

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

Kauppätieteellinen tiedekunta

Kandidaatin tutkielma

Rahoitus

Osinko ja omien osakkeiden osto omistajan näkökulmasta

Dividends and share repurchases from owners point of view

Samuli Pulli

2010

Sisällysluettelo

1	Johdanto	2
1.1	Teoriakehys	3
2	Voitonjakotavat ja valinnan syitä	5
2.1	Osingon maksu ja sen syyt.....	5
2.2	Osakkeen takaisinosto ja sen syyt	6
3	Voitonjakopolitiikan kehitys.....	8
4	Voitonjakotapa ja yrityksen ominaisuudet	10
4.1	Osinkoja maksavat yritykset	10
4.1.1	Osinko ja yhtiön koko	11
4.1.2	Osinko ja investointimahdollisuudet	11
4.1.3	Osinko ja yhtiön kannattavuus.....	12
4.2	Osakkeiden takaisinosto	14
4.2.1	Osakkeen takaisinosto ja ROA	14
4.2.2	Osakkeen takaisinosto ja yhtiön koko	15
4.3	Pienten yritysten voitonjakopolitiikka.....	15
4.4	Osakkeen takaisinostotiheyden vaikutus	16
5	Voitonjakopolitiikka ja markkinareaktio.....	20
5.1	Omien osakkeiden osto ja markkinareaktio.....	20
5.1.1	Ostomäärän vaikutus markkinareaktioon	21
5.1.2	Takaisinosto, yhtiön koko ja markkinareaktio	23
5.1.3	Takaisinostotiheyden vaikutus markkinareaktioon	24
5.2	Osinko ja markkinareaktio	24
5.2.1	Osinko ja välitön markkinareaktio	25
5.2.2	Osinko, yhtiön koko ja markkinareaktio	27
5.2.3	Osingon lisäämisen suuruus ja markkinareaktio.....	28
6.	Voitonjakopolitiikka ja verotus.....	29
6.1	Voitonjaon verotus Suomessa	29
6.2	Verouudistus 2004 ja voitonjakopolitiikan muutokset	30
6.3	USA:n 2003 verouudistus ja voitonjakopolitiikan muutokset	31
7	Johtopäätökset	32
8	Lähteet.....	34

1 Johdanto

Jokaisen yrityksen tavoitteena on tuottaa voittoa omistajilleen ja konkreettisimmin tämä periaate tulee esille yrityksen tehdessä voitonjakopäätöstään. Yhtiön on tehtävä päätös, kuinka paljon varoja jaetaan omistajille, mutta sen on myös päätettävä kuinka, nämä varat jaetaan. Perinteinen tapa on jakaa varoja omistajille yhtiöstä osinkojen muodossa, mutta viime vuosikymmeninä ja varsinkin viime vuosina osakkeiden takaisinosto on noussut yhä tärkeämmäksi osaksi yhtiöiden voitonjakopolitiikkaa.

Mitä yhtiöiden omistajien pitäisi ajatella tästä voitonjakopolitiikan kehityssuunnasta? Miksi yritys päätyy valitsemaan voitonjakotavakseen juuri osingon tai omien osakkeiden oston? Kertooko voitonjakopolitiikka mahdollisesti yrityksen tilasta tai sen ominaisuuksista jotain vai, onko taustalla halu ottaa omistajatason verotus paremmin huomioon? Kiinnostavaa on myös tarkastella osinkoilmoituksesta ja omien osakkeiden ostoilmoituksesta seuraavia markkinareaktioita.

Tämän tutkielman tavoitteena on vertailla juuri osingonjakopäätöksiä ja omien osakkeiden ostopäätöksiä omistajan näkökulmasta. Tutkielman ensimmäinen tutkimuskysymys on, onko osingon maksajilla ja omien osakkeiden ostajilla selviä eroja. Toisin sanoen kertooko voitonjakotavan valinta yritysten ominaisuuksista jotain.

Tutkielmassa on tarkoitus myös vertailla osinkojen lisäämisilmoituksesta ja omien osakkeiden ostoilmoituksesta seuraavia välittömiä markkinareaktioita. Tutkielman toinen tutkimuskysymys on, otetaanko eri voitonjakotavat eli osinko ja omien osakkeiden osto myös eri tavalla markkinoilla vastaan. Tarkoitus on myös tutkia molempien markkinareaktioiden käyttäytymistä. Käyttäytyvätkö molemmat voitonjakotavat samojen kaavojen mukaan? Markkinareaktion käyttäytymisen osalta tutkitaan, kuinka yhtiön koko vaikuttaa markkinareaktion suuruuteen osingon ja omien osakkeiden oston osalta. Markkinareaktion osalta tutkitaan myös, kuinka voitonjakosignaalin vahvuus vaikuttaa eri voitonjakotavoissa markkinareaktioon. Eli otetaanko enemmän osinkoja lisänneiden ja omia osakkeita takaisinostavien yhtiöiden ilmoitukset paremmin vastaan markkinoilla kuin vähemmän osinkojaan

lisänneiden tai omia osakkeita ostavien yhtiöiden ilmoitukset.

Verotus on myös hyvin keskeinen osa voitonjakopolitiikkaa omistajan näkökulmasta. Tutkielmassa on tarkoitus käydä läpi Suomen verokäytännöt osingon ja omien osakkeiden oston osalta ja tutkia veromuutosten vaikutuksia yhtiöiden voitonjakopolitiikkaan. Tutkielmassa käytetään hyväksi Suomessa tapahtunutta verouudistusta vuonna 2004 ja Yhdysvaltojen verouudistusta vuonna 2003.

1.1 Teoriakehys

Omien osakkeiden osto ja varsinkin osinko ovat olleet yksi tutkituimmista aiheista taloustieteilijöiden keskuudessa jo vuosikymmeniä. Täydellistä teoriaa, joka selittäisi yhtiöiden voitonjakopolitiikan, ei ole kuitenkaan löydetty.

Tässä tutkielmassa lähestytään voitonjakopolitiikan valintaa osinkojen elinkaariteorian (life cycle theory of dividends) lähtökohdista. Elinkaariteorian mukaan osinkojen määrä on alussa pieni tai mitätön yhtiön käyttäessä rahansa yhtiön kasvuun. Yhtiön kasvaessa sen rahavirrat kasvavat ja investointimahdollisuudet pienenevät ja tämä ajaa yhtiöt maksamaan ylimääräiset kassavarat omistajille osinkoina.

Osingonmaksu on myös hyvin tasainen tapahtuma vuosi vuodelta ja siinä ei tapahdu suuria muutoksia varsinkaan alaspäin. Omien osakkeiden osto on puolestaan joustavampi voitonjakotapa eikä se muodosta velvollisuutta jatkaa voitonjakoa entisellä tasolla kuten osinko tekee. (Ross et al., 2005, 512)

Tässä tutkielmassa tutkitaan mahdollisuutta, että osingonmaksu on merkki isosta yhtiöstä, jolla on pienet investointimahdollisuudet, mutta suuret ja tasaiset tulot. Omien osakkeiden osto on puolestaan joustavampi voitonjakotapa, ja sen ennakoitaan kertovan epätasaisemmista tuloista ja pienemmästä yhtiöstä. Toisin sanoen osinko on merkki pieniriskisestä yhtiöstä ja omien osakkeiden osto puolestaan riskisemmästä yhtiöstä.

Voitonjakopolitiikan tunnustetaan yleisesti signaloivan yrityksestä aina. Omien osakkeiden osto yhdistetään markkinoilla usein yhtiön johdon arvioon yhtiön osakkeen aliarvostuksesta. Tällöin omien osakkeiden ostoilmoituksesta pitäisi seurata positiivinen markkinareaktio.

Osinkojen elinkaariteorian mukaan yhtiö lisää osinkojaan investointimahdollisuuksien puutteessa. Täten osingonmaksu voidaan yhdistää entistä tehottomampaan yritykseen.

Toisaalta osinkojen lisäämisen voidaan katsoa johtuvan yhtiön näkemyksestä positiivisemmasta tulevaisuudesta. Yhtiö lisää osinkojaan, koska se katsoo pystyvänsä maksamaan suurempia osinkoja tulevaisuudessa. Tällöin osinkojen lisääminen tulisi ottaa hyvin positiivisesti vastaan markkinoilla. (Ross et al., 2005, 520)

Yhtiö on omistajiensa omistama ja yhtiön tulisi palvella omistajiaan parhaalla mahdollisella tavalla. Tällöin yhtiön pitäisi ottaa myös omistajiensa verotus huomioon voitonjakopolitiikassaan. Teoriassa siis voitonjaon verotuksen muutosten pitäisi vaikuttaa myös yhtiöiden voitonjakopolitiikkaan.

2 Voitonjakotavat ja valinnan syytä

Osinko ja omien osakkeiden takaisinostot muodostavat yritysten voitonjaon lähes kokonaan. Voi kuitenkin hyvin kysyä, miksi yritysten voittoa pitää jakaa useammilla tavoilla kuin yhdellä. Voitonjakotavoilla täytyy siis olla eroja.

2.1 Osingon maksu ja sen syyt

Osingon maksu on melko yksinkertainen tapahtuma. Yrityksen johto tekee esityksen yhtiökokoukselle maksettavan osingon määrästä ja yhtiökokous joko hyväksyy esityksen tai muuttaa sitä. Osinkoa ei kuitenkaan saa missään tapauksessa maksaa omistajille niin paljon, että maksuvalmius vaarantuu. Kun päätös maksettavan osingon määrästä on hyväksytty, yritys maksaa omistajille heidän omistusosuuksiaan vastaavan määrän osinkoa.

