

Kauppätieteellinen tiedekunta

A250A5000 Kandidaatintutkielma, Talousjohtaminen

**OSKEYHTIÖIDEN OMIEN OSAKKEIDEN TAKAISINOSTON  
TAKANA VAIKUTTAVAT MOTIIVIT**

The Motives Why Companies Repurchase Their Shares

19.12.2013

Tekijä: Anni Ylönen

Ohjaaja: Juha Soininen

## SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO .....	1
1.1 Tutkimusaineisto .....	3
1.2 Tutkielman tavoitteet ja tutkimusongelma .....	3
1.3 Työn rakenne .....	4
2. TEOREETTINEN VIIITEKEHYS .....	5
2.1 Tehokkaat markkinat .....	5
2.2 Irrelevanttiusteoreema .....	6
2.3 Agenttiongelman .....	8
3. OSAKKEIDEN TAKAISINOSTON TAUSTAA .....	11
3.1 Lainsäädäntö .....	11
3.2 Osakkeiden takaisinoston keinoja .....	12
3.3 Osakkeiden takaisinostojen vaikutus osakkeen arvoon .....	14
4. OMIEN OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOJEN MOTIIVIT .....	17
4.1 Signaalointi ja alihinnoiteltu osake .....	18
4.2 Pääomarakenne ja tunnuslukujen parantaminen .....	20
4.3 Voitonjako ja verokohtelu .....	22
4.4 Palkitsemisjärjestelmät .....	25
4.5 Yritysjärjestelyt .....	26
4.6 Investointi ja ylimääräiset varat .....	28
4.7 Joustavuus verrattuna osinkoihin .....	29
5. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	32
LÄHDELUETTELO .....	34

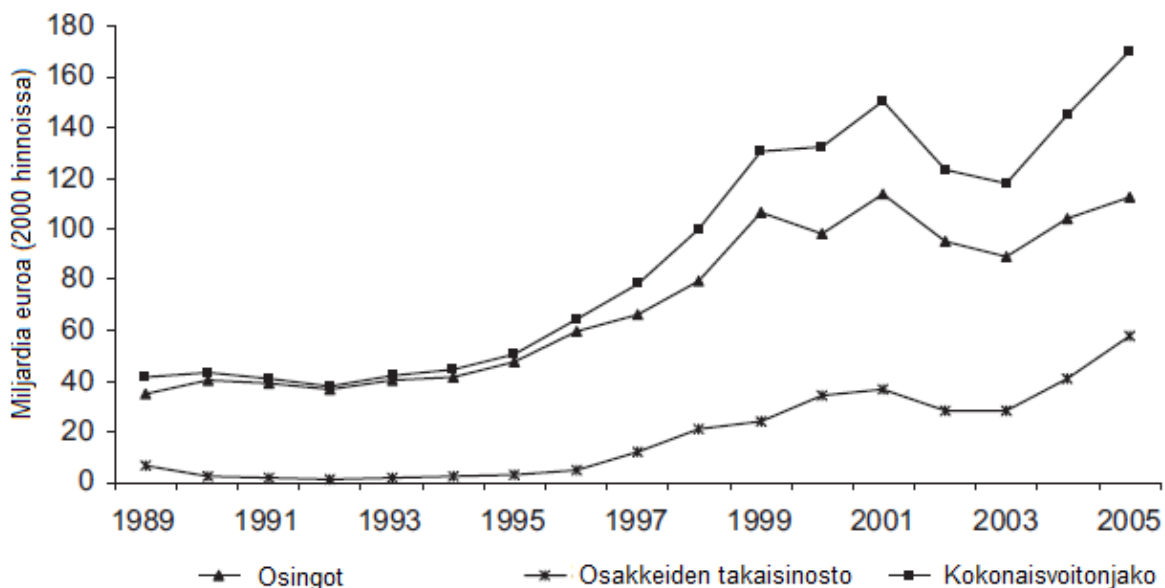
## 1. JOHDANTO

Yrityksien voitonjakopolitiikka on kauan perustunut vahvasti perinteiselle osingonjaolle. Viime vuosina osingonjaon rinnalle on kuitenkin noussut yhtiöiden omien osakkeiden takaisinosto, joka on yritykselle joustava keino jakaa voittoja sijoittajille. Ensimmäistä kertaa historiassa, vuonna 1999 yhdysvaltalaiset teollisuusyhtiöt ostivat määrällisesti enemmän osakkeitaan takaisin kuin jakoivat osinkoa (Grullon & Michaely, 2000).

Suomessa osakkeiden takaisinosto sallittiin osakeyhtiöissä ensimmäisen kerran vuonna 1997, jonka jälkeen suomalaiset pörssiyhtiöt ovat käyttäneet omien osakkeiden takaisinostoa aktiivisesti voitonjakokelpoisilla varoillaan (Martikainen & Martikainen 2009, 55-56). Yhtiöiden omien osakkeiden takaisinostot ovat innoittaneet monenlaisiin alan julkaisuihin, ja pelkästään takaisinostoihin liittyvien motiivien tutkiminen on kiinnostunut alan tutkijoita. Kiinnostus motiivien tutkimiseen johtuu siitä, että yritysjohto ei välttämättä ilmoita motiivejaan toteuttaa osakkeiden takaisinostoja. Joissakin maissa yritykset ovat kuitenkin velvoitettuja ilmoittamaan osakkeiden takaisinoston syyn. Todellinen tavoite osakkeiden takaisinostoissa voi olla eri kuin yrityksen ilmoittama. Voidaan pohtia onko yritysjohdolla mielessä kuitenkin toissijaiset tavoitteet osakkeiden takaisinostoissa, kuten omiin palkitsemisjärjestelmiin liittyvät. Markkinoilla vallitsevan informaation määrällä ja sen jakautumisella markkinaosapuolien kesken on suuri rooli takaisinostojen vaikutuksiin.

Omien osakkeiden takaisinostojen määrä kasvaa koko ajan verrattuna perinteiseen osingonjakoon. Kuva 1 havainnollistaa von Eijen & Megginsonin (2008) tutkimustuloksia, jossa havaittiin omien osakkeiden takaisinoston määrän merkittävää kasvua. Kuvassa 1 esitetään takaisinostojen ja osinkojen välistä suhdetta EU15-maissa vuodesta 1989 lähtien. Vuonna 1992 omien osakkeiden takaisinosto vastasi vain 3 % kokonaisvoitonjaosta, kun vuoteen 2005 mennessä takaisinostojen määrä voitonjaossa oli kasvanut 34 prosenttiyksikköön. Luvut ovat ilmaistu perusvuoden 2000 hintatasolla, jolloin luvuista on eliminoitu hintatason muutoksesta johtuvat tekijät, kuten inflaatio. (von Eije & Megginson, 2008)

Suomessa takaisinostojen osuus yhtiön voitonjakopolitiikassa on lisääntynyt merkittävästi. Suomalaisyriykset ostivat vuonna 2000 osakkeitaan takaisin 542 miljoonalla eurolla, kun vuonna 2005 osakkeiden takaisinostoihin suunnatut eurot olivat reaalihinnoissa mitattuna kahdeksankertaistuneet, jolloin osakkeita ostettiin takaisin 4428 miljoonalla eurolla (von Eije & Megginson, 2008).



**Kuva 1.** Osinkojen ja osakkeiden takaisinoston määrä EU15-maissa vuosina 1989–2005 (von Eije & Megginson, 2008)

Omien osakkeiden takaisinoston tiedetään nostavat yrityksen osakekurssia (Nofel & Tarhan, 1998). Aikaisempi alan tutkimus on keskittynyt tutkimaan takaisinoston motiivien lisäksi sitä, kuinka suuria epänormaaleja tuottoja osakkeiden takaisinosto aiheuttaa yrityksen osakekurssille. Epänormaali tuotto tarkoittaa yhtiön osakkeen toteutuneen tuoton ja odotetun tuoton välistä erotusta. Yhtiöiden takaisinoston vuoksi tapahtuvia epänormaaleja tuottoja selitetään usein sillä, että osake on ollut aliarvostettuna markkinoilla (Louis & White, 2007). Näiden epänormaalien tuottojen tiedetään olevan merkittäviä, mutta epänormaalien tuottojen määrä on vahvasti riippuvainen tutkittavasta aikajänteestä. Chanin, Ikenberryn & Leen (2007) tutkimustuloksien mukaan, neljän vuoden aikavälillä eniten osakkeita takaisinostaneiden yhtiöiden keskimääräinen epänormaali tuotto oli 33,54 %. Tarkastelun siirtyessä lyhyelle aikavälille huomataan, että kahden päivän aikavälillä pelkästään avomarkkinoille tehtyjen ostotarjouksien keskimääräinen epänormaali

tuotto oli 3,5 %, mikä ei poikkea paljonkaan monien osakkeiden päivittäisen keskihajonnan määrästä (Ikenberryn, Lakonishokin & Vermaelen, 1995).

## 1.1 Tutkimusaineisto

Tutkielmassa rajataan tarkastelu koskemaan julkisesti noteerattuja osakeyhtiöitä, koska niiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena arvopaperimarkkinoilla. Tutkielmassa käytettävä aineisto on kerätty käyttäen ulkomaalaisia tietokantoja, jotka tarjoavat laajasti osakkeiden takaisinostoon liittyviä vertaisarvioituja tieteellisiä julkaisuja. Tutkimusaineistossa käsitellään alan vanhoja ja perinteisiä havaittuja tuloksia, mutta uudempi kirjallisuus ja alan tiedeartikkelit ovat myös suuressa roolissa tutkielmassa. Tutkimuksessa käytetty kirjallisuus käsittelee takaisinostoja pääasiassa joko yhdysvaltalaisien tai britannialaisten yhtiöiden näkökulmasta, mutta aihetta sivutaan myös suomalaisyritysten näkökulmasta.

## 1.2 Tutkielman tavoitteet ja tutkimusongelma

Tämän työn tavoitteena on tarjota lukijalle kokonaisvaltainen kuva osakeyhtiöiden omien osakkeiden takaisinoston takana vaikuttavista motiiveista. Työssä esitellään aikaisempien tutkimusten tärkeimmät hypoteesit osakkeiden takaisinostoille sekä mitkä ovat yrityksen tavoitteet näiden takaisinosto-hypoteesien taustalla.

Tutkielman tutkimusote on muodoltaan laadullinen ja tutkielma toteutetaan laajana kuvailevana kirjallisuuskatsauksena. Kirjallisuuskatsaus tutkimusmenetelmänä keskittyy tutkimusongelman kannalta olennaiseen kirjallisuuteen (Hirsjärvi et al 1997, 111). Tutkimuksen tavoitteena on selittää yhtiön motiiveja, miksi ne ostavat omia osakkeitaan takaisin sekä vastata seuraavana mainittuihin tutkimuksen pää- ja alaongelmiin.

Tutkimuksen pääongelma on:

- Miksi yhtiöt ostavat omia osakkeitaan takaisin?

Päättökäimus jakautuu kolmeen alatutkimusongelmaan, jotka ovat:

- Millaisissa tilanteissa yhtiöt ostavat omia osakkeitaan takaisin?
- Miten omien osakkeiden takaisinosto vaikuttaa yhtiöön ja sen johtoon?
- Miten omien osakkeiden takaisinosto vaikuttaa osakkeenomistajiin?

Alaan liittyvät tutkimukset ovat keskittyneet tarkastelemaan takaisinostoon johtavia syitä sekä takaisinostoilmoituksen aiheuttamia epänormaaleja tuottoja osakkeen arvossa. Tämän tutkielman tavoitteena on koota yhteen keskeisimmät syyt mitkä johtavat omien osakkeiden takaisinostoihin. Tutkielmassa tarkastellaan myös takaisinoston motiiveja siitä näkökulmasta, että ostaako yhtiö osakkeita takaisin todennäköisemmin tietyissä tilanteissa sekä miten takaisinostot vaikuttavat yritykseen, sen pääomarakenteeseen, yritysjohton sekä osakkeenomistajien saamiin hyötyihin ja mitkä ovat osakeyhtiöiden tavoitteet käyttäessä takaisinostoja voitonjakopolitiikan keinona.

