

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ

Jenni Taittonen

**YT-NEUVOTTELUILMOITUSTEN VAIKUTUS YRITYKSEN
MARKKINA-ARVOON**

Empiirinen tutkimus Helsingin Pörssistä 2006-2014

Rahoituksen maisteriohjelma

VAASA 2016

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
KUVIOLUETTELO	5
TAULUKKOLUETTELO	7
1. JOHDANTO	11
1.1. Tutkielman tarkoitus	11
1.2. Tutkielman rakenne	13
2. AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA	14
2.1. Irtisanomisilmoituksia seuraava markkinareaktio yleisesti	14
2.2. Irtisanomisten vaikutus yrityksen suorituskykyyn	17
2.3. Irtisanomisten syyt ja niiden vaikutus markkinareaktioon	20
2.4. Irtisanomisten laajuuden vaikutus markkinareaktioon	22
2.5. Yrityksen taloudellisen tilanteen vaikutus markkinareaktioon	23
2.6. Muiden tekijöiden vaikutus irtisanomisista seuraavaan markkinareaktioon	24
3. IRTISANOMISILMOITUKSET JA YT-NEUVOTTELUT	30
3.1. Suomalainen yhteiskunta ja irtisanomiset	30
3.2. Suomalainen yhteistoimintamenettely	33
3.3. Yrityksen yhteiskuntavastuu	35
3.4. Kansainvälisiä eroja työvoimapolitiikassa	36
4. MARKKINATEHOKKUUS JA OSAKKEEN ARVON MÄÄRÄYTYMINEN	39
4.1. Täydelliset ja tehokkaat markkinat	39
4.2. Tehokkuuden kolme astetta	41
4.3. Tehokkaiden markkinoiden haasteita ja säännönmukaisia poikkeamia	42
4.4. Arvo- ja kasvusijoitusstrategiat	46
4.5. Osakkeen arvon määräytyminen tehokkailla markkinoilla	48
4.5.1. CAP-malli	48
4.5.2. Fama-French kolmen faktorin malli	50

5. TUTKIMUSAINEISTO JA –MENETELMÄ	51
5.1. Hypoteesit	51
5.2. Tutkimusaineisto	52
5.3. Tapahtumatutkimusmenetelmä	54
6. TUTKIMUSTULOKSET	63
6.1. Yt-neuvottelujen aloitusilmoitukset	63
6.2. Yt-neuvottelujen lopetusilmoitukset	67
6.3. Arvo- ja kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoitukset	70
7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO	82
LÄHDELUETTELO	85

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1. Henkilöstön vähennystarve yt-neuvotteluissa vuosina 2007 ja 2008 (SAK 2011).	32
Kuvio 2. Henkilöstön vähennystarve yt-neuvotteluissa vuosina 2008 ja 2009 (SAK 2011).	32
Kuvio 3. Työttömyysasteen kuvaaja Suomessa 1/1989–3/2016 (Tilastokeskus 2016).	33
Kuvio 4. Markkinatrehokkuuden kolme astetta ja niiden sisäkkäisyys.	41
Kuvio 5. Arvopaperimarkkinasuora.	49
Kuvio 6. Yt-neuvottelujen aloitusilmoitukset vuosina 2006-2014.	54
Kuvio 7. Tutkimuksessa käytettävät havainnointi- ja tapahtumaikkuna.	60
Kuvio 8. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä.	65
Kuvio 9. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä.	67
Kuvio 10. Keskimääräiset epänormaalit tuotot ja kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen lopetusilmoituksen ympärillä.	70
Kuvio 11. Keskimääräiset epänormaalit tuotot ja kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten ympärillä kasvuyritysten osalta.	74
Kuvio 12. Keskimääräiset epänormaalit tuotot ja keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten ympärillä arvoyritysten osalta.	77
Kuvio 13. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten ympärillä arvo- ja kasvuyritysten osalta.	81