Osinkojen maksulle on havaittu olevan useita syitä. Ensimmäisenä voidaan mainita agenttikustannukset. Yritykset maksavat ylimääräisiä kassavarojaan omistajille. Kun kaikki positiiviset NPV-projektit on jo rahoitettu, on parempi jakaa varat omistajille, sillä he voivat saada niillä parempaa tuottoa. Ylimääräisen rahan jakaminen osakkeenomistajille estää näin yrityksen johdon tuhlailevan rahan käytön omiin mukavuuksiin. (Ross et al., 2005, 519)

Toisen osinkoteorian kanssa sopiva syy on johdon halu signaloida juuri yrityksen paremmista näkymistä nostamalla osinkoa. Tämän toimenpiteen pitäisi näkyä myös positiivisena kehityksenä markkina-arvossa. Yritys voi toisaalta myös pienentää osinkoa, mikäli näkymät vaikuttavat huonommilta. Osinkojen pienentämistä tosin pidetään markkinoilla erittäin huonona signaalina, ja se näkyy markkina-arvon pienenemisessä. Yrityksen johto yrittääkin välttää osinkojen pienentämistä viimeiseen asti ja on melko konservatiivinen osinkojen suurentamisessa, haluten välttää suurentamispäätöksen perumista. (Weigand ja Baker, 2009, 483)

Kolmas syy, miksi yhtiöt valitsevat osingon voitonjakotavakseen on yksinkertaisesti se, että omistajat haluavat juuri osinkoja. Tavalliset sijoittajat näkevät osingon

helppona ja tasaisena tulovirtana, joka on aina hyvä asia sijoittajalle. (Ross et al., 2005, 517)

2.2 Osakkeen takaisinosto ja sen syyt

Osakkeen takaisinosto on nimensä mukainen toimenpide. Osingosta poiketen yhtiökokous vain antaa valtuutuksen yrityksen johdolle ostaa tietty määrä osakkeita tietyn ajanjakson sisällä. Yritysjohdon ei kuitenkaan tarvitse noudattaa takaisinostomääräystä vaan se voi poiketa siitä ostamalla vähemmän osakkeita kuin valtuutus antaa luvan tai olla ostamatta yhtään osaketta.

Yhtiö voi ostaa osakkeitaan monella eri tapaa. Yleisin on kuitenkin tapa, jossa yhtiö toimii markkinoilla muiden sijoittajien tapaan ja ostaa osakkeitaan paljastamatta itseään.

Toinen tapa ostaa omia osakkeita on tehdä omistajille tarjous heidän osakkeistaan niin sanotulla suunnatulla takaisinostolla. Tässä tapauksessa yhtiö maksaa osakkeista yli markkinahinnan. Osakkeensa myyville omistajille maksetaan siis osakkeen markkinahinta ja preemio heidän osakkeistaan.

Kolmas tapa yhtiölle ostaa omia osakkeitaan on niin sanottu hollantilainen huutokauppa. Siinä yhtiö kertoo, kuinka paljon osakkeita se haluaa ostaa ja hinnan vaihteluvälin. Omistajat puolestaan ilmoittavat kuinka paljon kukakin haluaa myydä ja millä hinnalla. (Comment ja Jarrell, 1991, 1247)

Omien osakkeiden ostolle on havaittu monia syitä, ja yhtiö voi myös ilmoittaa sen syyn. Yleisimpänä syynä osakkeiden takaisinostolle pidetään osakkeen aliarvostusta. Yhtiön johto tuntee yhtiön paremmin kuin markkinat ja nähdessään yhtiön osakkeen olevan halpa, yhtiön johto ostaa osakkeita, koska osto on hyvä sijoitus.

Toinen syy omien osakkeiden ostoille on yritysvaltauksen esto. Tällöin yritys ostaa omistajiltaan osakkeita ja osakkeita myyvät omistajat ovat tietysti he, jotka ovat valmiita myymään osakkeensa kyseisellä hinnalla ja osakkeistaan enemmän vaativat

eivät myy osakkeitaan. Tällöin valtausyhtiön kustannukset kasvavat ja pelko siitä pienenee.(Bagwell, 1991,84)

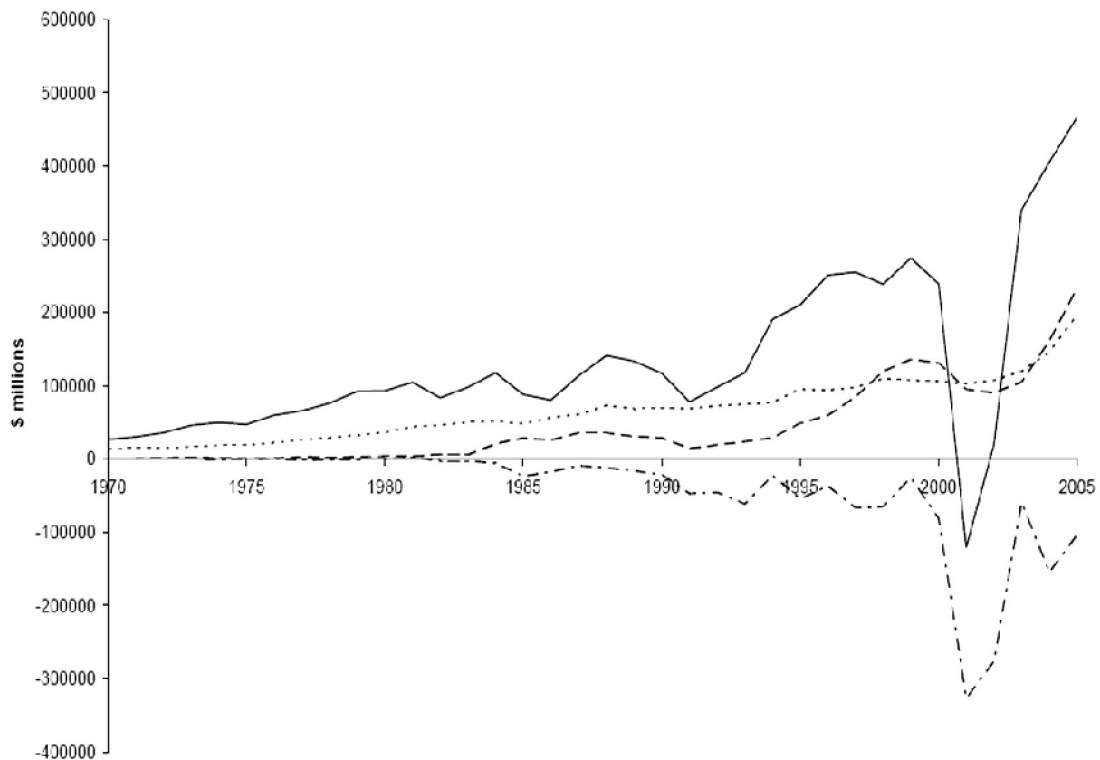
Omien osakkeiden ostolla yritys voi pyrkiä myös parantamaan likviditeettiään tai nostamaan tunnuslukuja kuten esimerkiksi EPS. Yhtiön ostaessa ja mitätöidessä osakkeita osakkeiden lukumäärä vähenee ja tulos per osake nousee.

Yhtiö voi ostaa osakkeitaan myös vain jakaakseen varoja omistajille investointimahdollisuuksien puutteessa tai havaitessaan tulovirtojen ollessa epävarmempia ja käyttää näin takaisinostoa osingon velvoittavan vaikutuksen sijasta.(Evans et al., 2003, 100-101)

3 Voitonjakopolitiikan kehitys

Osinko on suurelle yleisölle hyvin tuttu käsite, ja sitä pidetään niin sanotusti perinteisenä tapana jakaa varoja omistajille yrityksistä. Osakkeiden takaisinosto on puolestaan hieman tuntemattomampi käsite, vaikka osakkeita on tosin ostettu takaisin Yhdysvalloissa kuin maailmallakin jo vuosikymmeniä.

Ohessa oleva kuva 1. kuvaa yhdysvaltalaisen teollisten pörssiyritysten voitonjakopolitiikan ja tulojen yhteyksiä. Kuva 1. kertoo hyvin paljon osinkojen ja osakkeiden takaisinoston luonteista ja niiden suhteista yritysten kokonaistuloihin.



Kuva 1. Tulojen suhde osinkoon ja osakkeiden takaisinostoon

Kuva kertoo yhdysvaltalaisen teollisuusyritysten tulojen ja yhtiön ydintoimintaan kuulumattomien tulojen/menojen kehityksestä sekä osinkoon ja osakkeiden takaisinostoon käytetyistä rahamääristä vuosilta 1970-2005. Kuvan käyrät ovat: kokonaistulot (kokonainen viiva), maksetut osingot (pisteet), osakkeiden takaisinostot (katkoviiva) ja yhtiön ydintoimintaan kuulumattomat tulot/menot (katkoviiva ja pisteet). (Skinner, 2008, 586)

Ensinnäkin maksettuja osinkoja kuvaava viiva ei juuri koskaan käänny alaspäin, vaikka kokonaistuotot heilahtelisivat kuinka paljon. Tämä kertoo yritysjohtajien haluttomuudesta pienentää osinkoja, koska ainakin teorian mukaan osinkojen alentaminen on aina erittäin negatiivinen signaali yrityksestä ja sen tulevasta menestyksestä. Osingot pysyivät lähes muuttumattomina jopa 2000-luvun alussa, kun yhtiöiden kokonaistuotot romahtivat.

Kuva 1. demonstroi hyvin osingonmaksun kasvua, mutta sen suhteellisen osuuden pienenemistä. Olennaista osingolle on juuri sen tasaisuus ja jatkuva nousu. Tosin vuonna 2003 osinko lähtee ennennäkemättömään nousuun.

Osakkeiden takaisinostojen dollarimääräistä kehitystä kuvaava viiva eroaa merkittävästi osinkojen vastaavasta. Ensinnäkin 1970-luvulla osakkeiden takaisinostot olivat täysin mitätön tapa jakaa rahaa omistajille yhtiöiden voitonjakopolitiikassa, mutta 1980-luvulle tultaessa omien osakkeiden ostaminen lähti selvään nousuun, ja jopa ohitti osinkoihin käytetyn rahamäärän 2000-luvun taitteessa.

Kuva 1. kertoo myös sen, että osakkeiden takaisinosto mukailee selvästi paremmin kokonaistuloja kuin osingonmaksu. Kun kokonaistulot kasvavat, niin osakkeiden takaisinostot kasvavat myös ja puolestaan huonompina aikoina osakkeita ostetaan takaisin vähemmän. Tämä kertoo omien osakkeiden ostojen paremmasta joustavuudesta osingonmaksuun nähden.