### **1.3 Työn rakenne**

Työn rakenne etenee siten, että tutkielmassa esitellään johdantoluvussa tutkimusaineisto, tutkimuksen tavoitteet sekä tutkimusongelmat. Johdantoluvun jälkeen tutkielmassa esitellään toisessa luvussa tutkimusaineistoa tukevaa teoreettista viitekehystä. Teoreettisessa viitekehyksessä kuvataan osakkeiden takaisinostojen taustalla vaikuttavia taloudellisia teorioita, joiden avulla pyritään kuvaamaan tutkivan ilmiön kannalta keskeiset tekijät. Tutkielman kolmas luku keskittyy kuvaamaan osakkeiden takaisinostoihin liittyvää taustaa. Takaisinostojen taustana esitellään takaisinostoihin liittyvää lainsäädäntöä, keinoja toteuttaa takaisinostoja sekä miten osakkeiden takaisinostot vaikuttavat yhtiön osakkeen arvoon. Tutkielman neljännes luku keskittyy kuvaamaan tutkielman pääaiheen, eli takaisinostojen motiivit. Näiden jokaisen motiivin taustalle esitetään alan tiedeartikkelien tuloksia, joilla motiivia perustellaan sekä kyseenalaistetaan. Viidennessä luvussa tutkielmassa kootaan yhteen tutkielman yhteenveto, havainnot sekä johtopäätökset.

## 2. TEOREETTINEN VIITEKEHYS

### 2.1 Tehokkaat markkinat

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin esitteli ensimmäisen kerran Eugene Fama jo 1960–1970-luvun taitteessa. Faman (1970) mukaan rahoitusmarkkinoiden ensisijainen tehtävä on varojen allokointi ylijäämäsektoreilta alijäämäsektoreille sekä markkinoita voidaan kutsua silloin tehokkaiksi, kun arvopapereiden hinnat heijastuvat täysin saatavilla olevaan informaatioon. Rahoitusmarkkinoiden informaatiotehokkuus perustuu siihen, että kuinka nopeasti uusi informaatio heijastuu arvopaperin hintaan. Markkinoiden ollessa informaationäkökulmasta tehokkaat, ei kenenkään ole mahdollista systemaattisesti saada keskimääräistä korkeampia tuottoja, koska menneisyyden kurssihistoria ei sisällä informaatiota tulevista kurssimuutoksista (Niskanen & Niskanen 2000, 36). Markkinoiden informaatiotehokkuus on perinteisesti jaettu kolmeen eri tyyppiin:

- Heikot ehdot täyttävä tehokkuus
- Puolivahvat ehdot täyttävä tehokkuus
- Vahvat ehdot täyttävä tehokkuus

Heikot ehdot täyttävässä tehokkuudessa arvopaperin hintaan vaikuttaa vain kaikki menneisyyden kurssikehityksen informaatio. Tällöin arvopaperimarkkinoilla kenenkään ei ole mahdollista saavuttaa ylisuuria tuottoja, koska jokaisella sijoittajalla on käytössään sama informaatio. Puolivahvojen ehtojen täyttävän tehokkuuden vallitessa kaikki julkisesti saatavilla oleva tieto, kuten yritysten voitto- ja osinkojulkaisut, heijastuvat välittömästi arvopaperin hintaan. Vahvat ehdot täyttävän markkinoiden informaatiotehokkuuden vallitessa markkinoilla esiintyy myös julkistamatonta sisäpiiritietoa. Vahvojen ehtojen tehokkuus ei käytännön tasolla toteudu koskaan, koska sisäpiiri-informaation luonne on sellaista, että kaikilla sijoittajilla ei voi olla tätä tietoa tasavertaisesti saatavilla. (Niskanen & Niskanen 2000, 36)

Markkinoiden informaatiotehokkuudella on suuri rooli osakkeiden takaisinostoihin vaikuttavissa motiiveissa sekä takaisinostojen seurauksissa. Epäsymmetrinen

informaatio johtaa siihen, että toisella markkinaosapuolella on enemmän tietoa kohteesta kuin toisella osapuolella. Tällöin yhtiön johdolla on selkeä etulyönti asema suhteessa muihin markkinatoimijoihin, koska johdolla on sisäpiiritietoa yhtiön toiminnasta ja tilanteesta. Mikäli markkinat olisivat täydelliset ja tieto olisi täysin kaikkien markkinaosapuolien saatavilla, osakkeet olisivat markkinoilla hinnoiteltu myös yhtiöjohdon mielestä oikein. Tämän vuoksi eliminoutuisi eri markkinaosapuolien mahdollisuus saavuttaa keskimääräisesti suurempia tuottoja, joita on havaittu syntyvän yhtiön ilmoittaessa takaisinostoista.

## 2.2 Irrelevanttiusteoreema

Modigliani & Miller (1958) esittivät heidän propositio I:n, jonka mukaan yrityksen valittu pääomarakenne on irrelevantti ja yrityksen markkina-arvo on riippumaton valitusta yhtiön rahoitusrakenteesta. Tämä teoria on kuitenkin sijoitettu täydellisiin markkinaolosuhteisiin, vaikka markkinaepätäydellisyyksiä esiintyy. Tämän lisäksi Modigliani ja Miller esittelivät myös vuonna 1961 toisen irrelevanttiusteoreemansa, jossa täydellisten markkinaolojen vallitessa, myös yrityksen voitonjakopolitiikka on irrelevantti. Tässä ideaalimarkkinoiden tilassa yhtiöllä on vapaus valita miten se jakaa voittoa osakkeenomistajille, koska jokainen sijoittaja hyötyy jokaisessa voitonjakokeinossa saman verran. Modiglianin ja Millerin teoreema perustuu oletukseen, että ei olemassa transaktiokustannuksia eikä verotusta.

Rossin et al. (2008) esimerkkiä mukaillen voidaan havainnollistaa osingonjaon sekä takaisinostojen välistä suhdetta. Esimerkki osoittaa, että täydellisillä markkinoilla on sekä osakkeenomistajan että yrityksen kannalta irrelevanttia harjoittaako yritys voitonjakokeinona osingonjakoa tai osakkeiden takaisinostoa.

Oletetaan yritys, jolla on ylimääräisiä varoja 300 000 euroa. Yrityksellä on valinta jakaako se 300 000 euroa osinkona vai ostaako osakkeitaan takaisin. Esimerkin lähtötilanteessa yrityksellä on ulkona 100 000 osaketta. Yritys arvioi, että osingonjaon jälkeen sen tulot ovat 450 tuhatta euroa vuodessa, jolloin osakekohtainen tulos on 4,50 euroa. Kilpailluilla markkinoilla voittokertoimen tunnusluku P/E (*price per earnings*) –luku on 6, jolloin voidaan laskea, että osingonjaon jälkeen yrityksen osakkeiden tulisi myydä 27 eurolla (4,50 e kerrottuna

6). Osinkoa maksettiin 3 euroa. Luvut ovat havainnollistettu taulukossa 1. (Ross et al. 2008, 518)

Mikäli yritys päätyy ostamaan osakkeitaan takaisin, voidaan Rossin et al. (2008) esimerkkiä mukaillen saada seuraavia tuloksia: Yritys käyttää samat 300 000 euroa omien osakkeiden takaisinostoihin, sen sijaan että maksaisi sillä osinkoa. Osakkeenomistajat myyvät osakkeensa 30 euron kappalehintaan, jolloin yritys saa ostettua 300 000 eurolla 10 000 ulkopuolella olevaa osaketta takaisin. Yrityksellä on ulkona 90 000 osaketta, kun 10 000 markkinoilta ostettua osaketta mitätöidään. Yrityksen aiempi vuositulo 450 000 euroa ei muutu mihinkään, mutta se jakautuu vähemmälle osakemäärälle, jolloin tämä 450 000 euroa nostaa osakekohtaista tulosta 5 euroa (450 000 e jaettuna 90 000 osakkeelle). Yrityksen P/E-luku säilyy samana kuin aiemmin, eli kuutena, johtuen siitä että talous- ja rahoitusriski eivät muutu. Tällöin voidaan todeta, että osakkeen arvo takaisinoston jälkeen on 30 euroa (6 x 5 euroa). (Ross et al. 2008, 518)

**Taulukko 1.** Osinko vs. osakkeiden takaisinosto (Ross et al. 2008, 519)

	<b>Yritys</b>	<b>Osake</b>
<b>Osingonjako:</b>		(100 000 osaketta ulkona)
Ylimääräinen osinko	300 000 €	3 €
Tulot osingonjaon jälkeen	450 000 €	4,50 €
Markkina-arvo osingonjaon jälkeen	2 700 000 €	27,00 €
<b>Osakkeiden takaisinosto:</b>		(90 000 osaketta ulkona)
Tulot takaisinoston jälkeen	450 000 €	5 €
Markkina-arvo takaisinostojen jälkeen	2 700 000 €	30 €

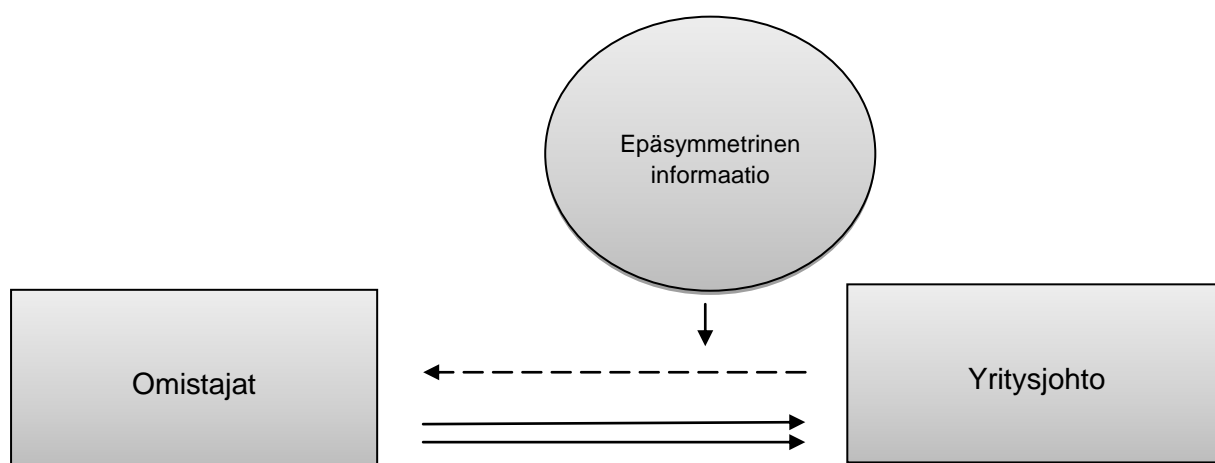
Taulukosta 1 voidaan nähdä, miten osakkeenomistaja hyöty molemmissa voitonjakokeinoissa on sama. Mikäli yritys jakaisi osinkoa, osakkeenomistaja saisi 3 euroa osinkoa ja osakkeen arvo olisi tällöin 27 euroa, kun taas takaisinostamalla yrityksen osakkeen arvo on 30 euroa. Tällöin valinta osingon ja takaisinoston välillä on irrelevantti.

Nämä Rossin et al. (2008) esimerkissä esitetyt luvut on oletettu pätevän ilman markkinaepätäydellisyyksiä. Oletuksena Rossin et al. (2008) sekä Modigliani-Millerin (1961) teoreemassa ovat markkinoiden täydellisyys, vaikka käytännön reaali maailmassa markkinat eivät koskaan saavuta täydellisyyttä. Markkinoilla esiintyy aina epätäydellisyyksiä, kuten transaktio- ja informaatiokustannuksia sekä verotusta, jotka vaikuttavat markkinoiden toimintaa ohjaavana tekijänä. Voidaan myös kritisoida, ovatko osakkeenomistajat homogeeninen ryhmä, jossa myös omistajien preferenssit ovat yhdenmukaisia. Oletuksena edellä olevan esimerkin mukaisesti kaikki osakkeenomistajat ovat valmiita myymään osakkeensa 30 euron hintaan. Yritys maksaa kuitenkin kiinteähintaisesti takaisinostettaville osakkeille pääosin jonkinlaista preemiota, josta kerrotaan myöhemmin luvussa 3.2.