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Yhteenvedo aikaisemmista tutkimuksista ja niiden tuloksista.	27
Taulukko 2. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä.	64
Taulukko 3. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].	66
Taulukko 4. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen lopetusilmoituksen ympärillä.	68
Taulukko 5. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen lopetusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].	69
Taulukko 6. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä kasvuyritysten osalta.	72
Taulukko 7. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].	73
Taulukko 8. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä arvoyritysten osalta.	75
Taulukko 9. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot arvoyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].	76
Taulukko 10. Kasvu- ja arvoyritysten keskimääräisten epänormaalien tuottojen erot.	79
Taulukko 11. Kasvu- ja arvoyritysten välisten kumulatiivisten keskimääräisten epänormaalien tuottojen ero.	80

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta****Tekijä:**

Jenni Taittonen

Tutkielman nimi:

Yt-neuvotteluilmoitusten vaikutus yrityksen markkina-arvoon

Ohjaaja:

Sami Vähämaa

Tutkinto:

Kauppätieteiden maisteri

Oppiaine:

Laskentatoimi ja rahoitus

Koulutusohjelma:

Rahoituksen linja

Aloitusvuosi:

2009

Valmistumisvuosi:

2016

Sivumäärä: 91

TIIVISTELMÄ

Kansainvälistyvä ja jatkuvasti muuttuva kilpailuympäristö pakottaa yritykset tehostamaan toimintaansa ja miettimään uusia toiminnan ratkaisuja. Tästä johtuen henkilöstön vähentämiseen johtavat yt-neuvottelut ovat yleistyneet Suomessa 1990-luvulta lähtien. Tämän tutkielman tarkoituksen on tutkia, vaikuttaako yrityksen yt-neuvotteluilmoitus sen markkina-arvoon eli miten sijoittajat reagoivat tähän uutiseen. Aihetta on aiemmin tutkittu erityisesti Yhdysvaltojen ja Iso-Britannian markkinoilla, missä irtisanomiset ovat lähes poikkeuksetta aiheuttaneet negatiivisen markkinareaktion.

Tutkielmassa selvitetään yt-neuvottelujen vaikutus yrityksen markkina-arvoon Helsingin pörssissä vuosina 2006-2014 listattujen yritysten osalta. Tutkimusaineisto sisältää 405 aloitusilmoitusta sekä 338 lopetusilmoitusta. Markkinareaktio tutkitaan siis yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympäriltä, mutta myös lopetusilmoitusten ympäriltä. Lisäksi tutkitaan arvo- ja kasvuyrityksiä erikseen ja selvitetään reagoivatko sijoittajat eri tavalla eri yritysten yt-neuvotteluilmoituksiin. Tutkimusmenetelmänä käytetään tapahtumatutkimusta, minkä avulla markkinareaktio saadaan tutkittua epänormaalien tuottojen muodossa. Tutkimuksen tapahtumaikkuna sisältää yhteensä 21 päivää, kymmenen päivää ennen yt-neuvotteluilmoitusta ja kymmenen päivää sen jälkeen. Näin saadaan selvitettyä toimivatko Suomen osakemarkkinat markkinatehokkuuden keskivahvojen ehtojen mukaisesti.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että yt-neuvottelujen aloitusilmoitus vaikuttaa keskimääräisesti negatiivisesti yrityksen markkina-arvoon. Sen sijaan yt-neuvottelujen lopetusilmoituksilla ei todeta olevan vaikutusta yrityksen osakekurssiin. Kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksiin reagoidaan negatiivisemmin kuin arvoyritysten vastaaviin ilmoituksiin.

AVAINSANAT: irtisanomisilmoitus, yt-neuvottelut, markkina-arvo, markkinareaktio

1. JOHDANTO

Kansainvälistyneet markkinat ja sijoittajien toiminta vaikuttavat nykymaailmassa suuresti yritysten toimintaan. Sijoittajat arvioivat yrityksiä sijoituskohteina muiden vaihtoehtojen ohella ja siksi yritysten kilpailu onkin siirtynyt yli toimialarajojen. Ei enää riitä, että yritys on oman alansa parhaita markkinoilla tai tuottaa jatkuvasti voittoa, kun vertailu suoritetaan pörssin puolella. (Puntari & Roos 2007: 23.)