2000-luvun alun pudotus kokonaistuloissa käänsi myös omien osakkeiden ostot selvään pudotukseen, mutta talouden käänne parempaan päin nosti omien osakkeiden ostot jälleen osingon yläpuolelle.

Kuva 1. on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen ja kertoo suuresta muutoksesta yhtiöiden voitonjakopolitiikassa. Vain parissa vuosikymmenessä osakkeiden takaisinosto on ohittanut osingonmaksun. Samalla tosin kokonaistulot ovat kasvaneet merkittävästi, mikä on hyvin positiivista osakkeiden omistajan kannalta.

4 Voitonjakotapa ja yrityksen ominaisuudet

Kuten edellä on mainittu, yrityksillä eri tapoja jakaa varoja omistajille, ja osinko ja omien osakkeiden takaisinosto ovat lähes yhtä suosittuja ainakin, kun katsotaan niihin käytettyjä rahamääriä. Kyseisillä voitonjakotavoilla on kuitenkin selviä eroja ja molempien laaja käyttö kertoo niiden eri hyödyistä ja mahdollisuuksista. Voitonjakotavan valitsemisella on siis väliä, ja täten omistajankin on hyvä ymmärtää minkälaisia asioita osingonjakopäätös tai omien osakkeiden takaisinostopäätös viestii yrityksestä.

4.1 Osinkoja maksavat yritykset

Osinko on ollut jo vuosisatoja tärkeä osa yritysten voitonjakopolitiikkaa ja samalla tietysti omistajien tulonsaantia. Kuva 1. kertoo, että osinkoihin käytetty rahamäärä on ollut kasvussa jo pitkään, eikä tälle kasvulle ole näkyvissä loppua. On tietysti luonnollista ajatella talouskasvun ja uusien yritysten vain lisäävän yritysten taloudellista voittoa ja sitä kautta tulonsiirtoja omistajille ja lopulta osinkoja. Uusimmissa tutkimuksissa on kuitenkin havaittu muutoksia yritysten ja osingon suhteissa.

Vaikka osinkojen kokonaismäärä onkin kasvanut koko ajan, osinkoja maksavien yritysten suhteellinen määrä on pienentynyt viime vuosikymmeninä reilusti. Fama ja French (2000) ovat tutkineet viime vuosikymmeninä osinkoja maksavia yrityksiä ja he ovat huomanneet selvän pudotuksen osinkoja maksavien yritysten suhteessa kaikkiin yrityksiin. He tutkivat NYSE:n AMEX:in ja NASDAQ:in yrityksiä. Vuonna 1978 osinkoja maksavia yrityksiä oli 66,5 prosenttia kaikista yrityksistä, kun puolestaan vuonna 1999 vain 20,8 prosenttia yrityksistä maksoi osinkoa. Pudotus on merkittävä. Tämä muutos selittyy suureksi osaksi sillä, että vuoden 1978 jälkeen pörssiin on tullut paljon uusia yrityksiä, jotka eivät ole koskaan maksaneet omistajilleen osinkoja. Näillä yrityksillä on korkea velan ja omanpääoman suhde, ja niillä on paljon investointimahdollisuuksia, mutta pienet voitot. Toinen syy osinkoja maksavien yritysten suhteelliseen pienenemiseen on yritysten entistä pienempi taipumus maksaa osinkoja. (Fama ja French, 2000, 4)

Kun katsotaan yhdysvaltaisten teollisuusyritysten osingonmaksua, huomataan osinkoa maksavien yritysten määrän selvä pieneneminen. Esimerkiksi vuonna 1987 2250 yhdysvaltaista teollisuusyritystä maksoi osinkoja, kun vuonna 2000 niitä oli vain 926. Tämä pieneneminen ilmenee kuitenkin käytännössä kokonaan pienten ja vähän osinkoja maksavien yritysten keskuudessa. Pienten yritysten osinkojen vaikutus osinkojen kokonaismäärään on kuitenkin hyvin pieni, sillä suuremmat yritykset voivat maksaa jopa kymmeniä kertoja enemmän osinkoja kuin pienet yhtiöt. Tämän lisäksi suuret yritykset ovat kasvattaneet omia osinkojaan, ja tämä näkyy osinkojen kokonaismäärässä paljon tehokkaammin. Tämä asia selittää hyvin osinkojen kokonaismäärän kasvun siitäkin huolimatta, että osinkoa maksaa yhä pienempi osuus yrityksistä. (DeAngelo et al., 2004, 426-429)

4.1.1 Osinko ja yhtiön koko

Osinkoja maksavien yritysten määrän pieneneminen, mutta osinkojen rahamääräisen maksun kasvu viittaa siihen, että osinkoja maksavat yhtiöt ovat suuria. Osinkoja maksavia yhtiöitä verratessa osinkoja ei maksaviin yhtiöihin, huomataan osingonmaksun olevan merkki juuri yhtiöiden suuresta koosta.

Esimerkiksi vuosina 1963-1967 osinkoja maksavien yritysten koko omaisuutena mitattuna oli jopa 8-kertainen verrattuna yhtiöihin, jotka eivät maksaneet osinkoja ollenkaan. Liikuttaessa nykypäivää kohti pienet yritykset vähentävät omaa osingonmaksuaan, ja tämä johtaa yhä suurempaan kuluun osinkoa maksavien ja osinkoa ei maksavien yritysten kokojen välille. Vuosina 1993-1998 osinkoa maksavien yhtiöiden koko omaisuutena mitattuna oli keskimäärin 3,3 miljardia dollaria, ja osinkoa ei maksaviin yhtiöihin verrattuna kokoero on noin 13-kertainen. (Fama ja French, 2000, 14-19).

4.1.2 Osinko ja investointimahdollisuudet

Osingon maksajien suuri koko on vahva todiste osinkojen elinkaariteorian luotettavuudesta. Tutkittaessa osingonmaksun ja investointimahdollisuuksien

suhdetta osinkojen elinkaariteoria saa lisää perusteita.

Investointimahdollisuudet vaihtelevat myös eri osinkoluokissa. Yhtiöt, jotka eivät ole koskaan maksaneet osinkoa, kasvavat kaikkein nopeimmin. Ne kasvavat keskimäärin 16,5 prosenttia vuodessa. Osinkoa maksavat yritykset kasvavat 8,78 ja osingon maksun lopettaneet yritykset kasvavat keskimäärin 4,67 prosenttia vuodessa.(Fama ja French, 2000, 15-17)

Osinkojen elinkaariteorian valossa kyseiset tutkimustulokset vaikuttavat hyvin loogisilta. Pienemmät yritykset eli yhtiöt, jotka eivät maksa osinkoja kohtaavat suurempia investointimahdollisuuksia kuin suuret yhtiöt, jotka maksavat osinkoja. Suuret yhtiöt puolestaan maksavat investointimahdollisuuksien puutteessa liiat kassavarat omistajille osinkoina.

4.1.3 Osinko ja yhtiön kannattavuus

Osingon maksajat ovat suuria yhtiöitä joiden tulot ylittävät investointimahdollisuuksiin tarvittavat varat. Tämä kertoo osingon maksajien hyvästä tuloksenteokyvystä ja kannattavuudesta.

Taulukko 1. kertoo E/A(tulot ennen veroja/omaisuus) tuloksia kaikilta yrityksiltä sekä osinkoa maksavilta, osinkoa ei maksavilta ja entisiltä osingon maksajilta prosenteissa.

Taulukko 1. Osingon maksu ja kannattavuus

Taulukossa on kuvattu NYSE:n AMEX:in ja NASDAQ:in yrityksiä kolmessa eri aikaperiodissa. Taulukossa on kaikkien yhtiöiden, osingon maksajien, osinkoa ei maksavien ja entisten osingon maksajien E/A (tulot ennen veroja/omaisuus) lukuarvot prosenteissa. Ylimmäisellä rivillä on aikaperiodit.(Fama ja French, 2000, 13)

Yritys	1963-98	1983-87	1993-98
Kaikki	7,59 %	8,04 %	6,35 %
Maksaa	7,82 %	8,37 %	6,88 %
Ei maksa	5,37 %	4,90 %	4,30 %
Entinen	4,54 %	3,89 %	5,13 %

Taulukosta voi hyvin huomata, että osinkoa maksavat yritykset saavat kaikissa aikaperiodeissa parhaimman tuloksen kannattavuudessa. Sen alapuolelle jäävät niin entiset maksajat, kuin yhtiöt jotka eivät maksa osinkoa. Taulukko kertoo myös sen, että aikaisemmin osinkoa maksavilla ja muilla yrityksillä oli suurempia eroja kannattavuudessa. Vaikka ero pieneneekin, ovat osinkoja maksavat yritykset yhä kaikkein kannattavimpia, kun vertaillaan kyseisiä luokkia. Kannattavuusmittari on kuitenkin hieman hämäävä. Osinkoa maksavien yhtiöiden suurempi kannattavuus selittyy osaksi sillä, että niiden investoinnit ovat pidemmällä kuin yhtiöiden, jotka eivät maksa osinkoja.(Fama ja French, 2000, 11-14).

Kokonaisuudessa voi sanoa osingon maksajien tuntomerkkien tukevan vahvasti osinkojen elinkaariteoriaa. Osingon maksajat ovat suuria, ja niillä on melko pienet investointimahdollisuudet ainakin verrattuna yhtiöihin, jotka eivät maksa osinkoja. Osingon maksu on merkki myös hyvästä kannattavuudesta ja osingon maksun voi sanoa olevan omistajan näkökulmasta merkki pieniriskisestä yhtiöstä.

4.2 Osakkeiden takaisinosto

Osingon kohdalla empiiriset tulokset tukevat vahvasti osinkojen elämänkaariteoriaa. Kannattavuus, pienet investointimahdollisuudet ja suuri koko ovat merkkejä osinkoa maksavasta yrityksestä ja ne tukevat osingon elämänkaariteoriaa. Verrattaessa osinkoa maksavia yhtiöitä omia osakkeita takaisin ostaviin yhtiöihin huomataan eroja lähinnä yrityksen riskisyydessä.