### **2.3 Agenttiongelman**

Vapaan kassavirran hypoteesin mukaan ne yritykset, jolla on paljon vapaata kassavirtaa ja samaan aikaan heikot kasvumahdollisuudet, ovat alttiimpia tekemään heikkoja sijoituspäätöksiä sijoittajien kannalta. Johdolla voi olla taipumus pyrkiä kassavirroilla maksimoimaan oma etunsa, sijoittajien kustannuksella. Päämies-agenttiongelman perusteella, kun yrityksen toimiva johto eriytyy osakkeenomistajista, voidaan heidän välillä nähdä olevan agenttiongelman. Tämä agenttiongelman voi johtaa omistajien ja johdon ristiriitaan yrityksen tavoitteista. Yrityksen johto voi pyrkiä tavoittelemaan henkilökohtaista tai yrityksen edun mukaista ratkaisua, mutta tämä on ristiriidassa osakeyhtiön tärkeimmän tavoitteen kanssa, joka on omistajien varallisuuden maksimointi. (Nofel & Tarhan, 1998), (Niskanen & Niskanen 2000, 13-14)

Agenttiongelman ja niiden aiheuttamien agenttikustannuksien olemassaolo on suora seurausta epäsymmetrisestä informaation jakautumisesta. Yrityksen toiminnan kannalta johdolla on sisäpiiritietoa yrityksen tilasta, jota ei osakkeenomistajille ole. Agenttikustannuksia syntyy siitä, kun omistajat joutuvat valvomaan sitä, että yritysjohto toimii heidän etujensa mukaisesti. (Niskanen & Niskanen 2000, 14)



**Kuvio 1.** Epäsymmetrisen informaation rooli agenttiristiriidassa

Kuvion 1 tarkoitus on havainnollistaa sitä, miten agenttiristiriita syntyy informaation epäsymmetriasta. Yritysjohto on selkeästi tietoinen omistajien tavoitteista, mutta yritysjohdolla on sisäpiiritietoa yrityksen tilanteesta. On teoriassa mahdotonta, että sijoittajat ovat tietoisia yrityksen tilasta samalla tavalla kuin yrityksen toimiva johto. Kuvion yhtenäisillä viivoilla on tarkoitus hahmottaa sitä, miten johdolla on käytössään paljon informaatiota, kun vastaavasti omistajien saama informaatio yhtiön johdolta (katkoviiva) on vähäisempää kuin johdon itsellään pitämä sisäpiiri-informaatio, josta syntyy informaation epäsymmetria.

Osakkeiden takaisinostoihin liittyy läheisesti tämä vapaan kassavirran ongelma sekä yritysten vaihtoehtoisten investointimahdollisuuksien näkökulma. Omien osakkeiden takaisinostoja voidaan perustella omistajien voiton maksimoinnin periaatteella. Omien osakkeiden takaisinostoon liittyvän vapaan kassavirran hypoteesin mukaan yritykset, joilla on merkittäviä ylimääräisiä varoja sekä samaan aikaan heikot investointimahdollisuudet kohtaavat merkittäviä agenttikustannuksia, mikäli ylimääräisiä varoja ei ohjata osakkeenomistajille. Osakkeiden takaisinosto tarjoaa

yritykselle tavan jakaa ylimääräisiä varoja osakkeenomistajille, sen sijaan että ne käytettäisiin negatiivisen nykyarvon projekteihin. Grullonin & Michaelyn (2002) mukaan agenttiristiriidat voivat johtua siitä, että omistajanäkökulmasta yritys yli-investoi varojansa. Ne yritykset, jotka kokevat näitä ristiriitoja, myös lisäävät voitonjakoaan osakkeenomistajille osakkeiden takaisinoston muodossa (Nofel & Tarhan, 1998).

### 3. OSAKKEIDEN TAKAISINOSTON TAUSTAA

#### 3.1 Lainsäädäntö

Yritysjohdolla voidaan nähdä olevan informaation etulyöntiasema muihin markkinaosapuoliin, jonka vuoksi omien osakkeiden takaisinostot ovat usein tiukkaan säädeltyjä sisäpiiriluonteen vuoksi. On mahdollista, että päätöksiin takaisinostoista voivat vaikuttaa informaatio, joka ei ole vielä vapaasti kaikkien saatavilla markkinoilla. Mikäli arvopaperimarkkinat eivät ole informaatiotehokkaat, tiedon epäsymmetrisyys voi johtaa siihen, että päätöksiä takaisinostosta ja sen ajoituksesta tehdään sisäpiiritiedon perusteella. (Tomperi 2004, 42)

Osakkeiden takaisinostoihin liittyy olennaisesti myös julkinen kyseenalaistus siitä, onko johto varmasti informoinut markkinaosapuolia kaikista arvopaperin markkinahintaan olennaisesti vaikuttavista seikoista. Cook, Krigman & Leach (2004) havaitsivat että yhdysvaltalaiset listayhtiöt välttivät osakkeiden takaisinostoja erilaisten yhtiön tietojen julkistamispäivien lähetyvillä, estääkseen julkiset epäilyt siitä että yritys käyttäisi hyväkseen sisäpiiritietoa.

Suomalaisessa lainsäädännössä yrityksen omien osakkeiden takaisinostoa säädellään Osakeyhtiölain (OYL 624/2006) 15. luvun 1-14 §:ssä. Osakeyhtiölain säädösten mukaan yhtiö voi hankkia omia osakkeitaan, lunastaa osakkeita vastikkeellisesti tai vastikkeettomasti tai ottaa pantiksi omia osakkeitaan. Yhtiökokouksen päätöksellä osakeyhtiön hallitus saa valtuutuksen hankkia osakkeita joko kokonaan tai joiltakin osin, jolloin päätöksessä tulee mainita osakkeiden enimmäismäärä, osakelajit, valtuutuksen voimassaoloaika sekä vastikkeiden vähimmäis- ja enimmäismäärät. (Finlex, 2013a)

Suomalainen lainsäädäntö mahdollisti omien osakkeiden takaisinoston ensimmäistä kertaa vuonna 1997, jonka jälkeen yritykset ovat ahkerasti käyttäneet osakkeiden takaisinostoa (Martikainen & Martikainen 2009, 55-56). Suomalaisessa yritysmaailmassa osakkeiden takaisinosto on uusi tapa jakaa voitonjakokelpoisia varoja omistajille.

Osapuolten epäsymmetristä informaation jakautumista voidaan pyrkiä ehkäisemään erilaisilla säädöksillä, esimerkiksi arvopaperimarkkinalailla. Arvopaperimarkkinalain säädöksillä säännöllisen sekä Finanssivalvonnan jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella esitetään yhtiön velvollisuus antaa tietoa sijoittajille. Tiedonantovelvollisuuden tavoite on turvata sijoittajan oikeutta saada arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tekijät totuudenmukaisina, yhdenvertaisina sekä viipymättä. (Finanssivalvonta, 2013)

Alalla on myös aikaisemmin tutkittu sisäpiiritiedon hyödyntämistä, mm. Kim & Varaiya (2008) esittivät tutkimuksessaan hypoteesin, että epäsymmetrisen informaation vallitessa sisäpiiriläisten ja ulkopuolisten toimijoiden kesken, sisäpiiriläisillä olisi mahdollisuus hyödyntää tätä informaatio epätasaista jakautumista ja ajoittaa heidän osakkeen myyntiä omaksi edukseen. Tutkimuksessaan Kim ja Varaiya (2008) havaitsivat, että sisäpiirillä oli todellinen etu suhteessa muihin toimijoihin ajoittaa osakkeiden osto. Tutkijat havaitsivat että sisäpiiriläiset todella myivät enemmän kuin ostivat osakkeitaan vuosineljänneksenä, jolloin yritys oikeasti osti takaisin osakkeitaan. Samaan aikaan sisäpiiriläiset eivät vaihtaneet osakkeitaan silloin, kun yritys vain ilmoitti mahdollisesti ostavansa osakkeita. Tämä on mahdollista sen vuoksi, että yhtiö ei ole velvoitettu toteuttamaan avomarkkinaostoilmoitustaan, josta kerrotaan tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

### **3.2 Osakkeiden takaisinoston keinoja**

Omia osakkeita hankitaan takaisin perinteisesti neljällä eri tavalla. Yleisin tapa hankkia omia osakkeita takaisin markkinoilta on tilanne, jossa yritys ilmoittaa suunnitelmista hankkia osakkeitaan takaisin avoimilta arvopaperimarkkinoilta eli ns. avomarkkinaostoilla (*open-market repurchase*). Tällöin yhtiö ostaa osakkeita aivan kuten tavallinen sijoittaja. Avomarkkinaostot eivät ole aikaan tai paikkaan sidottuja, vaan yritys voi niiden avulla joustavasti toteuttaa takaisinostot haluamaan ajankohtana. Yritys voi käyttää myös kiinteähintaista ostotarjousta (*tender offer*), jolloin yritys tarjoutuu ostamaan tietyn määrän osakkeita takaisin, hinnalla joka on perinteisesti ollut korkeampi kuin sen hetkinen markkinahinta. Kiinteähintaisten ostojen yhteydessä yhtiö usein maksaa preemiota osakkeestaan. Dannin (1981)

mukaan yhtiöiden maksamat preemiot olivat keskimäärin 22,46 % korkeampia kuin ennen kiinteähintaista ostotarjousta edeltänyt yhtiön osakkeen päätöskurssi. Kolmas tapa on järjestää ns. hollantilainen huutokauppa (*dutch auction*), jolloin yritys julkaisee alimman ja ylimmän hinnan, joilla se on valmis ostamaan osakkeitaan, jolloin osakkeenomistajat voivat halutessaan tarjota hinnan joilla ovat valmiit myymään osakkeitansa. Yritys tällöin ostaa osakkeet halvimmalla hinnalla, jolla se saa hankituksi haluamansa määrän osakkeita. Omien osakkeiden takaisinosto voi tapahtua myös suorilla neuvotteluilla suuren osakkeenomistajan kanssa (*targeted offer*), vaikka tämä on harvinainen osakkeiden takaisinankintamenettely. (Brealey, Myers & Allen 2011, 422), (Ross, Westerfield & Jaffe 2008, 518)

Vermaelen (1981) havaitsi tutkimuksessaan eroja takaisinoston aiheuttamien kumulatiivisten epänormaalien tuottojen määrässä, kun tarkasteltiin eri keinoja ilmoittaa takaisinostoista siitä. Vermaelen (1981) mukaan yritykset, jotka ilmoittivat kiinteähintaisen ostotarjouksen (*tender offer*) kokivat 13 % kumulatiivisen epänormaalin tuoton lyhyellä kahden päivän aikavälillä, kun avomarkkinatarjouksen (*open-market repurchase*) tehneiden kumulatiivinen epänormaali tuotto jäi 3 %:in. Tätä havaintoa voidaan selittää esimerkiksi sillä, miten eri keinot sitovat yhtiötä toteuttamaan takaisinostot eri tavalla. Kiinteähintainen ostotarjous onkin sitova tarjous ostaa osakkeet lisäpreemiolla osakkeen hinnan lisäksi, mutta avomarkkinatarjous on ikään kuin ilmoitus siitä, että yritys saattaa toteuttaa takaisinostoja jossakin vaiheessa, silloin kun yhtiö kokee takaisinostot tarpeelliseksi.

Kracher & Johnson (1997) arvostelivat tutkimuksessaan sitä, että osa yrityksistä käyttävät tätä avomarkkinatarjouksen luonnetta hyväksi ja lähettää valheellisia signaaleja markkinoille. Tällöin yhtiö tavoitteena on hyötyä keinotekoisesta osakkeen arvonnoususta. Avomarkkinaostotarjoukset sekä kiinteähintaiset ostotarjoukset ovat kaksi yleisintä tapaa ilmoittaa takaisinostotarjouksista, mutta ne poikkeavat olennaisesti niiden sitovuudeltaan. Täten voidaan pohtia, johtuuko havaittu markkinoiden skeptisyys suhteessa avomarkkinatarjoukseen siitä, että markkinareaktio tarjoukseen on hidasta vai ovatko sijoittajat skeptisiä siitä, toteuttaako yritys takaisinosto-ohjelmaa ollenkaan.