Nykyajan globaalissa muuttuvassa maailmassa kaikkien alojen yritysten täytyy olla joustavia ja mukautua markkinoiden koviinkin vaatimuksiin. Työelämän toimintatavat muuttuvat nopeaan tahtiin, joten yritystenkin täytyy olla ajan tasalla ja sopeutua uusiin haasteisiin. Nykyajan teknologia mahdollistaa tuotannon ulkoistamisen maantieteellisesti sekä palvelujen kaupan kansainvälistymisen. (Kairinen, Uhmavaara & Finne 2005: 6.) Yritykset perustavat yhä useammin uusia tuotantolaitoksia edullisten kustannusten maihin, mutta sen lisäksi myös monia aikaisempia toimintoja siirretään kehitysmaihiin. Näillä siirroilla pyritään lähinnä valmistuskustannussäästöihin. (Ali-Yrkkö 2006: 1, 10).

Kansainvälistyminen ja jatkuvasti muuttuvat toimialojen toimintatavat viimeisten vuosikymmenten aikana ovat dramaattisesti lisänneet yritysten kilpailupaineita. Pysyäkseen kehityksen edellä, yritykset ovat pakotettuja arvioimaan strategiaansa jatkuvasti. Usein tämä johtaa kulurakenteen tarkistamiseen ja tehokkuutta parantaviin ratkaisuihin tutustumiseen. Ei siis pitäisi tulla yllätyksenä, että työntekijöiden vähentämisestä on tullut olennainen osa yrityselämää. (Datta, Basuil & Radeva 2012.)

Irtisanomisilmoitusten vaikutus yrityksen osakekurssiin on mielenkiintoinen tutkimuskohde sen ajankohtaisuuden johdosta. Irtisanomiset yrityksissä vaikuttavat moniin asioihin, kuten jokaisen irtisanotun työntekijän yksityiselämään sekä työyhteisöön, joka menettää yhden tai useamman jäsenensä. Markkinoiden kannalta on myös tärkeä tietää, miten irtisanomiset keskimääräisesti vaikuttavat osakekursseihin.

1.1. Tutkielman tarkoitus

Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella Suomen osakemarkkinoiden reaktiota yritysten yt-neuvotteluilmoituksiin vuosina 2006-2014. Tutkimusaineisto koostuu Helsingin pörssissä noteerattujen yritysten pörssitiedotteista, joissa he ilmoittavat aloitettavista yt-neuvotteluista, joiden tarkoituksena on työntekijöiden irtisanominen. Tarkoituk-

sena on myös huomioida yt-neuvottelujen lopetusilmoitukset, jolloin selviää todellinen vähennyksen tarpeen määrä. Koko otoksen lisäksi tutkimuksen tarkoituksena on tarkastella aihetta kasvu- ja arvoyhtiöiden näkökulmasta. Mielenkiintona on selvittää reagoivatko sijoittajat eri tavoin kasvu- ja arvoyhtiöiden ilmoittamiin yt-neuvotteluihin. Tämä näkökulma tutkimuksessa on ensimmäistä laatuaan. Lisäksi aineistona käytetään yt-neuvotteluista ilmoittavien yritysten pörssikursseja tutkimusajanjaksolta.

Aikaisemmat akateemiset tutkimukset aiheesta painottuvat ulkomaille erityisesti Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan. Tutkimuksissa on havaittu suurimmaksi osaksi irtisanomisilmoituksia seuraavan negatiivinen markkinareaktio. Suomessa aihetta on aikaisemmin tutkittu suhteellisen vähän ja tutkimukset rajoittuvat yliopistoissa tehtyihin pro gradu –tutkielmiin. Suomalainen tutkimusaineisto viimeisiltä vuosilta on hyvin laaja suurten irtisanomisaaltojen ansiosta. Irtisanomisten ajankohtaisuus tekee tästä tutkimusaiheesta erityisen mielenkiintoisen. Verrattuna muiden maiden tutkimuksiin täytyy pitää mielessä, että suomalainen yhteistoiminta on ainutlaatuinen käytäntö, mikä saattaa vaikuttaa tutkimustuloksiin.