4.2.1 Osakkeen takaisinosto ja ROA

Osinkoja maksavilla yrityksillä oli hyvä tuloksetekokyky varsinkin vertailtaessa muihin osinkoluokkiin. Osakkeita takaisin ostavia ja osinkoa maksavia yrityksiä vertailtaessa havaitaan merkittävä ero ROA:ssa.

Osakkeita takaisin ostavien yritysten tulovirrat ovat selvästi epävakaampia kuin osinkoa maksavien yritysten tulovirrat. Epävarmuutta voi mitata keskihajonnalla ja tutkimusten mukaan osinkoja maksavien yhtiöiden ROA:n keskihajonta saa luvun 11,01 kun taas osakkeita takaisinostavien yritysten keskimääräinen keskihajonta ROA:lle on 17,96. Ero on merkittävä ja kertoo juuri osinkojen maksusta varmoilla tulovirroilla ja osakkeiden takaisinostoa taas käytetään siirrettäessä tuloja omistajille epävarmemmista tulonlähteistä. Yritykset joilla ei ole osinko-ohjelmaa eikä osakkeiden takaisinosto-ohjelmaa saavat ROA:n keskihajonnaksi 49,33. Osakkeiden takaisinosto-ohjelma on positiivinen signaali yrityksen tulovirtojen varmuudesta verrattuna yrityksiin, jotka eivät maksa omistajilleen mitään, mutta osinko on silti parempi signaali rahavirtojen luotettavuudesta. (Kooli ja L`her, 2010, 69-71).

Kyseisistä tuloksista voi päätellä osakkeiden takaisinoston olevan selvä merkki suuremmasta riskisyydestä kuin osingon maksaminen. Omia osakkeita ostavat yhtiöt ovat kuitenkin huomattavasti pienempiriskisempiä kuin yhtiöt, jotka eivät maksa omistajilleen mitään.

4.2.2 Osakkeen takaisinosto ja yhtiön koko

Vertailtaessa osinkoa maksavia ja omia osakkeitaan takaisin ostavia yhtiöitä, huomataan merkittäviä eroja ROA:n lisäksi lähinnä yhtiöiden suuruudessa. Osinkoja maksavien yhtiöiden ollessa suuria omien osakkeiden osto kertoo puolestaan pienemmästä yhtiöstä.

Empiirisen tutkimuksen mukaan osinkoja maksavat yritykset ovat selvästi suurempia, kuin osakkeitaan takaisin ostavat yhtiöt. Itse asiassa osinkoja maksavat yritykset ovat keskimäärin noin kolminkertaisia markkina-arvoltaan verrattuna osakkeita takaisin ostaviin yrityksiin. (Kooli ja L`her, 2010, 69-71).

Verrattuna osingon maksajiin omien osakkeiden ostajien tuntomerkit viittaavat selvästi riskisempiin yrityksiin. Omien osakkeiden ostajien selvästi pienempi koko ja epävakaammat tulovirrat kertovat omistajille riskisemmästä yhtiöstä. Toisaalta omien osakkeiden osto on merkki selvästi pienempiriskisestä yhtiöstä kuin yhtiöt, jotka eivät maksa omistajilleen mitään.

4.3 Pienten yritysten voitonjakopolitiikka

IPO-firmojen (Initial Public Offering) eli pörssiin listautuvien yhtiöiden tutkiminen tarjoaa osingonmaksun ja osakkeen takaisinoston välisille eroille hyvän alustan. IPO-firmat ovat tavallisesti pieniä yhtiöitä, joilla on ensimmäinen varojenjakopäätös vasta edessä.

Tutkimuksissa on havaittu, että vertailtaessa IPO-firmojen ensimmäistä voitonjakopäätöstä on osinkoa jakavien ja osakkeita takaisinostavien yritysten välillä selviä eroja. Osinkoja maksavat yritykset saavat pienempiä tuloksia osakkeita takaisinostaviin yrityksiin verrattuna pääomasijoituksissa, ja tutkimus- ja kehitysrahoituksessa. Osinkoja takaisin ostavat yritykset ovat osinkoja maksavia yrityksiä useammin myös korkean teknologian yrityksiä. Osinkoja maksavat yritykset saavat tosin paremmat arvosanat kokonaismyynneistä, ja niillä on myös omaisuutta enemmän. Osinkoja maksavilla yhtiöillä on keskimäärin myös parempi liikevoitto ja

suurempi velkaisuusaste, ja ne ovat myös vanhempia yrityksiä kuin osakkeitaan takaisinostavat yritykset. Tutkimukset osoittavat myös, että osakkeita takaisinostavat yritykset kohtaavat keskimäärin suurempaa kilpailua tuotemarkkinoilla. Tällöin yritysten rahavirrat ovat epävarmempia ja tämä ajaa ne käyttämään joustavampaa voitonjakopolitiikkaa. Osakkeiden takaisinoston on havaittu olevan myös osinkoa suositumpi voitonjakotapa. Ensimmäistä voitonjakoa tehtäessä noin kolminkertainen määrä yrityksistä valitsee ensimmäiseksi voitonjakotavakseen osakkeiden takaisinoston osinkoon verrattuna.(Jain et al., 2009, 1282-1296)

IPO-firmojen ensimmäisen voitonjakopäätöksen tutkiminen kertoo myös osingon maksajien olevan suhteessa omien osakkeiden ostajiin selvästi pieniriskisempiä yhtiöitä. Osingon maksun valitsevat yhtiöt alkavat maksaa osinkoa vasta, kun ne voivat varmistua siitä, että ne pystyvät maksamaan osinkoja samalla tasolla myös jatkossa. Tämä kertoo juuri osingonmaksun velvoittavasta vaikutuksesta. Omien osakkeiden oston valitsevat puolestaan voitonjakotavakseen yhtiöt, joiden tulot vaikuttavat epävarmemmilta. Omien osakkeiden osto on riskisempien yhtiöiden voitonjakotapa.

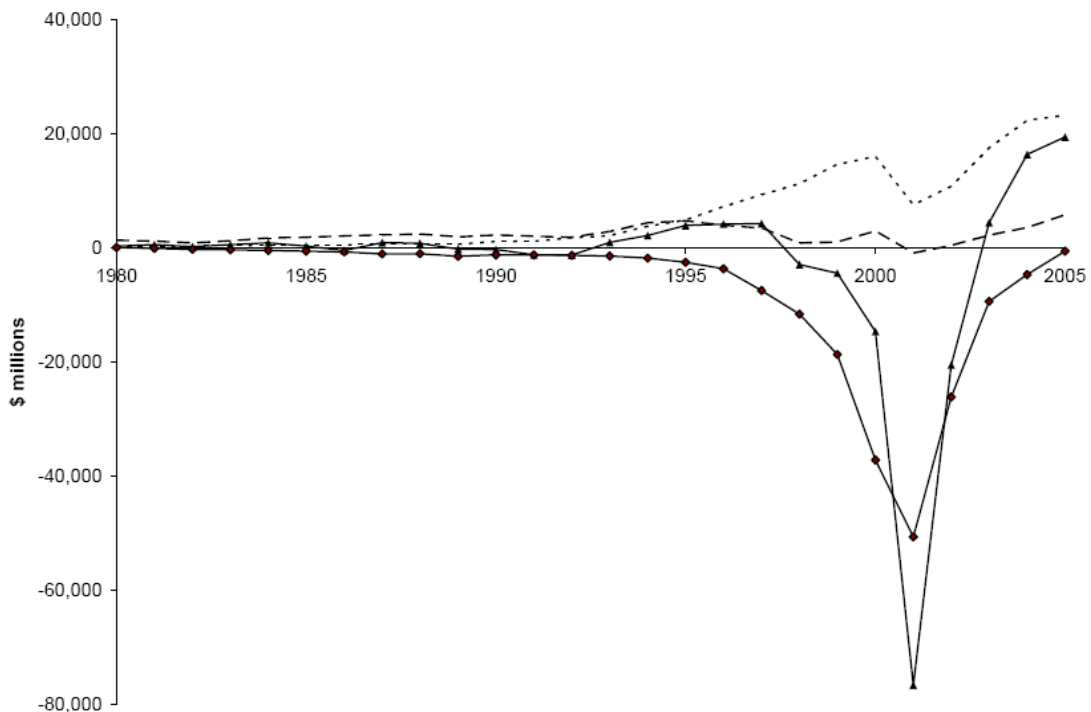
4.4 Osakkeen takaisinostotiheyden vaikutus

Kun tutkitaan osakkeita takaisin ostavia yhtiöitä tarkemmin, huomataan niiden takaisinostotiheyden vaihtelevan suuresti. Osakkeiden takaisinostoja tekevät yhtiöt voidaan jakaa säännöllisesti ja satunnaisesti takaisinostoja tekeviin yrityksiin. Säännöllisesti takaisinostoja tekevät yhtiöt ostavat osakkeitaan keskimäärin noin 460 päivän välein. Satunnaisesti takaisinostoja tekevät yhtiöt ostavat omia osakkeitaan noin 2660 päivän välein.(Jagannathan ja Stephens, 2003, 77)

Kun tarkastellaan kyseisiä yhtiöitä tarkemmin, huomataan säännöllisesti takaisinostoja tekevien yhtiöiden muistuttavan suuruudeltaan osingonmaksajia, ja ne ovat omaisuudessa mitattuna noin 2 kertaa suurempia kuin satunnaisesti omia osakkeita ostavat yhtiöt. Säännöllisesti takaisinostoja tekevillä yhtiöillä on myös tasaisemmat ja varmemmat tulot kuin satunnaisesti takaisinostoja tekevillä yhtiöillä. Säännöllisesti takaisinostoja tekevät yhtiöt muistuttavatkin paljon osinkoja maksavia

yhtiöitä ja satunnaisesti takaisinostoja tekevät yhtiöt yhtiöitä, joilla ei ole osinko- eikä omien osakkeiden osto-ohjelmaa. (Jagannathan ja Stephens, 2003, 77-81)

Ohessa oleva kuva 2. kuvaa yhdysvaltalaisen teollisuusyritysten tulojen vaihtelua vuosilta 1980-2005. Kuvasta voi hyvin huomata osingon maksajien tulojen olevan kaikkein vakaimpia. Edes 2000-luvun alun huonot taloudelliset ajat eivät juuri vaikuttaneet osingon maksajien tuloihin. Säännölliset takaisinostajat puolestaan kokevat loven omiin tuloihinsa, mutta myös niiden tulot vaikuttavat tasaisilta.