### 3.3 Osakkeiden takaisinostojen vaikutus osakkeen arvoon

Osakkeiden takaisinostoja perustellaan usein osakkeen alihinnoittelun ja niiden signaalointivoiman näkökulmasta. Tätä aihetta tarkastellaan tarkemmin luvussa 4.1. Osakkeiden alihinnoittelu ja hyvien tulevaisuuden näkymien signaali takaisinostoissa on kirjallisuuden perusteella yksi yleisimmistä motiiveista harjoittaa osakkeiden takaisinostoja (Louis & White, 2007). Edellä mainittujen tekijöiden takia takaisinostoja perustellaan usein sillä, että osakkeiden kurssikehitys on takaisinostoilmoituksen jälkeen vahvasti positiivista ja markkinaosapuolilla on mahdollista saavuttaa epänormaaleja tuottoja.

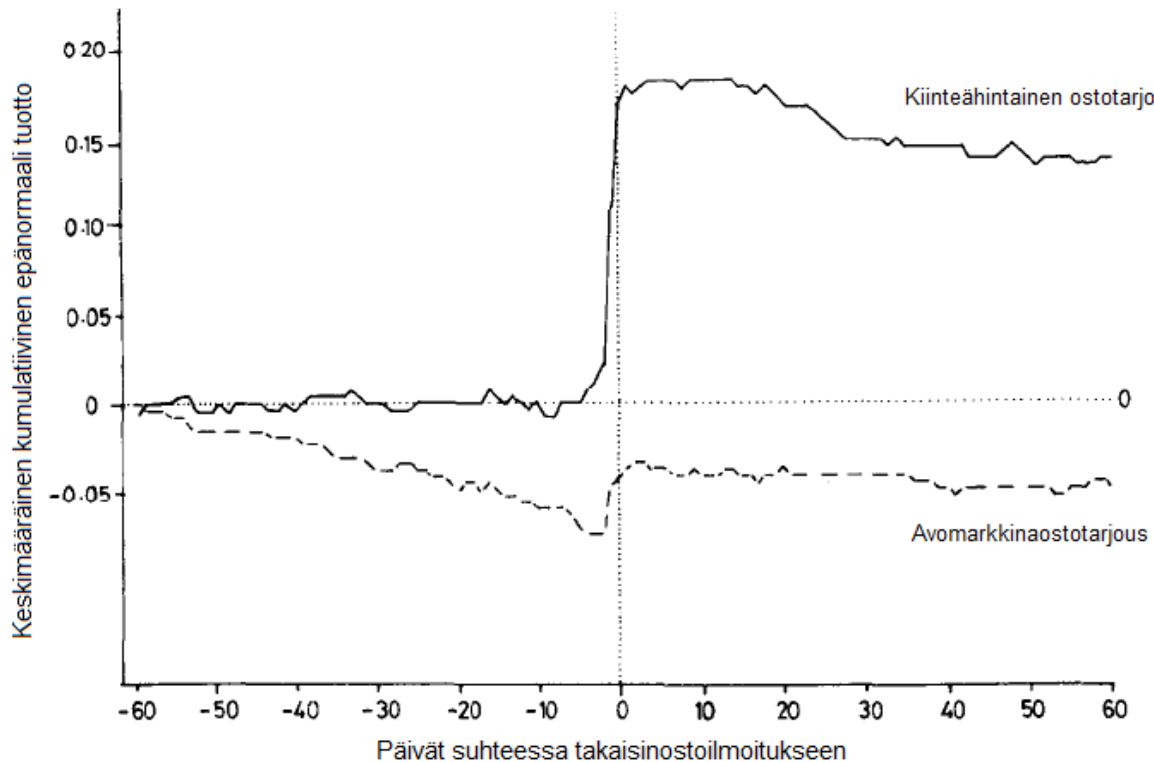
Informaation epäsymmetria on yksi tärkeä selitys osakkeen epänormaaleille tuotoille takaisinostoilmoituksia välittömästi seuranneina päivinä. Osakkeenomistajan on helppo tulkita takaisinostoilmoitukset siten, että yritysjohdolla on sisäpiiritietoa yrityksen tilasta, jonka vuoksi osake on nykyisessä markkinatilanteessa alihinnoiteltu. Monissa tutkimuksissa on havaittu takaisinostojen aiheuttamien epänormaalien tuottojen määrä. Vaikuttavia tekijöitä epänormaalin tuoton määrässä ovat takaisinostoaktiivisuus sekä tarkasteltu aikaväli. Chan, Ikenberry & Lee (2007) tutkivat avomarkkinaostojen ilmoitusten aiheuttamia epänormaaleja tuottoja. Tutkijat jakoivat yritykset kolmeen eri ryhmään takaisinostoaktiivisuuden mukaan:

- Yhtiöt, jotka eivät ostaneet ollenkaan osakkeitaan takaisin,
- Yhtiöt, jotka ostivat vähän osakkeitaan takaisin (vähemmän kuin 4 % oman pääoman määrästä)
- Yhtiöt, jotka ostivat enemmän osakkeitaan takaisin (enemmän kuin 4 % oman pääoman määrästä)

Tutkijat havaitsivat, että niiden yritysten, jotka eivät ostaneet ollenkaan omia osakkeitaan, epänormaali tuotto oli 9,24 % yhden vuoden tarkasteluajankohtana. Eniten osakkeitaan ostavien epänormaali tuotto samalla aikavälillä oli vain 4,85 %. Tätä havaintoa tutkijat selittävät sillä, että johdolla ei ole välttämättä enää motiivia toteuttaa osakkeiden takaisinostoa, koska yritys on jo saavuttanut positiivisia epänormaaleja tuottoja takaisinostoilmoituksella.

Chanin et al. (1997) tutkimus kuitenkin todistaa sen, että pitkän aikavälin tuotot ovat korkeampia niillä yrityksillä, jotka toteuttivat oikeita takaisinostoja. Ne yritykset, jotka ostivat enemmän osakkeitaan takaisin, epänormaali tuotto neljän vuoden aikavälillä oli 33,54 %, kun samaan aikaan niiden yritysten, jotka eivät ostaneet ollenkaan osakkeitaan, tuotto jäi 14,63 %:in. Mikäli enemmän osakkeita takaisinostava yritys luokiteltiin arvoyritykseksi, sen neljän vuoden epänormaali tuotto oli 56,54 % ja aggressiiviseksi kasvuyritykseksi luokiteltujen keskimääräinen epänormaali tuotto samalla aikavälillä oli 47,05 %. Huomioitavaa tutkimuksessa oli myös se, että jos yritys oli arvo- tai kasvuyritykseksi luokiteltava yritys, joka ei ostanut ollenkaan takaisin osakkeitaan, niin yhtiöillä ei havaittu pitkän aikavälin tarkastelussa luotettavalla tasolla minkäänlaisia epänormaaleja tuottoja. Ikenberry et al. (1995) tutkivat myös neljän vuoden aikaväliä, jossa todettiin avomarkkina-ilmoitusten keskimääräiseksi epänormaaliksi tuotoksi 12,1 % mutta arvoyhtiöiden osakkeiden vastaava luku oli 45,3 %.

Lyhyelläkin aikavälillä omien osakkeiden takaisinoston keino on havaittu vaikuttavan olennaisesti yrityksen epänormaaleihin tuottoihin osakkeen arvossa. Näitä muutoksia osakkeen arvossa pidetään lyhyelläkin aikavälillä huomattavina. Osakkeiden epänormaaleja tuottoja on kuvattu alla olevassa kuvassa 2, jossa Vermaelen (1981) esitteli osakkeiden avomarkkinaostoilmoitusten sekä kiinteähintaisten ostotarjousilmoitusten aiheuttamaa kumulatiivista epänormaalista tuottoa. Kuvan vaaka-akselilla on kuvattu aikaväli sekä pystyakselilla keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto. Vermaelen (1981) havaitsi, että mikäli yritys ilmoitti osakkeiden ostamisesta kiinteähintaisten ostotarjouksen, yrityksen osake kohtasi lyhyellä aikavälillä 13 % epänormaalista tuottoa, kun avomarkkinatarjouksena tehty takaisinostoilmoituksen vastaava määrä oli 3 %.



**Kuva 2.** Kiinteähintaisten ostotarjousilmoitusten ja avomarkkinaostotarjousilmoitusten keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto (Vermaelen, 1981)

Osassa alan tutkimuksista esitetään oletuksia siitä, että markkinat reagoivat skeptisesti avomarkkinaostojen takaisinostoilmoitukseen, jonka vuoksi osakkeiden arvo mukautuu hitaasti. Tämä hypoteesi on linjassa Ikenberryn, Lakonishokin ja Vermaelen (1995) tutkimuksen kanssa, jossa havaittiin että markkinat reagoivat takaisinostoilmoitukseen lyhyellä aikavälillä keskimäärin 3,5 % tuoton verran. Tämä 3,5 % positiivinen epänormaali tuotto ei ole huomattava, kun huomioidaan että useiden osakekurssien tuottojen päivittäinen hajonta lähentelee kolmea prosenttiyksikköä. Tämä vuoksi voidaan pohtia onko yrityksen mahdollista hyödyntää tätä markkinoiden skeptisyyttä ja ostaa osakkeita alihinnalla, mikäli markkinareaktio osakkeiden takaisinostoon tapahtuu liian hitaasti. Yhdeksi syyksi skeptiseen markkinareaktioon voidaan ajatella olevan se, että avomarkkinatarjouksen luonne on pitkälti vain tiedotusluontoinen, sen sijaan että se olisi konkreettinen teko jolla ostetaan osakkeita takaisin. (Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 1995).

#### 4. OMIEN OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOJEN MOTIIVIT

Aikaisempi alan tutkimus on perinteisesti jakanut osakkeiden takaisinoston motiivit erilaisiin hypoteeseihin. Alan tutkimusartikkeleille on kuitenkin ominaista keskittyä vain tarkastelemaan muutamaa oletusta sekä osassa tutkimusartikkeleista onkin saatettu keskittyä vain yhden hypoteesin selittämiseen.

Monissa tutkimuksissa esiintyvät samat hypoteesit, joilla perustellaan miksi yritykset toteuttavat takaisinostoja. Wansley, Lane & Sarkar (1989) sekä Dixon, Palmer, Stradling & Woodhead (2008) jakoivat tutkimuksiensa perusteella osakkeiden takaisinostot kuuteen hallitsevaan eri hypoteesiin, jotka ovat:

1. velkaantumishypoteesi,
2. varallisuuden siirto -hypoteesi,
3. investointihypoteesi,
4. informaation signalointi – hypoteesi,
5. substituutiohypoteesi sekä
6. Uudelleenjulkaisu-hypoteesi

Velkaantumisen hypoteesi perustuu siihen, että omien osakkeiden takaisinosto nostaa yrityksen velkaantumistasetta. Tällä velkaantumistaseen nostolla pyritään saavuttamaan optimaalista velkaantumistasetta, jolloin yhtiön rahoituskustannukset ovat mahdollisimman pienet. Varallisuuden siirto -hypoteesilla selitetään sitä, miten takaisinostojen avulla varallisuutta siirretään osakkeet myyville omistajille niille osapuolille, jotka eivät ole valmiita luopumaan osakkeistaan. Investointihypoteesi selittää takaisinostojen motiivina olevan puute käyttökelpoisista sijoituskohteista, jonka vuoksi vapaa kassavirta käytetään osakkeiden takaisinostoihin. Informaation signalointi – hypoteesi on yksi tunnetuimmista motiiveista takaisinostoihin liittyvässä kirjallisuudessa. Tämän hypoteesin mukaan johdolla on sisäpiiritietoa yrityksestä ja sen osakkeen arvosta, jonka vuoksi takaisinostot toteutetaan siksi että johto uskoo osakkeen olevan aliarvostettu markkinoilla. Substituutiohypoteesi keskittyy tarkastelemaan takaisinostoja vaihtoehtoisena keinona osingoille, joilla palkita osakkeenomistajia. Uudelleenjulkaisu-hypoteesilla tarkoitetaan osakkeiden takaisinostojen syynä olevan erilaisia eläkejärjestelyihin ja bonusjärjestelmiin liittyviä käyttötarkoituksia, joita on mahdollista hyödyntää ainakin Yhdysvalloissa. Nämäkin

hypoteesit jättävät tarkastelematta useita eri syitä osakkeiden takaisinostoille, kuten yritysvaltauksien ehkäisemisen käyttötarkoituksen. (Wansley et al., 1989), (Dixon et al., 2008)

#### **4.1 Signalointi ja alihinnoiteltu osake**

Yleisimmin kirjallisuudessa esitelty syy osakkeiden takaisinostoille on osakkeen alihinnoittelun signalointi (Louis & White, 2007). Takaisinoston signaloinnilla yhtiö pyrkii takaisinostoilla viestittämään markkinoille sitä, että osake on alihinnoiteltu sen todelliseen arvoon nähden. Osakkeenomistajan näkökulmasta omien osakkeiden takaisinosto toimii vahvana signaalina siitä, että yritysjohto luottaa yrityksen kykyyn tuottaa voittoa ja hyvinvointia yrityksen omistajille.