Tutkielman hypoteesit on muodostettu aikaisempien tutkimustulosten pohjalta ja niiden perustelut käydään tarkemmin läpi luvussa viisi. Tutkielman hypoteesit ovat:

H₁: Yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivinen vaikutus yrityksen osakekurssiin.

H₂: Yt-neuvottelujen lopetusilmoituksella ei ole vaikutusta yrityksen osakekurssiin.

H₃: Yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivisempi vaikutus kasvuyrityksen osakekurssiin kuin arvoyrityksen osakekurssiin.

Tutkielman tarkoituksena on tarkastella yt-neuvotteluilmoitusten ympärillä tapahtuvia osakekurssimuutoksia ja tapahtumatutkimuksella selvittää, esiintyykö epänormaaleja tuottoja ilmoitusten johdosta. Event study - eli tapahtumatutkimus on yleinen tutkimusmenetelmä, kun tutkitaan tietyn tapahtuman vaikutusta osakekurssiin. Tutkittavana on otos yrityksiä saman tapahtuman vaikuttamana ja tässä tutkielmassa tapahtumana on yrityksen yt-neuvotteluilmoitus.

Tutkielman tutkimusperiodi on yhteensä 21 päivää, kymmenen päivää ennen yt-neuvotteluilmoitusta, ja kymmenen päivää ilmoituspäivän jälkeen. Näin voidaan selvittää, reagoivatko Suomen osakemarkkinat ilmoitukseen jo etukäteen, ilmoituspäivänä vai

heijastuuko tieto osakekurssiin vasta ilmoituspäivän jälkeen. Tämän avulla mitataan, toteutuvatko tehokkaiden markkinoiden keskivahvat ehdot Suomen osakemarkkinoilla.

1.2. Tutkielman rakenne

Tutkielma jakautuu teoreettiseen ja empiiriseen osioon. Teoriaosiossa tutustutaan aiheeseen ja pyritään luomaan hyvä pohja tutkielman empiiriselle osiolle. Empiirisessä osiossa käsitellään tutkimusmenetelmää, tutkimusaineistoa, tutkimuksen hypoteeseja ja esitellään tutkimustulokset.

Tutkielman toisessa pääluvussa esitellään aiheesta tehtyjä aikaisempia tutkimuksia. Ulkomailta tehdyt tutkimukset on jaoteltu tutkimustulostensa mukaan useampaan alalukuun ja näillä pyritään selkeyttämään saatuja tuloksia. Aiemmista tutkimuksista on koottu yhteenvertotaulukko, joka sijoittuu luvun loppuun. Aikaisempien tulosten perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä, joiden mukaan on muodostettu tämän tutkielman hypoteesit.

Kolmannessa luvussa esitellään suomalaista yhteistoimintamenettelyä, yrityksen yhteiskuntavastuuta ja kansainvälisiä eroja työvoiman järjestämisessä. Näitä käsittelemällä ymmärretään syvemmin irtisanomisten taustalla olevat asiat. Neljännessä luvussa esitellään tehokkaiden rahoitusmarkkinoiden ehdot ja toiminta. Lisäksi tutustutaan muutamaa tärkeimpään osakkeen arvonnäytymismalliin.

Viidennestä luvusta alkaa tutkielman empiirinen osa, jossa esitellään tutkimusaineisto ja sen valinta, muodostetaan hypoteesit, ja tutustutaan tapahtumatutkimukseen tutkimusmenetelmänä. Tutkielman kuudennessa luvussa esitellään ja käydään läpi tutkimustulokset, joiden perusteella muodostetaan tutkielman lopulliset johtopäätökset sekä yhteenvedo.

2. AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA

1980-luvun lopulta asti irtisanomisista on tullut yleinen termi liiketoimintakirjallisuudessa, kun yritykset ovat vähentäneet työntekijöitään eri syistä. Tutkijat ovat alkaneet tutkia empiirisesti irtisanomisten ja irtisanomisilmoitusten vaikutuksia yrityksiin. Gundersonin ym. (1997) mukaan laajat irtisanomiset Pohjois-Amerikassa 1980-luvulla johtuivat taantumien sykleistä, mutta myös laajoista uudelleenjärjestelyistä, joita tehtiin varautuen uusiin haasteisiin, kuten kaupankäynnin kasvuun ja kansainväliseen kilpailuun. Huolimatta irtisanomisten yleisestä käytöstä sopeutumistyökaluna, vaikutukset yrityksen markkina-arvoon eivät ole yleisesti tiedossa.

Irtisanomisten vaikutusta yritysten markkina-arvoon on tutkittu 1990-luvulta lähtien. Tutkimukset sijoittuvat lähinnä vain Yhdysvaltojen markkinoille, mutta myös Kanadan (kts. Ursel & Armstrong-Stassen 1995; Gunderson ym. 1997), Iso-Britannian (kts. McKnight ym. 2002) ja Japanin (kts. Lee 1997) markkinoilta löytyy tutkimustietoa. Yhdysvaltalaisia tutkimuksia tarkasteltaessa täytyy ottaa huomioon, että heidän käyttämä termi *layoff* tarkoittaa sekä pysyviä irtisanomisia että väliaikaisia lomautuksia. Osassa tutkimuksista on mainittu ja nimenomaan tutkittu ainoastaan pysyvien irtisanomisten vaikutusta. Markkina-arvon lisäksi tutkimuksissa on tarkasteltu irtisanomisten vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Lisäksi on pohdittu eri näkökulmista, ovatko irtisanomisten tietyt ominaisuudet vaikuttaneet erisuuntaisiin ja -vahvuisiin markkinareaktioihin. Irtisanomisia on luokiteltu esimerkiksi laajuuden, keston ja syyn mukaan.

2.1. Irtisanomisilmoituksia seuraava markkinareaktio yleisesti

Worrel, Davidson ja Sharma (1991) olivat ensimmäisiä, jotka tutkivat irtisanomisten vaikutuksia nimenomaan yrityksen taloudellisesta näkökulmasta. He tutkivat irtisanomisilmoitusten vaikutusta yrityksen markkina-arvoon Yhdysvalloissa vuosina 1979–1987. Tutkimusotos sisälsi 194 irtisanomisilmoitusta ja tutkimuksen tuloksena havaittiin tilastollisesti merkittävä negatiivinen markkinareaktio, joka syntyi irtisanomisilmoitusten jälkeen. Tutkimusta voidaan pitää ensimmäisenä laatuaan ja se on antanut pohjan myöhemmille tutkimuksille.

Ursel ja Armstrong-Stassen (1995) tutkivat osakkeenomistajien reaktioita 137 irtisanomisilmoitukseen vuosina 1989–1992 Kanadan markkinoilla. Worrelin ym. (1991) ta-

paan tutkijat päätyivät tulokseen, että osakkeenomistajat näyttävät keskimääräisesti reagoivan negatiivisesti yritysten irtisanomisilmoituksiin.

Iqbal ja Shetty (1995) tarkastelivat irtisanovien yritysten, osakekurssien vaihteluja sekä taloudellista tilaa Yhdysvalloissa. Heidän lopullinen tutkimusotos sisälsi 187 irtisanomisilmoitusta vuosilta 1986–1989. Tulokset koko otoksesta osoittivat, että osakkeenomistajat reagoivat negatiivisesti irtisanomisiin.