Kuva 2. Voitonjakotapa ja yhtiön tulot

Kuva kuvaa yhdysvaltalaisen eri voitonjakotapoja käyttävien teollisuusyritysten tulojen kehitystä vuosilta 1980-2005. Kuvan käyrät ovat: osingonmaksajat (katkoviiva), säännölliset takaisinostajat (pisteet) satunnaiset takaisinostajat (viiva ja kolmio) ja yhtiöt, jotka eivät maksa omistajilleen mitään (viiva ja pallo). (Skinner, 2008, 591)

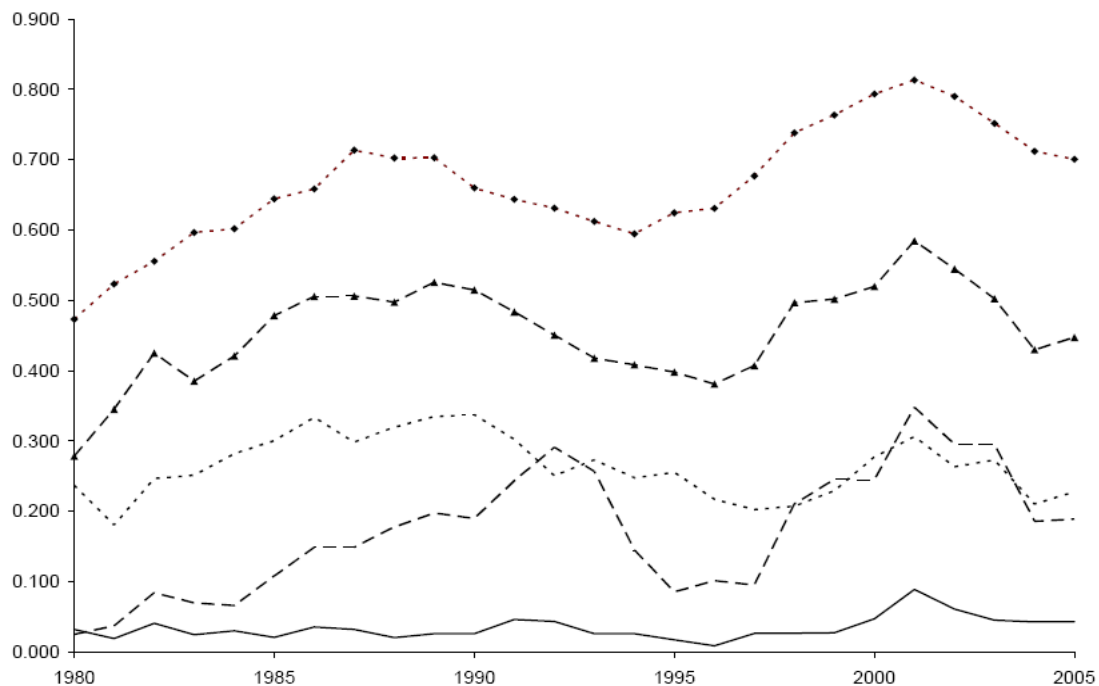
Satunnaiset takaisinostajat puolestaan kokevat suuren pudotuksen omassa tuloissaan IT-kuplan puhkeamisen aikaan. Myös yhtiöt, jotka eivät maksa omistajilleen mitään kokevat suuren loven tuloihinsa 2000-luvun alussa.

Kuva 2. kuvaa myös hyvin osingon maksajien ja säännöllisten takaisinostajien olevan riskisyydeltään samankaltaisia. Kuvasta 2. huomaa myös satunnaisten takaisinostajien tulojen epävarmuuden muistuttavan yhtiöiden, jotka eivät maksa omistajilleen mitään tulojen epävarmuutta.

Kuva 3 kertoo selventävästi voitonjakopolitiikan ja riskisyyden suhteista. Kuvassa yhdysvaltalaiset teollisuusyhtiöt on jaettu voitonjakopolitiikkansa mukaan, ja kuva kertoo kuinka suuri osa kyseisistä yhtiöistä teki tappiota. Yhtiöiden, jotka eivät maksa mitään omistajilleen, keskuudessa tappiota tekevien yritysten osuus on kaikkein suurin. Tappiota tekevien yhtiöiden määrä liikkuu välillä 50-80 prosenttia. Toiseksi eniten tappiota tekeviä yrityksiä on satunnaisesti omia osakkeita ostavien yhtiöiden keskuudessa. Niiden tappiota tekevien yhtiöiden osuus kaikista on 30-60 prosenttia.

Säännöllisesti takaisinostaja tekevien yhtiöiden käyrä liikkuu myös kuvassa 3. osinkoa maksavien yhtiöiden käyrän kanssa samalla tasolla. Tosin säännöllisesti takaisinostaja tekevät yhtiöt tekevät keskimäärin hieman useammin tappiota kuin osingonmaksajat. Kaikkein pienin tappiota tekevien osuus on yrityksissä, jotka maksavat osinkoja ja ostavat osakkeitaan takaisin.

Myös kuva 3. kertoo osinkojen maksajien pienestä riskisyydestä ja osinkojen maksajien ja säännöllisten takaisinostajien samankaltaisuudesta. Satunnaiset takaisinostajat ovat myös kuvassa 3. selvästi riskisemmän oloisia yrityksiä kuin osingonmaksajat, mutta ei kuitenkaan niin riskisiä kuin yhtiöt, jotka eivät maksa omistajilleen mitään.



Kuva 3. Yhtiöiden voitonjakotapa ja tappiota tekevien yhtiöiden osuus

Kuvassa yhdysvaltalaiset teollisuusyritykset on jaettu voitonjakotavan mukaan, ja käyrät kuvaavat tappiota tekevien yhtiöiden osuutta vuosilta 1980-2005. Kuvan käyrät ovat: yhtiöt, jotka eivät maksa omistajilleen mitään (pisteet ja pallot), satunnaiset takaisinostajat (katkoviiva ja tähti), säännölliset takaisinostajat (pisteet), osingonmaksajat (katkoviiva) ja osinko sekä omien osakkeiden takaisinosto (kokonainen viiva). (Skinner, 2008, 592)

5 Voitonjakopolitiikka ja markkinareaktio

Voitonjakopolitiikka vaikuttaa yrityksen arvostukseen markkinoilla ja sen muutoksilla on havaittu olevan merkittäviä vaikutuksia pörssikursseihin. Osakkeiden takaisinosto kertoo teorian mukaan yrityksen aliarvostuksesta ja siitä pitäisi seurata positiivisia epänormaaleja tuottoja ainakin lyhyellä aikavälillä. Osinko on puolestaan monimutkaisempi asia. Toisaalta osinkojen lisääminen voidaan yhdistää positiivisiin uutisiin paremmasta tulevaisuudesta. Toisaalta taas osinkojen lisääminen voi kertoa huonommista investointimahdollisuuksista ja johtaisi täten negatiiviseen markkinareaktioon.

5.1 Omien osakkeiden osto ja markkinareaktio

Yleisesti markkinoilla on hyväksytty, että suurin syy osakkeiden takaisinostoon on yhtiön johdon arvio osakkeen aliarvostamisesta. Omien osakkeiden osto on tällöin yhtiölle hyvä sijoitus. Omien osakkeiden ostoilmoituksesta pitäisi täten seurata positiivinen markkinareaktio.

Monet empiiriset tutkimukset vahvistavat pörssikurssin nousun oletuksen omien osakkeiden ostoilmoituksen jälkeen todeksi. Omien osakkeiden ostoa todella seuraa positiivinen markkinareaktio. Alla oleva taulukko 2. kuvaa Yhdysvaltaisten omia osakkeitaan takaisinostavien yritysten ylituottoja prosenteissa ostoilmoituksen ympärillä 1980 luvulla. Tulokset on jaettu kolmeen aikaperiodiin ja ylimmäisellä rivillä olevat numerot kuvaavat ostoilmoitusta ympäröiviä päiviä

Taulukko 2. Omien osakkeiden osto ja markkinareaktio

Taulukko kuvaa 1980-luvun yhdysvaltalaisien omia osakkeita ostavien yritysten välittömiä ylituottoja ostoilmoituksen yhteydessä prosenteissa eri aikaperiodeissa. Ylimmäisellä rivillä olevat luvut kuvaavat ostoilmoitusta ympäröiviä päiviä ja ensimmäisessä sarakkeessa olevat luvut vuosia. Ilmoituspäivä on päivä 0. (Ikenberry et al., 1995, 192)

Aikaperiodi	-20 - (-3)	-2 - +2	+3 - +10
1980-83	-3,59 %	4,25 %	0,91 %
1984-86	-2,86 %	4,12 %	-0,03 %
1987-90	-2,86 %	2,33 %	-0,12 %

Kaikissa aikaperiodeissa ostotiedotetta edeltävänä aikana -20-(-3) ylituotto on negatiivinen. Tämä kertoo tiedotetta edeltäneestä laskujaksosta ja markkinoiden mahdollisesta ylireagoinnista ja siitä seuranneesta aliarvostuksesta. Kaikissa aikaperiodeissa välitön markkinareaktio on ylituottojen osalta selvästi positiivinen. Tämä on omistajan osalta positiivinen merkki ja ylituottojen jatkuva ilmeneminen omien osakkeiden ostoilmoituksen yhteydessä myös melko varma merkki aliarvostushypoteesin paikkansapitävyydestä. Vuosien 1980-1983 aikana omia osakkeitaan ostaneiden yritysten osakkeet tuottivat keskimäärin 4,25 prosenttia ylituottoa ostoilmoitusta ympäröivän neljän päivän sisällä. Kuljettaessa kohti nykypäivää ylituotot pienenevät hieman, mutta ovat kuitenkin selvästi positiivisia. Tutkittaessa päiviä +3 – +10 omia osakkeitaan ostavien yhtiöiden keskimääräiset ylituotot heilahtelevat hieman verratessa eri aikaperiodeja. Ensimmäisessä ne ovat positiivisia, mutta kahdessa seuraavassa ylituotot ovat lievästi negatiivisia. (Ikenberry et al., 1995, 190-193)

5.1.1 Ostomäärän vaikutus markkinareaktioon

Taulukko 2. antaa vahvan perustelun aliarvostushypoteesille. Tutkittaessa yritysten ilmoittaman ostomäärän suhdetta omien osakkeiden oston yhteydessä ilmeneviin

välittömiin markkinareaktioihin aliarvostushypoteesi saa lisää perusteita.