Osakkeiden alihinnoitteluoletama liitetään kirjallisuudessa osakkeiden takaisinoston signaalihypoteesiin. Omien osakkeiden takaisinosto toimii Vermaelenin (1981) mukaan yritysjohdolta signaalina, että nykyinen osakehintaa on alihinnoiteltu. Johdon mukaan markkinat epäonnistuvat hinnoitteluun yrityksen osakkeen arvon oikein. Sijoittajat usein tulkitsevat osakkeiden takaisinostotarjouksen siten, että osakkeen hinta on markkinoilla aliarvostettu. Tämän on katsottu olevan tärkeä tekijä joka aiheuttaa takaisinoston jälkeisen osakkeen epänormaalin tuoton.

Epäsymmetrisen informaation rooli osakkeen hinnoittelussa on olennainen: mikäli julkisesti kaikkien saatavilla oleva tieto hinnoittelee osakkeen johdon mielestä väärin, on yritysjohdolla olennaista sisäpiiritietoa osakkeen oikeasta arvosta. Johdolla ei kuitenkaan ole minkäänlaista velvollisuutta takaisinostoihin, mikä se ilmoittaa aikomuksestaan toteuttaa avomarkkinaostoja. Epänormaalit tuotot jäävät lyhyellä aikavälillä avomarkkinoiden takaisinostoilmoituksissa maltillisiksi, vaikka kiinteähintaisissa ostotarjouksissa ylituottoja pidetään lyhyelläkin aikavälillä merkittävänä. Tämän näkökulman perusteella voidaan olettaa että yrityksen osakkeet eivät aina ole alihinnoiteltuja tai markkinat suhtautuvat skeptisesti johdon väitteisiin alihinnoittelusta. (Grullon & Ikenberry, 2000)

Grullon & Michaely (2002) tutkivat takaisinostoihin liittyvää takaisinostoihin liittyvää informaatiota, ja havaitsivat että takaisinostoja toteuttavien yritysten tuottavuus ei

parantunut, vaan päinvastoin: tuottavuus väheni takaisinostoja seuranneina vuosina. Tätä tutkijat selittivät sillä, että uusien investointimahdollisuuksien hyödyntäminen vähenee sen mukana, kun yritys saavuttaa tarpeeksi kypsän iän. Voitonjakokelpoisia varoja tulisikin tällöin ohjata osakkeenomistajille agenttiristiriitojen ehkäisemiseksi.

Osakkeen alihinnoittelu näyttäytyy suurimpana syynä miksi yhdysvaltaiselta yhtiöt ostavat osakkeitaan takaisin markkinoilta. Takaisinoston motiivilla voidaan nähdä olevan maa- tai maanosakohtaisia eroja. Bakerin, Powellin & Theoroden (2003) toteuttamassa kyselytutkimuksessa Yhdysvalloissa havaittiin, että johto suosi alihinnoitteluperustetta. Tutkimuksessaan osakkeiden nykyinen alihinnoittelu oli ylivoimaisesti tärkein motiivi toteuttaa osakkeiden takaisinosto. Wansleyn et al. (1989) tutkimuksessa havaittiin sama mikä Bakerin et al. (2003) tutkimuksessa: yhdysvaltalaisten yhtiöiden keskuudessa osakkeen alihinnoittelu oli tärkein syy miksi yritykset ostaisivat osakkeitaan takaisin. Samankaltaisiin tuloksiin päätyivät myös Brav, Graham, Harvey & Michaely (2005) toteuttamassaan kyselytutkimuksessaan Yhdysvalloissa. Tutkijat kyselivät niiltä yhtiöiltä, jotka eivät olleet kolmeen vuoteen ostaneet takaisin osakkeita, että mikä ajaisi heidät toteuttamaan takaisinostoja. Tutkimuksesta havaittiin, että tarkasteltavista yhtiöistä 75,7 % piti tärkeänä tai erittäin tärkeänä motiivina toteuttaa takaisinosto, jos yhtiön osake olisi todelliseen arvoonsa nähden alihinnoiteltu. Näiden tutkimuksien pohjalta voidaan todeta, että alihinnoittelu toimii suurena tekijänä toteuttaa takaisinosto yhdysvaltaisten yrityksiä keskuudessa.

Osassa tutkimuksista on kuitenkin havaittu ristiriitaisia tuloksia siitä, onko alihinnoittelu todella tärkein motiivi. Dixon et al. (2008) tutkivat takaisinoston motiiveja Iso-Britanniassa. Tutkijoiden mukaan signaalintihypoteesiin motiiveihin voitiin jakaa neljä eri motiivia, jotka olivat:

1. johdon usko siihen että osake oli alihinnoiteltu,
2. yhtiön osakekurssin viimeaikainen heikompi kehitys,
3. yhtiön tulos/osake – tunnusluvun parantaminen sekä
4. yleisön kiinnostuksen lisääminen yritystä kohtaan julkistamalla tiedote takaisinostosta.

Tutkimuksessa havaittiin, että johdon usko osakkeen alihinnoitteluun ei ollut keskeisimpien motiivien joukossa. Johto piti osakkeiden alihinnoittelua kuudenneksi

tärkeimpänä motiivina toteuttaa osakkeiden takaisinostoja. Tutkimuksessa havaittiin, että erityisesti johdon pyrkimys parantaa osakekohtaista tulosta oli yksi tärkeimmistä signalointihypoteesin motiiveista, vaikka tämä oli kaikkien motiivien joukosta kolmanneksi yleisin motiivi takaisinostoihin liittyen. Toisin kuin voisi olettaa, tutkimuksessa osakkeen alihinnoittelu markkinoilla ei siis saanut suurta kannustusta britannialaisten yritysten joukossa. Akyol & Foo (2013) havaitsivat, että Australian markkinoilla yhtiöiden yleisin syy toteuttaa osakkeiden takaisinostoja oli pääomarakenteelliset syyt. Heidän tutkimuksessaan osakkeen alihinnoittelu oli toiseksi yleisin syy toteuttaa osakkeiden takaisinostoja. Akyolin & Foon (2013) tutkimuksesta kuitenkin havaittiin, että markkinareaktio osakkeen takaisinostoihin oli positiivisempi niillä yrityksillä jotka ilmoittavat syyksi osakkeen alihinnoittelun. Tutkimusten valossa takaisinoston motiivien taustalla näyttäisi olevan maakohtaisia eroavaisuuksia. (Dixon et al., 2008)

Kahle (2002) havaitsi tutkimuksessaan, että yritykset todennäköisemmin turvautuivat ostamaan yhtiön osakkeita takaisin, kuin jakamaan osinkoa, sellaisina aikoina jolloin osakkeen kurssikehitys oli havaittu olleen heikkoa tai kun vapaata kassavirtaa oli paljon. Tämä tukee osakkeen takaisinoston oletusta siitä, että johto pyrkii takaisinostoihin alihinnoittelun vuoksi sekä agenttiristiriidan perusideoita, jonka mukaan yrityksen tulisi ohjata suurien kassavirtojen ajankohtana varoja osakkeenomistajille välttääkseen agenttiristiriidat (Nofel & Tarhan, 1998).

## **4.2 Pääomarakenne ja tunnuslukujen parantaminen**

Yrityksien omien osakkeiden takaisinosto on keino hallita ja muuttaa yrityksen pääomarakennetta. Yhtiö on mahdollista käyttää omien osakkeiden takaisinostoa keinona jakaa ylimääräisiä varoja pois yhtiön rahoitusrakenteesta. Toteuttamalla osakkeiden takaisinoston yhtiön oman pääoman määrä laskee, joka nostaa velan suhteellista osuutta kokonaispääomasta.

Yhtiön optimaalisen pääomarakenteen voidaan ajatella koostuvan oman pääoman ja vieraan pääoman suhteesta, joka tuottaa mahdollisimman alhaisen rahoituksen hinnan eli pääoman keskimääräiskustannuksen (Kinnunen, Laitinen, Laitinen, Leppiniemi & Puttonen 2007, 161). Tällöin yhtiön voi olla toivottavaa tavoitella tiettyä

velkaantumisastetta, joka minimoi rahoituskustannukset. Mikäli yhtiön nykyinen velan osuus suhteessa koko pääomaan on matalampi kuin yhtiön tavoittelema velkaantumisaste, voidaan osakkeiden takaisinostolla vaikuttaa velkaantumisasteen nostamiseen (Dittmar, 2000). Tällöin osakkeiden takaisinostoa voidaan käyttää keinona pääomarakenteen muokkaamiselle yhtiön toivomaan suuntaan. Dixon et al. (2008) tutkivat yhtiöiden takaisinoston motiiveja Iso-Britanniassa. Tässä tutkimuksessa havaittiin, että britannialaisille yhtiöille tärkein syy toteuttaa osakkeiden takaisinostoa oli pyrkiä saavuttamaan optimaalinen pääomarakenne. Myös Akyolin & Foon (2013) tutkimuksesta havaittiin, että australialaisien yritysten yleisin raportoitava syy ostaa osakkeitaan takaisin oli pääomarakenteelliset syyt.

Voidaan kuitenkin pohtia onko pääomarakenteen muuttaminen takaisinostojen avulla toivottavaa. Osa alan tutkijoista väittää myös, että optimaalista pääomarakennetta ei ole välttämättä mahdollista saavuttaa. Modigliani & Miller (1958) esittelivät täydellisten markkinaolosuhteiden propositio I:n jonka perusteella yrityksen rahoituskustannukset ovat riippumattomia valitusta pääomarakenteesta. Dannin (1981) mukaan vaikka olisi mahdollista tunnistaa yritykselle optimaalinen pääomarakenne, ei osakkeiden takaisinosto ole silti välttämättä tehokkain tapa saavuttaa tämä optimaalinen pääomarakenne. Dannin (1981) mukaan ei ole välttämättä yrityksen edun mukaista pienentää yrityksen kokoa vähentämällä omaa pääomaa, vaan pääomarakenteita ja velan suhteellista osuutta voidaan muuttaa myös suorilla lisävelan ostoilla.

Osakkeiden takaisinosto vaikuttaa myös yrityksen tunnuslukuihin. Yrityksen yksi tärkeä tunnusluku on *earnings per share* (EPS) – tunnusluku, joka ilmaisee yrityksen tilikauden voiton suhteessa yrityksen osakekantaan. Normaalisti esimerkiksi työntekijöille myönnettävät optio-ohjelmat heikentävät yrityksen osakekohtaista voittoa, koska optio-ohjelmat lisäävät liikkeellä olevien osakkeiden määrää. Yhtiön osakkeiden takaisinosto vähentää liikkeellä olevien osakkeiden määrää, mikä johtaa oman pääoman määrää vähenemiseen. Tämä parantaa EPS-tunnuslukua, koska voitto jakautuu pienemmälle osakemäärälle. (Stonham, 2002)

### 4.3 Voitonjako ja verokohtelu

Eräs tutkimuksissa usein esitelty motiivi omien osakkeiden takaisinostoon on voitonjakaminen osakkeenomistajille sekä tutkimuksista on havaittu, että voiton jakaminen osakkeenomistajille olisi toiseksi tärkein motiivi osakkeiden takaisinostolle (Dixon et al., 2008). Yrityksen voitonjakopolitiikka on historiassa pitkään perustunut osingonjaolle, mutta sen rinnalle on osakkeiden takaisinostoista muodostunut vaihtoehtoinen tapa voitonjaolle. Omien osakkeiden takaisinoston voidaankin ajatella olevan tehokas keino maksimoida omistajien voitto ja siirtää voitonjakokelpoisia varoja osakkeenomistajille. Luvussa 2.2 osoitettiin, että yhtiön ostaessa takaisin omia osakkeita yhtiön arvo jakautui pienemmälle osakemäärälle ja mikäli yhtiö jakoi osinkoa, se heikensi osakkeen arvoa. Sijoittajille hyöty täydellisillä markkinoilla oli yhtä suuri, jolloin päätös osingon ja osakkeiden takaisinostosta oli irrelevantti. Täydellisillä markkinoilla, jossa yrityksen arvo on oikein määritelty, ei ole väliä jakaako yritys varansa omistajille osinkoina vai osakkeiden takaisinoston kautta. Kaikki informaatio on kaikkien saatavilla ja markkinat hinnoittelevan osakkeen oikein.

