquidity effects, timing and reasons for open-market share repurchases*. Vaasa: Universitas Wasaensis.
- Vermaelen, T. 1981. Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 9, 139–183.
- Vermaelen, T. 1984. Repurchase Tender Offers, Signalling and Managerial Incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 2, 163–181.

Virallislähteet:

Osakeyhtiölaki 1978/734

Digitaaliset lähteet:

Digitoday WWW-sivusto, finanssiosio.

<http://www.digitoday.fi/page.php?page_id=10&news_id=200511802>
(viitattu 21.5.2007)

Halme, M., Karhunen, J., Kempas, J. & Korhonen, T. 1999. Credibility of Open Market Share Repurchases as a Positive Signal, Finnish Evidence.

<<http://hkks.fi/sijoittajapalvelin/arkisto/credibilityofopenmarketshare.html>>
(Viitattu 21.5.2007)

Investopedia, Employee Stock Option.

<<http://www.investopedia.com/terms/e/eso.asp>> (Viitattu 21.5.2007)

Investopedia, Employee Stock Purchase Plan.

<<http://www.investopedia.com/terms/e/espp.asp>> (Viitattu 21.5.2007)

Investopedia, What is dilutive stock?

<<http://www.investopedia.com/ask/answers/06/dilutivestock.asp>> (Viitattu 21.5.2007)

Kauppalehti Online, pörssitiedotteet.

<http://www.kauppalehti.fi/4/0x20/porssi/hex/porssitiedotteet_perushaku.jsp> (Viitattu 21.5.2007)

Menetelmäopetuksen valtakunnallinen tietovaranto: Postikyselyaineiston kokoaminen

<<http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/postikysely/postikysely.html>> (Viitattu 21.5.2007)

OMX Corporate, pörssitiedotteet

<<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/markkinainformaatio/porssitiedotteet>> (Viitattu 21.5.2007)

LIITTEET

Liite 1. Yrityksiin lähetetty kyselylomake

Kuinka hyvin seuraavat väittämät vastaavat yrityksenne näkemyksiä?

1. Osakkeiden takaisinostopäätökset tehdään investointisuunnitelmien määrittelyn jälkeen

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

2. Osingonjakopäätökset tehdään investointisuunnitelmien määrittelyn jälkeen

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

3. Osakkeiden takaisinostojen vähentämisellä on negatiivisia seuraamuksia

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

4. Osinkojen vähentämisellä on negatiivisia seuraamuksia

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

5. Osakkeiden takaisinostojen vähentämisen sijaan keräisimme muualta rahaa tuottavaan projektiin

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

6. Osakkeiden takaisinostojen merkitys on nyt suurempi kuin aiemmin viimeisen 10 vuoden aikana

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

7. Osakkeiden takaisinostot välittävät informaatiota yrityksestämme sijoittajille

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

8. Suoritamme takaisinostoja erottuaksemme positiivisesti kilpailijoistamme

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

9. Suoritamme takaisinostoja näyttääksemme, että voimme lainata ulkoista pääomaa tai jättää investointeja toteuttamatta, jotta erotumme positiivisesti kilpailijoistamme

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

10. Suoritamme takaisinostoja omataksemme halutun luottoluokituksen

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

11. Takaisinosto-ohjelman perustaminen luo hyödyllisen investointimahdollisuuden omaan osakkeeseen

vahvasti eri mieltä eri mieltä ei osaa sanoa samaa mieltä vahvasti samaa mieltä

Kuinka tärkeitä seuraavat tekijät ovat osakkeiden takaisinostopäätökseenne kannalta? (1. osa)

1. Tilapäinen muutos liikevoitossa

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

2. Pysyvä muutos liikevoitossa

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

3. Tulevien liikevoittojen stabiliteetti

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

4. Hyvien investointimahdollisuuksien olemassaolo

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

5. Mahdollisuus, että takaisinostot osoittavat, että yhtiömme kannattavien investointien määrä on vähäinen

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

6. Kilpailijoiden tai muiden toimialan yhtiöiden takaisinostopolitiikat

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

7. Institutionaalisten osakkeenomistajiemme vaikutus

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

8. Ulkomaisten osakkeenomistajiemme vaikutus

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

9. Uusien osakkeiden liikkeeseenlaskun aiheuttamat kustannukset

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

10. Johdonmukaisuuden säilyttäminen aiemman takaisinostopolitiikan kanssa

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

11. Yksityisten osakkeenomistajien houkuttelu yhtiömme osakkeenomistajiksi

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

12. Institutionaalisten osakkeenomistajien houkuttelu yhtiömme osakkeenomistajiksi

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

13. Oletus, että asiantuntevat sijoittajat hyötyvät takaisinostoista enemmän kuin vähemmän asiantuntevat

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

14. Osakkeen markkinahinta (jos osake on hyvä sijoitus senhetkiseen arvoonsa nähden)

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

15. Se, onko osake hyvä investointi muihin investointimahdollisuuksiin verrattuna

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

16. Fuusioiden ja yritysostojen strategia

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

Kuinka tärkeitä seuraavat tekijät ovat takaisinostopäätöksenne kannalta? (2. osa)

1. Osakkeenomistajien henkilökohtainen verotus osakkeiden takaisinostojen/osinkojen yhteydessä

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

2. Osakekohtaisen tuloksen (EPS) kasvattaminen

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

3. Muiden tunnuslukujen (esim. ROA, ROE, P/E-luku) parantaminen

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

4. Osakkeiden kerääminen mahdollista yritysvaltauksen vastustusta varten

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

5. Osakkeiden hyödyntäminen yrityskaupoissa tai muissa investoinneissa

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

6. Omien osakkeiden käyttö kannustinjärjestelmissä

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

7. Rahoitusrakenteen muuttaminen lähemmäksi haluttua velkaantumistasetta

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

8. Ylimääräisen kassan/likvidien varojen olemassaolo haluttuun kassatasoon verrattuna

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

9. Kassan vähentäminen osoittaaksemme, että yhtiö käyttää kassavaroja tehokkaasti

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

10. Optio- tai muiden järjestelyjen aiheuttaman diluution tasoittaminen

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

11. Osakkeiden takaisinostojen joustavuus voitonjaossa osinkoihin verrattuna

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

12. Osakkeiden takaisinostojen ajoitus

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

13. Osakkeen likviditeetti

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

14. Osakkeen aliarvostus

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

15. Osakekurssimuutokset osakkeiden takaisinostojen yhteydessä

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

16. Osakekurssin tukeminen osakkeiden takaisinostojen avulla

ei lainkaan tärkeä ei kovin tärkeä ei osaa sanoa kohtalaisen tärkeä hyvin tärkeä

AVOIMET KYSYMYKSET

1. Mitkä ovat tärkeimmät syyt yrityksenne suorittamille osakkeiden takaisinostoille?
2. Millainen on omien osakkeiden ostojen rooli yrityksenne toiminnassa?
3. Mitkä ovat yrityksenne voitonjakopolitiikan pääperiaatteet?
4. Mahdollisia muita kommentteja osakkeiden takaisinostoista yrityksessänne?