Taulukko 3. kuvaa aiotun osakeostomäärän vaikutusta markkinareaktioon. Ostoilmoitusta edeltävänä aikana ylituotto on kaikissa luokissa negatiivinen. Viimeisessä aikaperiodissa, jossa kuvataan päivien +3 – +10 aikana tapahtuvaa kehitystä ylituotot ovat positiivisia, mutta pieniä. Keskimmäisestä aikaperiodista eli ostotiedotetta ympäröivästä neljästä päivästä ja kyseisen ajan markkinakehityksestä voi tehdä merkittävän huomion. Tämän ajan positiivisten ylituottojen suuruus näyttää olevan suoraan verrannollinen ostotiedotteessa kerrotun ostettavien osakkeiden määrään. Kun yhtiö ilmoittaa ostavansa 0-2,5 prosenttia ulkona olevista osakkeistaan markkinat antavat 2,58 prosentin positiivisen ylituoton. Kun määrää kasvatetaan 2,5-5 prosenttiin osakkeiden määrästä markkinat antavat suuremman positiivisen ylituoton 2,87 %. Kun määrää kasvatetaan yhä 5-10 prosenttiin ulkona olevista osakkeista niin markkinat antavat ylituotoksi 3,86 prosenttia. (Ikenberry et al., 1995, 190-193)

Taulukko 3. Ostomäärä ja markkinareaktio

Taulukko kuvaa 1980-luvun yhdysvaltalaisen omia osakkeita takaisinostavien yritysten ylituottoja prosenteissa suhteessa ilmoitettuun ostomäärään ostoilmoitusta ympäröivinä päivinä. Ylimmäinen rivi kuvaa ostoilmoitusta ympäröiviä päiviä ja ensimmäinen sarake ilmoitettua osakeostomäärää. Ilmoituspäivä on päivä 0. (Ikenberry et al., 1995, 192)

Osakemäärä	-20 - (-3)	-2 –+2	+3 – (+10)
0-2,5 %	-4,68 %	2,58 %	0,77 %
2,5-5 %	-4,01 %	2,87 %	0,12 %
5-10 %	-2,80 %	3,86 %	0,11 %

Ostettavien osakkeiden määrällä on siis selvä vaikutus markkinareaktioon, ja tämä on myös yhteensopiva huomio aliarvostushypoteesin kanssa. Mitä aliarvostetumpi oma osake on, sitä enemmän sitä kannattaa ostaa

5.1.2 Takaisinosto, yhtiön koko ja markkinareaktio

Ikenberry et al. tutkivat myös yhtiön kokoa ja omien osakkeiden oston markkinareaktiota. He jakoivat omia osakkeita ostaneet yhtiöt 10 desiiliin ja vertasivat eri desiilien markkinareaktion suuruutta. Taulukko 4. kertoo yhtiön suuruuden ja osakkeiden osto-ohjelmien tuottamien prosentuaalisten ylituottojen yhteyksistä.

Taulukko 4. Yhtiöiden suuruus ja markkinareaktio

Taulukossa on jaettu 1980-luvun yhdysvaltalaiset omien osakkeiden takaisinostajat suuruusjärjestykseen ja taulukko kuvaa ostoilmoitusta ympäröiviä ylituottoja prosenteissa. Ylimmäinen rivi kuvaa ostoilmoitusta ympäröiviä päiviä ja ensimmäinen sarake yhtiön kokoa. Ilmoituspäivä on päivä 0.(Ikenberry et al. 1995, 193)

Desiili	-20-(-3)	-2-+2	+3-+10
1-2(pienet yhtiöt)	-3,91 %	8,19 %	0,07 %
3-4	-5,71 %	4,67 %	-0,76 %
5-6	-2,99 %	3,08 %	0,20 %
7-8	-3,53 %	2,13 %	0,19 %
9-10(suuret yhtiöt)	-1,21 %	2,09 %	0,19 %

Taulukko 4. kertoo myös osakkeiden takaisinostoa edeltävästä huonosta markkinakehityksestä. Kaikki suuruusluokat saavat negatiivisia tuottoja ostoilmoitusta edeltävässä aikaperiodissa. Tämä kaava tuntuu toistuvan miltei jokaisessa omien osakkeiden ostopaikkauksessa muuttujista riippumatta. Taulukko 4. kertoo myös ostoilmoituksen jälkeisistä ylituotoista. Kyseiset tuotot ovat varsin pieniä ja niiden perusteella ei voi tehdä johtopäätöksiä. Kun verrataan yhtiön kokoa ja välitöntä markkinareaktiota, havaitaan selvä yhteys. Mitä pienempi yhtiö on, sitä paremmin sen omien osakkeiden ostoilmoitus otetaan vastaan markkinoilla. Verratessa muihin suuruusluokkiin ylituotot pienenevät sitä mukaan kun yhtiö suurenee. Yhtiön suuruudella ja sen omien osakkeiden osto-ohjelman vaikutuksella markkina-arvoon vaikuttaa olevan suora yhteys.(Ikenberry et al., 1995, 190-193)

5.1.3 Takaisinostotiheyden vaikutus markkinareaktioon

Tutkailtaessa osakkeiden takaisinostajien ominaisuuksia huomattiin satunnaisilla ja säännöllisillä osakkeiden takaisinostajilla olevan merkittäviä eroja. Säännölliset takaisinostajat vaikuttivat osingon maksajien kaltaisilta suurilta yhtiöiltä, joilla on tasaiset tulot. Satunnaiset takaisinostajat puolestaan vaikuttivat yhtiöiltä, joilla on epätasaiset tulot ja ne ovat myös suuruudeltaan pieniä. Tarkasteltaessa satunnaisten ja säännöllisten osakkeiden takaisinostajien kokemia välittömiä markkinareaktioita, huomataan selviä eroja.

Jagannathan ja Stephens (2003) tutkivat omassa empiirisessä tutkimuksessaan myös omien osakkeiden ostotiheyden vaikutuksia välittömään markkinareaktioon. He huomasiivat, että satunnaiset takaisinostajat, jotka tekevät takaisinostoja keskimäärin 2660 päivän välein, kokevat selvästi suurempia välittömiä markkinareaktioita kuin säännölliset takaisinostajat, jotka tekevät takaisinostoja keskimäärin 460 päivän välein. Yhtiön satunnaisesti antama omien osakkeiden ostoilmoitus palkitaan markkinoilla keskimäärin 3,17 prosentin välittömällä ylituotolla. Säännöllisesti takaisinostoja tekevät yhtiöt saavat puolestaan ostoilmoituksen yhteydessä keskimäärin 1,38 prosentin ylituoton. (Jagannathan ja Stephens, 2003, 76-84)

Omien osakkeiden ostoa näyttää tuottavan jokaisessa tutkitussa tapauksessa selvästi positiivisia ylituottoja. Aliarvostushypoteesi pitää näiden tutkimustulosten valossa hyvin paikkansa. Omien osakkeiden oston yhteydessä ilmenevä positiivinen markkinareaktio vaikuttaa olevan myös hyvin suhteessa yhtiön riskiin. Satunnaiset takaisinostajat saavat parempia välittömiä ylituottoja kuin säännölliset takaisinostajat. Omien osakkeiden ostajien kokema välitön ylituotto on myös sitä suurempi, mitä pienempi yhtiö on.

5.2 Osinko ja markkinareaktio

Omien osakkeiden oston osalta markkinat reagoivat selvästi positiivisesti ostoilmoitukseen. Osinkojen teorian osalta osinko on monimutkaisempi asia, mutta myös osinko yhdistetään usein positiiviseen markkinareaktioon.

5.2.1 Osinko ja välitön markkinareaktio

Osinko ja siitä seuraava markkinareaktio on hyvin tutkittu asia taloustieteissä, ja sitä on yritetty selittää monella eri tavalla. Monet empiiriset tutkimukset kertovat kuitenkin osingon lisäämisen johtavan positiiviseen markkinareaktioon.

Esimerkiksi Van Eaton (1999) tutki osingon lisäystä ja siitä seuraavaa pörssikurssin muutosta. Taulukko 5. kuvaa osingon lisäämisestä seuranneita keskimääräisiä ylituottoja kahtena osinkoilmoitusta ympäröivänä päivänä sekä näiden päivien kokonaistuottoa prosenteissa.

Taulukko 5. Osingon muutos ja markkinareaktio

Taulukko kertoo vuosina 1971-1990 osinkoaan lisänneiden yhdysvaltalaisien yhtiöiden ylituotot ilmoituspäivää ympäröiviltä kahdelta päivältä sekä koko ajanjaksolta. Ilmoituspäivä on päivä 0. (Van Eaton, 1990, 120)

Osingon muutos	-1	0	+1	kok.
lisääminen	0,23 %	1,04 %	0,62 %	1,9 %

Empiirinen tutkimus antaa positiivisen kuvan osingon kasvattamisesta. Osingon kasvattaminen antaa ilmoituspäivänä 1,04 prosentin ylituoton osakkeelle. Kokonaisylituotto kahtena ympäröivänä päivänä on osinkoja lisänneelle yhtiölle ollut keskimäärin 1,9 prosenttia. (Van Eaton, 1999, 120)

Kyseinen tutkimus kertoo osinkoja lisäävien yhtiöiden kokevan positiivisia ylituottoja. Osingon lisäämistä on tutkittu paljon myös muiden tutkijoiden puolesta. Taulukko 6. kertoo eri tutkimusten tuloksista osinkojen lisäämisen ja markkinareaktion yhteydestä.