Epätäydellisillä markkinoilla olemassa oleva verotus vaikuttaa valintaan osingonjaon ja osakkeiden takaisinostojen välillä. Ross et al. (2008) esittivät kirjassaan esimerkin verotuksen vaikutuksesta voitonjakopolitiikkaan, jota havainnollistetaan taulukossa 2. Yhtiö päättää jakaa osinkoa yhden dollarin per osake, jolloin osakkeenomistaja saa 100 osakkeellaan 100 dollaria osinkotuloa. Oletetaan veroasteen olevan 15 %, jolloin hänelle jää verojen jälkeen 85 dollaria ja veroja hän maksaa 15 dollaria. Yrityksen päättyessä ostamaan osakkeitaan takaisin osingonjaon sijasta, osakkeenomistaja hyötyy osakkeen arvon noususta. Syy verotuksen edullisuuteen suhteessa osinkotuloihin on se, että veroja kannetaan vain myyntivoista. Mikäli osakkeen nykyinen arvo on 100 dollaria ja osakkeenomistaja osti osakkeen 60 dollarilla, hän kantaa veroja myyntivoitoistaan eli 40 dollarista. Tällöin hän maksaa veroja 15 % veroasteella 6 dollaria. Tällaisessa tilanteessa osakkeenomistajalle edullisempi vaihtoehto on takaisinostot. (Ross et al. 2008, 523)

**Taulukko 2.** Verot osinko vs. takaisinosto (Ross et al., 2008)

	Osinko	Osakkeiden takaisinosto
Lähtötilanne	100	100
Verotus (15 %)	15	$(100-60) \times 0,15 = 6$
Lopputullos	85	94

Rossin et al. (2008) esimerkki verotuksen vaikutuksesta osingonjaon ja takaisinostojen välillä on kuitenkin puhdas yksinkertaistus. Se kuvastaa miten verotus vaikuttaa puhtaasti kuvitteellisessa tilanteessa. Voidaan myös kritisoida valittuja lukuarvoja, kuten missä ajassa yhtiön osakkeen arvo on kasvanut 60 dollarista 100 dollariin.

Dannin (1981) mukaan osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi johtaa siihen, että se suosii tiettyjä yhtiön osakkeenomistajia. Osakkeenomistajat, joihin kohdistuu pienempi verovelvollisuus voivat myydä osakkeensa suuremmalla voitolla, koska pienempi veroaste syö voiton määrää vähemmän. Dann (1981) myös huomioi tutkimuksessaan takaisinostojen näkökulman siitä, että ostamalla takaisin osakkeitaan yhtiöt joutuvat usein maksamaan preemiota osakkeista, jolloin osakkeita voidaan ostaa liian korkealla hinnalla. Tämä on tutkijan mukaan tehoton tapa sen vuoksi, koska siirtää yhtiön ylimääräistä varallisuutta pois niiltä sijoittajilta, jotka eivät myy osakkeitaan ja ovat sitoutuneita yhtiöön.

Valinta osingonjaon ja takaisinostojen käytöstä voitonjakona on riippuvainen yhtiön omistusrakenteesta sekä omistajien kohtaamasta verokohtelusta eri maissa. Jain (2007) havaitsi tutkimuksessaan, että yksityiset sijoittajat suosivat yhtiöitä jotka maksoivat korkeaa osinkoa. Samassa tutkimuksessa institutionaalisten sijoittajien havaittiin suosivan yhtiöitä, jotka toteuttivat laajoja takaisinostoja osinkojaon sijasta. Samaan johtopäätökseen päätyivät Brav et al. (2005) tutkimuksessaan, jossa yritysten talouspäälliköt kokivat, että piensijoittajat suosivat osinkojakoa suhteessa takaisinostoihin. Samassa tutkimuksessa Brav et al. (2005) kuitenkin huomasivat, että talouspäälliköt kokivat institutionaalisten sijoittajien olevan neutraaleja osingon ja takaisinoston valinnan välillä. Short, Zhang & Keasey (2002) havaitsivat Iso-

Britanniassa institutionaalisen omistuksen sekä osinkojakopolitiikan välillä olevan vahva positiivinen yhteys. Tämä johtuu siitä, että britannialainen verojärjestelmä suosii osingonjakoa suhteessa pääoman tuottoon. Tämän vuoksi isobritannialaisiin yhtiöihin on muodostunut vahva institutionaalinen omistus, jossa omistajina toimivat erilaiset verovapaata etua nauttivat eläkerahastoyhtiöt. Nämä institutionaaliset sijoittajat suosivat voitonjakona käteistä rahaa eli osinkoa, johtuen heidän omista sitoumuksistaan. Yhdysvalloissa yhtiön syy suosia takaisinostoja on riippuvainen myös vallitsevasta veropolitiikasta. Nykyisellään Yhdysvalloissa, kuten myös Suomessa, osingoista kannetaan ns. kahdenkertaiset verot, koska yhtiötä sekä omistajaa verotetaan itsenäisinä verosubjekteina. Yhtiö maksaa voitoistaan veroa, jonka jälkeen jo kertaalleen verotusta voitosta, joka jaetaan osinkona, yhtiön omistaja maksaa veroa. (Short et al., 2002)

Suomessa Tuloverolain 3. osan 2. luvun ja 33 §:n mukaan julkisesta osakeyhtiöstä saatu osinkotulo lasketaan osakkeenomistajalle verotettavaksi pääomatuloksi, jossa listatusta osakeyhtiöstä saadusta osingosta 70 % on veronalaista pääomatuloa (Finlex 2013b). Suomessa osinkojen verotus voidaan ajatella olevan kohtalaisen kevyttä, koska veroja kannetaan vain 70 % tulosta. Jaettavaa osinkoa kuitenkin verotetaan suoraan, kun osakkeen arvonnousua ei. Osakkeenomistaja kantaa verot vasta siinä vaiheessa, kun hän realisoi osakkeensa. Tämän johdosta osakkeenomistajan on yhtiön harjoittaman takaisinosto-politiikan avulla mahdollista välttää verotus toistaiseksi ja hyötyä välillisesti osakkeen takaisinoston aiheuttamasta arvonnoususta.

Osakkeiden takaisinosto auttaa yrityksen voitonjakopolitiikassa monin keinoin. Dixonin et al. (2008) mukaan yhtiöt voivat käyttää osakkeiden takaisinostoa työkaluna, jonka avulla yhtiö voi eri ajanjaksoina halutessaan vähentää kokonaisvoitonjaon määrää. Tämä tapahtuu muuttamalla takaisinostettujen osakkeiden volyymia, pitäen kuitenkin samalla yllä tasaista osingonjakoa. Yhtiöt harvemmin ovat valmiita luopumaan tasaisesta osingonjaosta ja pyrkivät välttämään osingon pienentämistä, koska se tulkitaan osakkeenomistajien keskuudessa negatiivisena signaalina. Osakkeiden takaisinosto auttaa vähentämään myös määrällisesti maksettujen osinkojen määrää. Tämä johtuu siitä, että yritys maksaa tasaista osinkoa yhdelle osakeyksikölle. Osakkeiden määrän vähentyessä myös

määrällinen osinkovolyymi vähenee, vaikka osakekohtaisen osingon suhde ei muutukaan. (Dixon et al. 2008)

#### 4.4 Palkitsemisjärjestelmät

Yrityksen palkitsemisjärjestelmät ovat muuttuneet paljon viime vuosikymmeninä. Uudet innovaatiot palkitsemispolitiikassa ovat johtaneet myös voitonjakopolitiikan muutoksiin. Omien osakkeiden takaisinostojen suosion taustalla ovat usein myös muutokset yrityksen tavoissa palkita johtoaan. Palkitsemisjärjestelmät olivat pitkään olleet toimivan johdon yksinoikeus, mutta 1990-luvulta lähtien palkitsemisjärjestelmät ja erilaiset optio-ohjelmat ovat yleistyneet myös koko henkilöstön palkitsemisessä. Henkilöstön optio-ohjelmien lisääntynyt suosio selittää omalta osaltaan omien osakkeiden takaisinoston lisääntynyttä suosiota 1990-luvulta lähtien. (Baker et al., 2003)

Osakkeiden takaisinostoa voidaan hyödyntää kahdella eri keinolla palkitsemisjärjestelmiin liittyen. Luvussa 2.2 havainnollistettiin esimerkin avuin osingonjaon sekä takaisinoston seurauksia osakkeen markkina-arvolle, jolloin huomattiin että takaisinosto nosti osakkeen markkina-arvoa suhteessa osingonjakoon. Yritysjohdo voi näin takaisinostojen avulla pyrkiä tarkoituksenmukaiseen osakkeen markkinahinnan kasvattamiseen. Yritysjohdon option arvoon vaikuttaa olennaisesti nykyisen osakkeen markkina-arvo. Oletetaan yksinkertainen esimerkki option ja osakkeiden määrän välisestä yhteydestä: yhtiön toimitusjohtajalle on myönnetty osto-optio, joka antaa hänelle oikeuden ostaa osakkeita tiettyyn hintaan. Yhtiön toimitusjohtaja saa tällä osto-optiollaan ostaa 1000 yhtiön osaketta 20 euron osakekohtaiseen hintaan. Osto-option arvo on suoraan riippuvainen yrityksen osakkeen arvosta. Tällöin toimitusjohtajalla on henkilökohtainen motiivi saada osakkeen markkina-arvo mahdollisimman korkealle sillä hetkellä, kun osto-optio on harjoitettavissa. Luvun 2.2 taulukossa 1 esitettyjen lukujen perusteella, johdolla on selkeä motiivi suosia takaisinostoja, koska takaisinoston jälkeen osakkeen arvo oli 30 euroa, kun osingonjaon jälkeen 27 euroa. Toimitusjohtaja saa optionsa perusteella ostaa osakkeet markkinoilta 20 euron kappalehintaan, jolloin toimitusjohtajan saama hyöty optiosta on suurempi silloin kun osakkeen markkina-arvo on 30 euroa. (Ross et al. 2008, 520)

Tämä aikaisempi esimerkki on linjassa Kahlen (2002) tutkimuksessa. Kahlen (2002) mukaan muutos yrityksen lisääntyneissä takaisinostoissa on seurausta palkitsemispolitiikan muutoksesta. Osakkeiden takaisinosto ei vaikuta haitallisesti johdon optio-ohjelmien arvoon. Täten yritysjohdon havaittiin suosivat osakkeen takaisinostoa verrattuna osingonjakoon sen vuoksi, että osingon jakaminen heikentää yrityksen osakekohtaista arvoa, joka taas johdon heikentää tulevaisuuden osakeoption arvoa.

Toinen palkitsemisjärjestelmiin liittyvä syy takaisinostolle on diluution vähentäminen. Diluutioksi kutsutaan sitä, kun yhtiön osakkeiden määrä on kasvanut henkilöstölle myönnettyjen osakeoptioiden myötä, ja tämä heikentänyt osakekohtaisia tunnuslukuja (Stonham, 2002). Takaisinostot voivat vaikuttaa optiojärjestelyissä myös siten, että tämä jo myönnettyjen optioiden negatiivinen vaikutus osakekohtaisiin tunnuslukuihin eliminoidaan (Ross et al. 2008, 520).