Palmonin, Sunin ja Tangin (1997) tutkimuksen tarkoituksena oli analysoida irtisanomisilmoitusten syitä ja tutkia, ottavatko sijoittajat huomioon ilmoituksen luonteen reagoidessaan tapahtumaan. Tutkimusotos sisälsi 140 irtisanomisilmoitusta vuosilta 1982–1990 Yhdysvalloissa. He jakoivat irtisanomiset kahteen ryhmään syynsä mukaan. Ensimmäinen ryhmä sisälsi yrityksiä, joiden irtisanomisten syynä oli heikentynyt kysyntä ja toinen ryhmä yrityksiä, joiden irtisanomisten tarkoituksena oli parantaa tehokkuutta. Tuloksena he totesivat negatiivisen markkinareaktion, mutta myös ensimmäisen tilastollisesti merkittävän positiivisen reaktion, kun irtisanomisten syynä oli tehokkuuden parantaminen.

Lee (1997) vertasi markkinoiden reaktiota irtisanomisilmoituksiin Yhdysvalloissa sekä Japanissa vuosina 1990–1994. Tulosten mukaan irtisanomisilmoitukset aiheuttivat negatiivisen markkinareaktion molemmissa maissa. Yhdysvalloissa irtisanomisilmoitukset saivat aikaan huomattavasti negatiivisemmän reaktion kuin Japanissa.

Gunderson ym. (1997) analysoivat irtisanomisilmoitusten vaikutusta yrityksen markkina-arvoon. Tutkimuksessa tarkasteltiin merkittävien kanadalaisten pörssiyritysten 214 irtisanomisilmoitusta ajanjaksolla 1982–1989. Tutkimuksen tuloksena havaittiin irtisanomisuutisia seuraavan negatiivinen markkinareaktio, joka ilmaantui lähes kokonaan irtisanomisilmoituspäivänä. Tämä viittaa siihen, että markkinat eivät pysty kunnolla käsittelemään uutta tietoa, mutta reagoivat siihen nopeasti. Heidän tulos todistaa myöhemmin tutkielmassa käsitellyn markkinoiden tehokkuuden.

Elayan, Swales, Maris ja Scott (1998) tutkivat irtisanomisten ominaisuuksia, yritysten irtisanomisten tehokkuutta ja markkinareaktioita. Verrattuna aikaisempaan kirjallisuuteen he selvittivät yrityksen edeltävän suorituskyvyn yhteyttä irtisanomisilmoitusten aiheuttamaan markkinareaktioon. He tutkivat yritysten irtisanomisten tehokkuutta tapana parantaa yritysten yleistä sekä erityisesti työvoiman tehokkuutta. Lisäksi tutkimuksessa tarkasteltiin irtisanomisten ominaisuuksia ja syitä, sekä niiden vaikutusta markki-

nareaktioon. Tutkimuksessa käytettiin 646 irtisanomisilmoitusta vuosilta 1979–1991 ja se oli laajin tutkimus siihen mennessä.

Elayan ym. (1998) totesivat tutkimuksen perusteella, että irtisanomisilmoitukset paljastavat negatiivista informaatiota yrityksestä mahdollisesti tarkoittaen, että yrityksellä on vähemmän sijoitus- tai kasvumahdollisuuksia sekä odotettavissa vähemmän tulevia kasvavirtoja. Tämäkin tutkimus todisti irtisanomisilmoituksia seuraavan negatiivinen markkinareaktio.

Filbeck ja Webb (2001) tarkastelivat yhdysvaltalaisen yritysten irtisanomis- ja organisaatiomuutosilmoituksia vuosina 1990–1997. Lopulliseen otokseen otettiin 366 ilmoitusta. Tutkimuksen tarkoituksena oli testata irtisanomisilmoitusten vaikutusta osakursseihin ottaen huomioon irtisanomisten laajuuden verrattuna yrityksen kokonaishenkilöstöön, sisäisen omistajuuden tason sekä yrityksen koon. He havaitsivat tilastollisesti merkittävän negatiivisen markkinareaktion irtisanomisilmoitusten jälkeen.