Taulukko 6. Osingon muutos ja markkinareaktio eri tutkimusten mukaan

Taulukossa on osinkojen lisäämisestä seuranneet välittömät ylituotot prosenteissa eri tutkimusten mukaan. Taulukossa on ilmoitettu tutkimuksen tekijä/tekijät, tutkielman ilmestymisvuosi, osingon muutos ja välitön markkinareaktio ilmoituspäivää ympäröiviltä kahdelta päivältä. (Van Eaton, 1999, 124)

Tekijä	osingon muutos	markkinareaktio
Pettit (1972)	lisäys	0,0 %
Charest (1978)	lisäys	1,7 %
Dielman ja Oppenheimer (1984)	lisäys	6,4 %
Van Eaton (1998)	lisäys	1,9 %

Tarkasteltaessa osingon lisäystä ja siitä seuraavaa markkinareaktiota tutkimustulokset osoittavat hajaannusta. Pettit, joka teki tutkimuksensa vuonna 1972, ei havaitse minkäänlaista yhteyttä osinkojen lisäämisen ja positiivisen markkinareaktion välillä. Muut tutkimukset puolestaan kertovat osinkojen lisäyksen johtavan positiiviseen markkinareaktioon ja ylituottoihin. Charest saa samansuuntaisia tuloksia kuin Van Eaton, joidenka osinkojen lisäämisestä johtuvat ylituotot ovat 1,7 % ja Van Eatonin 1,9 %. Dielman ja Oppenheimer saavat omassa tutkimuksessaan 6,4 prosentin ylituoton osinkojen lisäämiselle. (Van Eaton 1999, 120-124)

Vaikka tutkimusten tulokset osinkojen lisäämistä seuraavista ylituotoista vaihtelevat suuruudeltaan paljon, kaikki saivat kuitenkin positiivisia tuloksia tai nollatuloksia. Osinkojen lisäämistä voidaankin keskimäärin pitää melko positiivisena viestinä.

5.2.2 Osinko, yhtiön koko ja markkinareaktio

Osakkeiden takaisinostojen markkinareaktion vahvuus riippui selvästi yhtiön suuruudesta. Tarkasteltaessa yhtiöiden suuruuden vaikutusta osingon lisäämisestä seuraavaan välittömään markkinareaktioon huomataan markkinareaktion noudattavan samanlaista kaavaa kuin omien osakkeiden ostossa. Taulukko 7. kuvaa yhdysvaltalaisen valmistustoimialojen osinkojaan kasvattaneiden yritysten osakkeiden tuottamia ylituottoja suhteessa yhtiön kokoon kahtena osinkoilmoitusta ympäröivänä päivänä prosenteissa vuosina 1975-1984.

Taulukko 7. Osinkoa maksavien yhtiöiden suuruus ja markkinareaktio

Taulukossa on vuosina 1975-1984 yhdysvaltalaisen valmistustoimialojen yritysten kokemat ylituotot prosenteissa yhtiöiden suuruuden mukaan osinkoilmoitusta ympäröivinä päivinä. Ensimmäinen rivi kuvaa osinkoilmoitusta ympäröiviä päiviä ja ensimmäisessä sarakkeessa yhtiöt on jaettu suuruusjärjestykseen. Ilmoituspäivä on päivä 0. (Haw ja Kim 1991, 331)

Suuruus	-1	0	+1
1(Pienimmät)	0,29 %	1,23 %	0,37 %
2	0,3 %	0,53 %	0,32 %
3	0,2 %	0,55 %	0,27 %
4(suurimmat)	-0,05 %	0,55 %	0,08 %

Taulukko 7. kertoo pienimpien yhtiöiden osakkeiden tuottavan keskimäärin 1,23 prosentin ylituoton ilmoituspäivänä ja se on paras tulos. Muiden kokoluokkien tulokset ovat keskenään melko samanlaisia. Vertailtaessa kokonaistuottoja kyseiseltä aikaperiodilta pienimmän kokoluokan yhtiöt saavat ylituotoksi 1,885 prosenttia. Toiseksi pienimmän kokoluokan yhtiöt saavat keskimääräiseksi ylituotoksi 0,883 prosenttia ja kaksi suurinta 1,018 ja 0,578. Suurimman kokoluokan yhtiöt saavat kaikkein huonoimman tuloksen ja pienimmät kaikkein parhaimman. Pienimmät yhtiöt saavat yli kolmekertaisia ylituottoja suurimpiin yhtiöihin verrattuna osinkojen kasvattamisen yhteydessä. (Haw ja Kim, 1991, 331)

Pienimmät yhtiöt saavat selvästi suuremmat ylituotot myös osingon lisäämisen yhteydessä kuin kaikkein suurimmat yhtiöt. Nämäkin tulokset ovat hyvin suhteessa riskiin, eli pienemmät ja riskisemmät yhtiöt saavat suurempia ylituottoja kuin suuret ja pienempiriskiset yhtiöt.

5.2.3 Osingon lisäämisen suuruus ja markkinareaktio

Omien osakkeiden osto otettiin vastaan sitä positiivisemmin, mitä enemmän yhtiö ilmoitti ostavansa osakkeitaan takaisin. On mielenkiintoista tutkia noudattaako myös toisenlainen voitonjakotapa eli osinko samaa kaavaa. Eli otetaan enemmän osinkoja kasvattaneiden yhtiöiden osinkoilmoitus paremmin vastaan kuin vähemmän osinkojaan kasvattaneiden yhtiöiden osingon lisäämisilmoitus.

Divecha ja Morse (1983) tutkivat osinkojen kasvattamisesta seuranneita markkinareaktiota. He vertasivat osingon prosentuaalista lisäämistä ja markkinareaktiota. He jakoivat yhtiöt 1-10 %, 10-20 %, 20-30 % ja yli 30 % osinkojaan kasvattaneisiin yhtiöihin. Tulokset kertovat osinkoja yli 30 prosenttia kasvattaneiden yhtiöiden pärjänneen kaikkein parhaiten osinkoilmoitusta ympäröivinä 40 päivänä. Kaikki osinkojaan kasvattaneet yhtiöt kokivat positiivisen kehitystä ilmoituspäivänä, mutta koko aikaperiodin positiivinen kehitys oli sitä voimakkaampaa mitä enemmän yhtiöt kasvattivat osinkojaan. (Divecha ja Morse, 1983, 167-172)

Näiden tulosten valossa vaikuttaa siltä, että sekä osinko että omien osakkeiden ostojen markkinareaktio noudattelevat samoja kaavoja. Molemmat otetaan positiivisesti vastaan markkinoilla ja markkinareaktio on sitä suurempi, mitä enemmän yhtiö kasvattaa voitonjakoaan.

6. Voitonjakopolitiikka ja verotus

Verotuksella on aina huono kaiku varsinkin yrityksissä. Valtio ottaa omansa, mutta veropolitiikan monimutkaisuus antaa kuitenkin mahdollisuuden pyrkiä vaikuttamaan verotettavaan määrään. Ihmiset ja yhtiöt tekevät taloudellisia valintoja jatkuvasti ja hyvin monesti tarkoituksena on juuri minimoida verot.

Yrityksissä on omat ohjelmansa tilinpäätössuunnitteluun ja erittäin keskeinen asia tilinpäätössuunnittelua on juuri verojen minimointi. Verojen minimointia harjoitetaan varsinkin kun puhutaan yhtiöön päin tulevasta euroista tai dollareista. Eri verovähennyskeinoja käytetään saamaan yhtiön tulos siihen muotoon, että yhtiö maksaisi mahdollisimman vähän veroja. Tosin on myös otettava huomioon verojen minimoinnin kustannustehokkuus.

Yhtiö on kuitenkin kirjaimellisesti omistajiensa omistama ja yhtiön johdon tulisi toimia omistajia mahdollisimman paljon hyödyttävällä tavalla. Tällöin myös omistajien osuus verotuksessa tulisi ottaa huomioon vahvasti. Yhtiön johdon tulisi ottaa huomioon yhtiöön tulevien rahavirtojen verotuksen lisäksi sen omistajille maksamien rahavirtojen veroseuraamukset itse omistajille.

6.1 Voitonjaon verotus Suomessa

Osakkeiden takaisinostoa tarkastellaan verotuksen näkökulmasta normaalisti luovutusvoittona. Arvopapereiden luovutusvoittoa verotetaan pääomaveron mukaan veroprosentilla 28. Osakkeiden takaisinostossa ja muussakin luovutusvoitossa vero kohdistuu vain voittoon eikä myyntihintaan.

Listatusta yhtiöstä saadun osingon verotus on melko yksinkertaista, kun puhutaan luonnollisesta henkilöstä osingonsaajana. Osinko jaetaan verotettavaan ja verovapaaseen pääomatuloon. 70 prosenttia osingosta on veronalaista tuloa ja 30 prosenttia verovapaata tuloa. Veronalaista osinkotuloa verotetaan normaalisti pääomaverokannan mukaan. (Kukkonen ja Niskanen, 2005)

Osinkoa verotettaessa vain 70 prosentista osingonmäärästä pääomaverokannalla eli 28 prosentilla osingon veroprosentiksi tulee täten 19,6. Osingolla voi sanoa olevan veroetu vertailtaessa kyseisiä voitonjakotapoja, mutta osakkeiden takaisinosto tarjoaa kuitenkin mahdollisuuden verosuunnitteluun. Omien osakkeiden osto tarjoaa mahdollisuuden siirtää verotusta, sillä myyntivoitto verotetaan vasta kun omistaja myy osakkeensa.