#### 4.5 Yritysjärjestelyt

Tässä luvussa pohditaan omien osakkeiden vaikutusta erilaisissa yritysjärjestelyissä. Yritysjärjestelyillä tarkoitetaan tässä luvussa yrityksen erilaisia keinoja käyttää osakkeiden takaisinostoa toimintojen uudelleenjärjestelemissä. Tällöin takaisinostojen motiivina toimivat erilaiset uudelleenjärjestelyyn liittyvät tavoitteet. Yritysjärjestelyjä koskeva osakkeiden takaisinoston yhtenä motiivina esitetään usein *takeover deterrence* – hypoteesi, eli oletus siitä että yritys pyrkii takaisinostolla suojautumaan yritysvaltauksilta. (Bagwell, 1991)

Alihinnoiteltu osake on alttiimpi yritysvaltauksille, kuin vahvan osakekohtaisen hinnan omaava osake. Tämän vuoksi voidaan olettaa että ne yritykset, joilla on suurempi riski joutua valtauksen kohteeksi, ostavat osakkeitaan takaisin todennäköisemmin kuin pienemmän riskin omaavat yritykset. Tähän perustuu se miksi, että yritys pyrkii ostamaan halvimmat osakkeensa pois markkinoilta. (Dittmar, 2000)

Osakkeiden takaisinoston vaikutuksia pohditaan usein omistajan ja johdon näkökulmasta, vaikka osakkeiden takaisinostot vaikuttavat myös suhteessa ulkopuolisiin toimijoihin kuten kilpaileviin yrityksiin. Yritysvaltauksilta suojautuminen

harvoin esitetään tärkeänä motiivina toteuttaa osakkeiden takaisinostoja, ja onkin mahdollisesti nykyisellä alan tutkimusalueella aliarvostetuin mutta samalla merkittävä motiivi (Billett & Xue, 2007). Billett & Xue (2007) mukaan, yritysvaltaukselta suojautumista takaisinoston motiivina tarkastellaan usein jonkin tapahtuman seurauksena, eikä syynä. Heidän mukaan osakkeiden takaisinostoja tulikin mieltää enemmän syy-näkökulmasta. Takaisinostot alun perin vähentävät yritysvaltauksen tapahtuman todennäköisyyttä. Nykyisellä tutkimusalueella takaisinostot ovat kuitenkin esitetty tapahtuvan jokin markkinatapahtuman seurauksena. Billett & Xue (2007) tutkimuksessaan havaitsi että ne yritykset, jotka kokivat todennäköisenä yritysvaltauksen uhan, nostivat osakkeittensa takaisinostoaktiivisuutta olennaisesti.

Bagwell (1991) tutki yritysvaltauksilta suojautumista takaisinoston motiivina. Hän esitti teoriansa, että takaisinostot ovat keino välttää yritysvaltaus, joka perustuu siihen, että myytäväksi tarjottujen osakkeiden tarjontakäyrä on ylöspäin suuntautunut. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajat eivät ole homogeeninen ryhmä, vaan he tarjoavat osakkeensa myytäväksi eri hinnoilla. Osakkeesta tarjotun hinnan kasvaessa, myös tarjottujen osakkeiden määrä kasvaa. Tämä tarkoittaa sitä, että yritys ostaa osakkeet niiltä, jotka ovat suostuvaisia ne alhaisimmalla hinnalla myymään. Tällä tavoin yritykseen jäävät ne osakkeenomistajat, jotka ovat vähiten halukkaita myymään osakkeitaan. Nämä osakkeenomistajat uskovat eniten yrityksen kykyyn tuottaa heille voittoa. (Bagwell, 1991)

Yrityksen osaketta vastaan osakkeenomistajat omistavat tietyn osuuden yrityksen osakekannasta. Osakkeiden takaisinostolla voidaan pyrkiä järjestelemään yrityksen omistusrakennetta uudelleen. Omien osakkeiden takaisinoston vuoksi ne osakkeenomistajat, jotka eivät ole valmiita myymään osakkeitaan, saavuttavat suuremman osuuden osakekannasta. Nämä osakkeenomistajat pääsevät nauttimaan yrityksen suuremmasta omistusosuudesta, ja samanaikaisesti he hyötyvät välillisesti osakkeen arvonnoususta. Takaisinostamalla osakkeita yhtiö voi pyrkiä poistamaan epätoivottuja osakkeenomistajia, mutta tietyn pisteen jälkeen yhtiöllä voi olla vaarana epäterveellinen sisäpiiriomistus. Epäterveellinen sisäpiiriomistus julkisessa osakeyhtiössä voi olla yritystoimintaa haittaava tekijä, mutta tämä vahva sisäpiiriomistus on myös todennäköisen ulkopuolisen ostajaehdokkaan silmässä vähemmän houkutteleva vaihtoehto, jolloin vahva sisäpiiriomistus vähentää yritysvaltauksen todennäköisyyttä (Billett & Xue, 2007). Epätoivotun omistajan

poistaminen yhtiön omistuksesta on kuitenkin yksi harvinaisimmista motiiveista toteuttaa osakkeiden takaisinostoja (Dixon et al, 2008). (Stonham, 2002)

Yrityksen on mahdollista hyödyntää osakkeiden takaisinostoa hyväksi myös erilaisissa yritysjärjestelyissä, kuten yritysostoissa ja erityisesti fuusioissa. Fuusiota voidaan rahoittaa käteisellä tai osakkeilla. Käteisrahoitteiset yritysostot toteutetaan ostamalla ostettavan yhtiön osakkeet kiinteähintaisella ostomenetelmällä, jossa tarjoukset voidaan toteuttaa suoraan osakkeenomistajille, kun taas osakerahoitteiset yritysostot neuvotellaan ostettavan yhtiön johdon kanssa. Tämä mahdollistaa sen, että toisia yhtiöitä on mahdollista hankkia ilman suoria neuvotteluja yhtiöjohdon kanssa. (Wilber, 2007)

#### **4.6 Investointi ja ylimääräiset varat**

Osakkeiden takaisinosto motiiviksi voi muodostua investointinäkökulma, mikäli jakokelpoisille varoille ei löydy vaihtoehtoista parempaa sijoituskohdetta. Vermaelen (1981) mukaan yhtiön osakkeiden takaisinostolla yritysjohto voi signaloida osakkeen aliarvostuksen lisäksi sitä, että yrityksellä ei ole kannattavia kohteita varojen sijoittamiskohteita. Tämän vuoksi yhtiö käyttää ylimääräiset varat hankkiakseen takaisin omia osakkeita.

Luvussa 2.3 esiteltiin agenttiongelman sekä takaisinoston liittyvän vapaan kassavirran välistä yhteyttä. Takaisinostoilla motiivi oli tällöin että se toteutetaan vaihtoehtona investointikohteille. Grullon (2000) mukaan markkinat reagoivat takaisinostoilmoituksiin positiivisemmin, mikäli yrityksen investointimahdollisuudet ovat heikentyneet. Tämä on linjassa agenttiteorian kanssa, jossa vapaan kassavirran hypoteesin mukaan yritykselle on kannattavampaa ohjata ylimääräiset varat sijoittajille, kuin rahoittaa niillä investointeja joilla ei välttämättä saavuteta positiivista nykyarvoa.

Osakkeiden takaisinostoa voidaan ajatella olevan myös optio. Optiot ovat luonteeltaan sellaisia, että ne antavat joko oikeuden myydä tai lunastaa kohde-etuuksena oleva arvopaperi tiettyä vastiketta vastaan. Osakkeiden takaisinosto toimiikin eräänlaisena optiona, jolla osakkeita vaihdetaan markkinahinnalla niiden

todelliseen arvoon. Toisin kuin kiinteähintaisista ostoista, avomarkkinaostoilla tehdyistä osakeostoista yhtiö ei maksaa preemiota. Yhtiö ostaa avomarkkinoilta osakkeet sen hetkiselällä markkinahinnalla. Tällöin takaisinostoilmoitus laajentaa yrityksen investointimahdollisuuksia, kun takaisinostot voidaan itsessään tulkita investoinniksi. Tällaisessa takaisinosto-optiossa yhtiö ostaa osakkeita alhaisemmalla hinnalla kuin mikä on johdon arvio osakkeen todellisesta arvoksi. Yhtiön on myös mahdollista myöhemmin tarpeen vaatiessa, realisoida osakkeet likvideiksi varoiksi korkeammalla hinnalla. (Ikenberry & Vermaelen, 1996)

#### **4.7 Joustavuus verrattuna osinkoihin**

Omien osakkeiden takaisinoston valtuutuksen antaa yhtiökokous, jolloin hallitus saa valtuutuksen ostaa osakkeita takaisin missä tahansa vaiheessa tilikautta. Tämän vuoksi osakkeiden takaisinostoja voidaan toteuttaa minä ajankohtana tahansa, kun yhtiö kokee sen tarpeelliseksi.

Tässä luvussa käsitellään osakkeiden takaisinostoa joustavuuden sekä substituutiohypoteesin näkökulmasta. Substituutiohypoteesin mukaan osakkeiden takaisinosto toimii vaihtoehtona osingonjaolle (Dixon et al., 2008). Valinta osingonjaon ja osakkeiden takaisinostojen välillä voi osoittautua yritykselle haastavaksi tehtäväksi. Brav et al. (2005) tutkivat voitonjakopolitiikkaa 2000-luvulla. Tutkijoiden mukaan moni yritys koki, että he olivat sitoutuneet liian suureen osinkoon ja mikäli olisi mahdollista palata takaisin ajassa, he eivät olisi sitoutuneet nykyisen tasoiseen osingon määrään. Osakkeenomistajalle tämä valinta osingon ja takaisinostojen välillä ei ole niin kriittinen, vaikka valinta ei olekaan indifferentti johtuen markkinoiden epätäydellisyydestä. Osakkeenomistaja hyötyy molemmissa keinoissa. Yrityksen kannalta tällä valinnalla on kuitenkin pitkän aikavälin vaikutuksia. Varojen jakoon osinko on riskisempi vaihtoehto verrattuna osakkeiden takaisinostoon. Yrityksen tehdessä päätöksen korkeammasta osingosta, se tulkitaan usein siten, että yritys sitoutuu maksamaan samanlaista suuruista osinkoa jatkossakin. Osingon pienentäminen on haitallista yrityksen imagolle sekä osakkeenomistajien luottamukselle. Osingon pienentämisen on havaittu vähentävän

yhtiön osakekohtaista tulosta melkein 6 %, jonka johdosta yritysjohto suhtautuu kielteisesti osingon leikkaamiseen (Denis, Denis & Sarin, 1994).

Bravin et al. (2005) teettämässä kysely tutkimuksessa yhtiöiden talousjohtajien mukaan 93,8 % oli samaa mieltä väittämän kanssa: ”yritämme välttää vähentämistä osakekohtaista osingon määrää” ja 89,6 % talousjohtajista oli samaa mieltä väittämän kanssa: ”yritämme pitää osingonjakovirtaa tasaisena vuodesta vuoteen”. Tämän vuoksi yritykselle voi olla houkuttelevampi vaihtoehto käyttää ylimääräiset varat osakkeiden takaisinostoihin, kuin sitoutua korkeampaan osinkoon. Korkeamman osingon jakaminen ja sen ylläpitäminen vähentää yrityksen taloudellista joustavuutta sen vuoksi, että se kuluttaa varoja jolla olisi mahdollista varautua yllättäviin toimintaympäristön muutoksien. (Stonham, 2002)

Tämä osakkeiden takaisinoston joustavuus suhteessa osingonjakoon auttaa yritystä suojautumaan suhteessa ulkopuolisiin toimijoihin, mikä ei olisi mahdollista osingon avulla. Omien osakkeiden takaisinoston ilmoittaminen avomarkkinailmoituksena on yksi keino pyrkiä suojautumaan yritysvaltauksilta. Avomarkkinailoituksen tekeminen ei sido yritystä ostamaan osakkeita tiettyä aikana. Yhtiön on mahdollista ilmoittaa takaisinostoaiheet ja toteuttaa ne sinä ajankohtana, kun yritys kokee että yritysvaltaukselle on uhka. (Billett & Xue, 2007)