6.2 Verouudistus 2004 ja voitonjakopolitiikan muutokset

Kuinka omistajatason verotus sitten vaikuttaa yhtiön voitonjakopäätökseen? Verotuksen muutokset tarjoavat oivan tilaisuuden tarkastella voitonjakopolitiikan muutoksia ja tutkia seuraileeko yhtiöiden voitonjakopolitiikka verotuksen muutoksia.

Suomessa voitonjakopolitiikan verotus muuttui vahvasti vuonna 2004. Tuolloin osinkoverotus nousi nolasta nykyisen muotoiseen malliinsa omistajatasolla. Kyseisenlaisen radikaalin muutoksen verotuspolitiikassa pitäisi johtaa selviin vaikutuksiin myös yhtiöiden voitonjakopolitiikassa. (Korkeamäki et al., 2010, 572-587)

Tämä muutos vaikutti varsinkin osinkoon ja sen maksuun. Edeltävänä vuonna lakimuutoksesta, varsinkin yritykset joiden omistajat olivat eniten lakimuutoksen vaikutuksen alaisena, ottivat selvästi huomioon omistajien edun voitonjakopolitiikassaan. Nämä yritykset maksoivat juuri lakimuutosta edeltävänä vuonna huomattavasti normaalia enemmän osinkoja. Yhtiöt rupesivat maksamaan myös jatkossa pienempiä osinkotuottoja ja lisäsivät omien osakkeiden takaisinostoa lakimuutoksen jälkeen. (Korkeamäki et al., 2010, 572-587)

Nämä tulokset ovat hyvin linjassa teorian kanssa, jonka mukaan yhtiöt muuttavat voitonjakopolitiikkaansa palvelukseensa omistajiaan paremmin. Tämä on hyvin positiivinen uutinen omistajan kannalta. Yhtiön johto on selvillä omistajantason verotuksesta ja omistajan preferensseistä ja ottaa sen huomioon voitonjakopolitiikassaan.

6.3 USA:n 2003 verouudistus ja voitonjakopolitiikan muutokset

Vuonna 2003 Yhdysvaltain verolaki muuttui selvästi varsinkin osinkojen kohdalla. Osinkoverotus tuotiin myyntivoiton kanssa samalle tasolle kiinteään 15 prosenttiin. Edellinen laki verotti osinkoja progressiivisesti aina 38 prosenttiin asti.(Chetty ja Saez, 2005, 791-793)

Kuva 1. havainnollistaa selvän muutoksen juuri vuoden 2003 kohdalla. Niin osakkeiden takaisinostoon kuin osinkoihinkin käytetyt varat lähtevät selvään nousuun. Osinkojen kohdalla tämä nousu on erittäin poikkeuksellinen verratessa osingon historiaa. Koskaan aikaisemmin osinkoihin käytetyt varat eivät ole tehneet yhtä vahvaa nousupyrähdystä.

Tutkittaessa tarkemmin NYSE:n NASDAQ:in ja AMEX:in yrityksiä huomataan verouudistuksen selvä vaikutus yritysten voitonjakopolitiikkaan. Pitkään jatkunut osinkoja maksaneiden yritysten määrän pieneneminen pysähtyi juuri verouudistuksen aikaan. Osinkoja maksavien yritysten osuus 20 % kaikista yrityksistä hyppäsi verouudistuksen myötä 25 prosenttiin. Tämän lisäksi osingonmaksajat lisäsivät osinkojaan. Arvion mukaan osinkojen määrä kasvoi 20 prosentilla verouudistuksen myötä. Verouudistuksen vaikutus oli voimakkainta yrityksissä, joiden johtajilla oli suuri osakeomistus yhtiöstä ja vähän optioita.(Chetty ja Saez, 2005, 791-793)

7 Johtopäätökset

Tutkimustulosten valossa voi hyvin sanoa voitonjakotavan valinnan kertovan yrityksestä paljon. Osingon maksajien kohdalla osinkojen elinkaariteoria toimii hyvin. Osingon maksajat ovat suuria yrityksiä, joilla on pienet investointimahdollisuudet, mutta hyvä kannattavuus. Osingon maksajien tasaiset tulot ja pieni tappiota tekevien yhtiöiden osuus kertoo osinkojen maksajien olevan omistajan näkökulmasta pieniriskisiä sijoituksia.

Omien osakkeiden osto on osinkoon verrattuna joustavampi voitonjakotapa ja riskisemmät yritykset käyttävät tätä ominaisuutta hyväkseen. Omien osakkeiden ostajilla on osingon maksajiin verrattuna epävakaammat tulot, ja ne ovat myös selvästi pienempiä kuin osingon maksajat. Ensimmäiseksi voitonjakotavaksi omien osakkeiden oston valitsevat yhtiöt kokevat myös enemmän kilpailua, ovat nuorempia sekä useammin korkean teknologian alalla kuin osingon maksajat. Nämäkin tutkimustulokset kertovat omien osakkeiden oston olevan riskisempien yritysten voitonjakotapa.

Omien osakkeiden ostajat voidaan kuitenkin jakaa satunnaisesti ja säännöllisesti takaisinostoja tekeviin yhtiöihin. Säännöllisesti takaisinostoja tekevät yhtiöt muistuttavat osingon maksajia ja niitä voi myös pitää pieniriskisinä yhtiöinä. Satunnaiset takaisin ostajat muistuttavat puolestaan yhtiöitä, jotka eivät maksa omistajilleen mitään. Näiden yhtiöiden tulot ovat hyvin epävakaaita, ja ne ovat myös kooltaan hyvin pieniä ja omistajan näkökulmasta hyvin riskisiä.

Molemmat voitonjakotavat otetaan markkinoilla positiivisesti vastaan. Niin osingon lisäysilmoitus kuin omien osakkeiden ostoilmoitus tuottaa positiivisia välittömiä ylituottoja. Markkinoiden positiivisesta suhtautumisesta molempiin voitonjakotapoihin kertoo myös markkinareaktion riippuminen voitonjaon lisäämisen suuruudesta. Mitä enemmän yhtiö kasvattaa voitonjakoaan, sitä suuremmat välittömät ylituotot yhtiön osake tuottaa voitonjakotavasta riippumatta.

Markkinareaktio vaikuttaa olevan hyvin suhteessa yhtiön riskiin. Riskisemmät yhtiöt

eli omien osakkeiden ostajat saavat tutkimustulosten mukaan suurempia ylituottoja ostoilmoituksen yhteydessä kuin osingon maksajat osingon lisäysilmoituksen yhteydessä. Markkinareaktio on selvästi verrannollinen yhtiön kokoon, ja molemmissa voitonjakotavoissa pienimmät yhtiöt saavat parempia ylituottoja kuin suurimmat yhtiöt. Markkinareaktion ja yhtiön riskin yhteydestä kertoo myös satunnaisten takaisinostajien osakkeiden tuottavan suurempia ylituottoja kuin pienempiriskisempien säännöllisten takaisinostajien osakkeet ostoilmoituksen yhteydessä.

Osingolla on veroetu Suomessa omien osakkeiden ostoon nähden, mutta omien osakkeiden osto tarjoaa kuitenkin omistajille mahdollisuuden verosuunnitteluun. Osinkoa verotetaan 19,6 prosentilla ja omien osakkeiden oston luovutusvoittoa 28 prosentilla.

Tutkimustulosten valossa voi sanoa omistajien verotuksella olevan vaikutusta yhtiöiden voitonjakopolitiikkaan. Niin Suomessa kuin Yhdysvalloissa yhtiöt muuttivat voitonjakopolitiikkaansa verotuksen muuttuessa selvästi. Veromuutosten yhteydessä tapahtuvat voitonjakopolitiikan muutokset ovat kuitenkin melko maltillisia ja omistajien verotus ei ole määräävä tekijä yhtiöiden päättäessä voitonjakotavastaan.

8 Lähteet

Artikkelit:

Bagwell, L. S. (1991) Share repurchase and takeover deterrence, *The Rand Journal of Economics* 22, 1, 72-88.

Chetty, R. & Saez, E. (2005) Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 tax cut, *The Quarterly Journal of Economics* 120, 3, 791-833.

Comment, A. & Jarrell, G. A. (1991) The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases, *The Journal of Finance* 46, 4, 1243-1271.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. (2004) Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics* 72, 425-456.

Divecha, A. & Morse, D. (1983) Market responses to dividend increases and changes in pay out ratio, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, 2, 163-173.

Evans, J. P., Evans, R. T. & Gentry, J. A. (2003) The Decision to repurchase shares: A cash flow story, *Journal of Business and Management* 9, 2, 99-123.

Fama, E. F. & French, K. R. (2000) Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay, *Journal of Financial economics* 60, 3-43.

Haw, I. & Kim, W. (1991) Firm size and dividend announcement effect, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 6, 3, 425,344.

Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995) Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.

Jagannathan, M. & Stephens, C. (2003) Motives for multiple open-market repurchase

programs, *Financial Management*, 71-91.

Jain, B. A., Shekhar, C. & Torbey, V. (2009) Payout initiation by IPO firms: The choice between dividends and share repurchase, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49, 1275-1297.

Kooli, M. & L'her, J. (2010) Dividends versus share repurchases evidence from Canada: 1985-2003, *The Financial Review* 45, 57-81.

Korkeamäki, T., Liljeblom, E. & Pasternack, D. (2010) Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust?, *Journal of Corporate Finance* 16, 4, 572-587.

Skinner, D. J. (2008) The evolving relation between earnings, dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics* 87, 582-609.

Van Eaton, R. D. (1999) Stock price adjustment to the information in dividend changes, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 12, 113-133.

Weigand, R. A. & Baker, H. K. (2009) Changing perspectives on distribution policy, *Managerial Finance* 35, 6, 2009.

Kirjat:

Ross, Westerfield ja Jaffe (2005) *Corporate Finance*. 7. p. New York, McGraw-Hill & Irwin.

Verkkodokumentit:

Kukkonen, A., Niskanen, I. 6.10.2005 Osinkotulojen verotus [Verkkodokumentti]

[Viitattu 2.12.2010].

Saatavilla

http://www.vero.fi/default.asp?path=5,40,87&article=4186&domain=VERO_MAIN.