Osakkeiden takaisinostoa voidaan perustella osingon kustannuksella myös siten, että takaisinostetut osakkeet ovat realisoitavissa takaisin käteiseksi rahaksi, yhtiö voi siis laskea takaisinostetun määrän osakkeita takaisin markkinoille. Jaetut osingot ovat lopullisesti poissa yrityksen kassasta. Osakkeiden takaisinoston käyttö toimii erityisesti taloudellisesti epävarmoina aikoina. Yhtiöiden ei ole heikkoina aikoina tarkoituksenmukaista sitoutua maksamaan korkeampaa osinkoa, koska se usein tulkitaan markkinoilla signaalina pysyvästä osingon korotuksesta. Jagannathan, Stephens & Weisbach (2000) tutkivat osakkeiden takaisinoston joustavuutta suhteessa osingonjakoon. Tutkijoiden mukaansa osakkeiden takaisinosto ei ole korvaamassa perinteistä osinkoa. Yksi rooli osakkeiden takaisinostoilla on täydentää osingonjakoa siten, että tarjoaa keinon jakaa lyhyen aikavälin voittoja osakkeenomistajille. Tutkimustuloksista havaitaan, että ne yhtiöt joiden operatiivinen kassavirta oli korkea, suosivat näistä kahdesta voitonjakotavasta enemmän perinteistä osinkoa. Samaan aikaan ne yritykset, joiden kassavirtojen määrän hajonta

oli suurta, osti todennäköisemmin omia osakkeitaan takaisin. Täten voidaan todeta, että osakkeiden takaisinosto toimii joustavasti verrattuna osingonjakoon myös taloudellisesti epävarmoina aikoina, jolloin ei ole yhtiön kannalta järkevää sitoutua palkitsemaan omistajiaan korkeammilla osingoilla. (Jagannathan et al., 2000)

## 5. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa on tarkasteltu laajasti osakkeiden takaisinostoihin liittyvään kirjallisuutta sekä esitelty takaisinostojen teoriaa ja taustaa. Kirjallisuuden pohjalta on selvitetty omien osakkeiden takaisinoston motiiveja. Takaisinostoihin liittyvän alan tutkimus näyttää suosivan tiettyjä takaisinoston motiivien selityksiä yli muiden. Monet syyt, kuten yritysvaltauksen ehkäiseminen, näyttäytyvät monissa tutkimuksissa pienessä roolissa tai aiheet on jätetty huomioimatta täysin. Tutkimusaineiston pohjalta voidaan todeta, että suurin huomio tutkimuksissa on takaisinostojen signalointivoiman, pääomarakennemuutoksien sekä voitonjakopolitiikan näkökulmasta.

Signalointihypoteesi ja siihen liittyvä osakkeen alihinnoitteluoletta ovat usein esiintyneet osakkeiden takaisinostoihin liittyvän kirjallisuuden tärkeimpänä tekijänä. Tutkimuksien perusteella signalointivoiman merkityksellisyydessä voidaan olettaa olevan maantieteellisiä eroavaisuuksia. Osakkeen alihinnoittelu näyttää olevan dominoiva motiivi takaisinostoille Yhdysvalloissa. Osassa tutkimuksissa on kuitenkin havaittu, että muun muassa Iso-Britanniassa pääasiallisena motiivina toimivat usein pääomarakenteelliset syyt ja erityisesti nykyisen pääomarakenteen muuttaminen yhtiön toivomaan suuntaan.

Monissa tutkimuksissa havaittiin yhteys johdon palkitsemispolitiikan sekä takaisinostojen välillä. Yhtiön johdolla on tarkastelujen tiedeartikkelien pohjalta selkeä motiivi suosia takaisinostoja suhteessa perinteiseen osingonjakoon. Tämä johtuu siitä, että osakkeiden takaisinostolla on positiivisia vaikutuksia yhtiön osakekurssiin, joka parantaa yhtiön johdon optioiden arvoa. Osakkeenomistajien kannalta voitonjakokeinoon vaikuttaa olennaisesti se, onko osakkeenomistaja yksityinen vai institutionaalinen sijoittaja. Tarkasteltujen tutkimuksien valossa yksityissijoittajat suosivat tasaista osingonjakoa kun taas institutionaaliset sijoittajien suhtautuminen voitonjakokeinoon on neutraalimpi. Tätä voidaan selittää sillä, että piensijoittajan kannalta tasainen tulo on mieluisampi vaihtoehto. Voitonjakokeinon valinta on kuitenkin riippuvainen yhtiön omistajien kohtaamasta verotaakasta, jonka vuoksi korkeasti verotetut yksityissijoittajat suosivat korkeita osinkoja.

Työssä on esitelty myös takaisinostojen motiiveja, jotka eivät nauti kirjallisuudessa niin suurta huomiota. Tutkielmassa tarkasteltiin miten yritykset voivat hyödyntää

osakkeiden takaisinostoja mm. välttääkseen yritysvaltauksen todennäköisyyttä sekä miten osakkeiden takaisinostot antavat yritykselle taloudellista joustavuutta, verrattuna osingonjakoon. Taloudellisesti epävarmoina ajanjaksoina yrityksiä tulisi hyödyntää osakkeiden takaisinostoa, ja jakaa siten voitonjakokelpoisia varoja osakkeenomistajille. Yrityksen ei ole tarkoituksenmukaista sitoutua korkeampaan osingon määrään mikäli yrityksellä ei ole takeita taloudellisesti hyvien aikojen jatkuvuudesta.

Työssä esiteltyjen vertaisarvioitujen tiedeartikkelien perusteella voidaan todeta, että osakkeiden takaisinosto on monipuolinen työkalu, jolla yhtiö voi toteuttaa vaikka minkälaisia tavoitteitaan. Yhtiön osakkeiden takaisinosto on havaittu tehokkaaksi työkaluksi järjestellä yhtiön omia toimintoja ja myös palkita osakkeenomistajia sekä yrityksen työntekijöitä. Osakkeiden takaisinoston positiiviset vaikutukset ovat selkeitä. Voidaankin siis pohtia, onko osakkeiden takaisinostaminen ylivoimainen työkalu verrattuna osingonjakoon ja mikäli näin on, miksi yritykset sitten maksavat osinkoja ollenkaan? Osingon toistaiseksi vahvaa asemaa voitonjakopolitiikassa voidaan perustella sillä, että piensijoittajat ja tietyt eläkeyhtiöt suosivat osinkoja. Tämän lisäksi osakkeiden takaisinostoihin on perinteisesti liittynyt epäilyjä sen sisäpiirilunonteen vuoksi.

Osakkeiden takaisinostojen on todistettu lisääntyneen radikaalisti viime vuosikymmeninä sekä voidaan pohtia, ylittääkö pian Suomessakin takaisinostettujen osakkeiden euromääräinen kokonaissumma jaettujen osinkojen määrän. Trendi on ollut vahvasti nouseva osakkeiden takaisinostojen hyväksi, mutta nähtäväksi jää saavuttaako takaisinostojen suosion kasvu pian lakipisteensä vai tulevatko osakkeiden takaisinostot kasvamaan vielä osingonjaon kustannuksella. Takaisinostojen motiivit elävät kaiken aikaa ja onkin todennäköistä, että niille keksitään jatkuvasti uusia käyttökeinoja. Tämä antaa aiheutta myös lisätutkimuksille siitä, mitkä ovat tulevaisuudessa takaisinostojen käyttökohteet, miten niitä hyödynnetään sekä miten takaisinostojen käyttötarkoitukset eroavat eri maissa sekä maanosissa.

## LÄHDELUETTELO

- Akyol, A. C. & Foo, C. C. (2013) Share Repurchase Reasons and Market Reaction to Actual Share Repurchases: Evidence from Australia. *International Review of Finance* 13, 1, 1-37.
- Bagwell, L. S. (1991) Share repurchase and takeover deterrence. *RAND Journal of Economics* 22, 1, 72-88.
- Baker, H. K., Powell, G. E. & Veit E. T. (2003) Why companies use open-market repurchases: A managerial perspective. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 43, 3, 483-504.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Michaely, R. (2005) Payout policy in the 21<sup>st</sup> century. *Journal of Financial Economics* 77, 3, 483-527.
- Billett, M. T. & Xue, H. (2007) The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases. *The Journal of Finance* 62, 4, 1827-1850.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen F. (2011) Principles of Corporate Finance Global Edition. 10 p. Mc-Graw.Hill.
- Chan, K., Ikenberry, D. L. & Lee, I. (2007) Do managers time the market? Evidence from open-market share repurchases. *Journal of Banking & Finance* 31, 9, 2673-2694.
- Cook, D. O., Krigman, L. & Leach, J. C. (2004) On the Timing and Execution of Open Market Repurchase. *Review of Financial Studies*. 17, 2, 463-498.
- Dann, L. Y. (1981) Common stock repurchases: An analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics* 9, 2, 113-138.
- Denis, D. J., Denis, D. K. & Sarin, A. (1994) The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 4, 567-587.
- Dittmar, A. K. (2000) Why Do Firms Repurchase Stock? *Journal of Business* 73, 3, 331-355.

- Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead, A. (2008) An empirical survey of the motivation for share repurchases in the UK. *Managerial Finance* 34, 23, 886-906.
- von Eije, H. & Megginson, W. L. (2008) Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics* 89, 2, 347-374.
- Fama, E.F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25, 2, 383 -417.
- Finanssivalvonta (2013) Jatkuva tiedonantovelvollisuus. [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2013]. Saatavilla <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiölle/Tiedonantovelvollisuus/Jatkuva/Pages/Default.aspx#.UpdCdRBLkdk>
- Finlex (2013a) Osakeyhtiölaki 15. luku 1-14 § [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2013] Saatavilla <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624#L15>
- Finlex (2013b) Tuloverolaki 3. osa 2. luku 33§ [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2013]. Saatavilla <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1992/19921535#L2P33a>
- Grullon, G. & Ikenberry, D. L. (2000) What Do We Know About Stock Repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance* 3, 1, 31-51.
- Grullon, G. & Michaely, R. (2002) The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal of Finance* 59, 2, 651-680.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (1997) Tutki ja kirjoita.
- Ikenberry, D., Lakonishok J. & Vermaelen, T. (1995) Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, 2, 181-208.
- Ikenberry, D. L. & Vermaelen, T. (1996) The Option to Repurchase Stock. *Financial Management* 25, 4, 9-24.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P. & Weisbach, M. S. (2000) Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, 3, 355-384.
- Jain, R. (2007) Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases. *Journal of Economics and Business* 59, 5, 406-429.

- Kahle, K. M. (2002) When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics* 63, 2, 235-261.
- Kracher, B. & Johnson, R. R. (1997) Repurchase Announcements, Lies and False Signals. *Journal of Business Ethics* 16, 5, 1677-1685.
- Kim, J. & Varaiya, N. (2008) Insiders' timing ability and disclosure on corporate share buyback trading. *Review of Accounting and Finance* 7, 1, 69-82.
- Kinnunen, J., Laitinen, E.K., Laitinen, T., Leppiniemi, J. & Puttonen V. (2007) Avain laskentatoimeen ja rahoitukseen. KY-Palvelu Oy, Helsinki.
- Louis, H. & White, H. (2007) Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior. *Journal of Financial Economics* 85, 1, 205-233
- Martikainen, M. & Martikainen, T., (2009) Rahoituksen perusteet. 7. p. Helsinki, WSOYpro Oy.
- Modigliani, M. H. & Miller, F. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48, 263-297.
- Modigliani, M. H. & Miller, F. (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 34, 4, 411-433.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (2000) Yritysrahoitus. Edita Oy, Helsinki.
- Nohel, T. & Tarhan, V. (1998) Share repurchase and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics* 49, 2, 187-222.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. (2008) Corporate Finance. Eight edition. McGraw-Hill Irwin.
- Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. (2002) The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8, 2, 105-122.

Stonham, P. (2002) A Game Plan for Share Repurchases. *European Management Journal* 20, 1, 37-44.

Tomperi, I. (2004) Liquidity Effects, Timing and Reasons for Open-Market Share Repurchases. Doctoral Thesis. Vaasa University. Acta Wasaensia 113.

Vermaelen, T. (1981) Common stock repurchases and market signalling: empirical study. *Journal of Financial Economics* 9, 2, 139-83.

Wansley, J. W., Lane, W. R. & Sarkar, S. (1989) Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums. *Financial Management* 18, 3, 97-110.

Wilber, R. S. (2007) Why do firms repurchase stock to acquire another firm? *Review of Quantitative Finance and Accounting* 29, 2, 155-172.