Chen, Mehrotra, Sivakumar ja Yu (2001) tutkivat irtisanomisten ja osakkeenomistajien tuottojen välistä suhdetta sekä yrityksen suorituskykyä irtisanomisten jälkeen. Chenin ym. (2001) tutkimus oli ensimmäisten joukossa tutkittaessa irtisanomisten, yrityksen suorituskyvyn ja osakkeenomistajien tuoton suhteita. He tutkivat vain pysyviä ja laajoja irtisanomisia yhdysvaltalaisissa organisaatioissa. Lopullinen otos sisälsi 349 irtisanomisilmoitusta vuosilta 1990–1995. Tulokset osoittivat, että irtisanomiset seuraavat heikkoja osakemarkkinoita sekä heikkoa tuloksentekoa. Sitä vastoin irtisanomisia seuraavat sekä paremmat osakemarkkinat että tulokset. Tämä tutkimus havaitsi niin ikään negatiivisen osakemarkkinoiden reaktion irtisanomisilmoitusten yhteydessä.

McKnight ym. (2002) tutkivat irtisanomisilmoitusten vaikutusta osakkeenomistajien varallisuuteen Iso-Britanniassa. He tarkastelivat myös irtisanomisten yhteiskunnallisia vaikutuksia sekä sijoittajien asennetta irtisanomisia kohtaan, jotka ovat saattaneet muuttua ajan myötä. Irtisanomisilmoitukset kerättiin ajalta 1980–1984 ja 1990–1995 ja niitä kertyi vastaavasti 88 sekä 147. Iso-Britanniassa irtisanomisiin reagoitiin 90-luvulla negatiivisemmin kuin 80-luvulla. Tämä saattaa johtua tiedonkulun nopeutumisesta yrityksen ja osakkeenomistajien välillä, jolloin markkinat tekivät myyntipäätöksensä nopeammin. Verrattuna saman aikajakson havaintoihin Yhdysvalloissa, tulokset osoittivat, että Iso-Britannian markkinat reagoivat herkemmin ja negatiivisemmin irtisanomisilmoituksiin. Tämä osoittaa maiden välillä olevan yhteiskunnallisia ja kulttuurisia eroja, jotka johtavat erilaiseen suhtautumiseen irtisanomisia kohtaan.

Abraham (2004) tutki irtisanomisilmoitusten vaikutuksia osakekursseihin Yhdysvalloissa. Tutkimuksessa tarkasteltiin vuosien 1993 ja 1994 aikana tapahtunutta 154 irtisanomisilmoitusta. Irtisanomisilmoitusten vaikutusta testattiin tapahtumatutkimuksella. Aiempien tutkimusten perusteella (kts. Worrel ym. 1991; Elayan ym. 1998; Chen ym. 2001) odotettu negatiivinen markkinareaktio huomattiin.

Hahn ja Reyes (2004) tutkivat osakemarkkinoiden reaktiota yritysten irtisanomisilmoituksiin Yhdysvalloissa. He valitsivat tutkimusotokseensa yrityksiä, joiden irtisanomiset koskivat yli 1000 työntekijää, mikä varmisti sen että tutkimus oli taloudellisesti merkittävä. Tutkimusperiodi sijoittui talouden noususuhdanteeseen 1995–1999. Yritysten piti olla julkisia osakeyhtiöitä, joiden pörssikurssitiedot olivat saatavilla yleisestä tietokannasta. Lisäksi he tarkistivat, ettei sekoittavia julkistuksia tai muita tapahtumia esimerkiksi tulosjulkistuksia tai osingonjakoja löytynyt irtisanomisilmoituspäivien lähetyviltä. He keskittyivät irtisanomisilmoitusten taustalla oleviin syihin. Lopullinen otos koostui 36 yrityksestä, jotka irtisanoivat heikon kysynnän vuoksi ja 42 yritystä, jotka ilmoittivat vähennyksistä yrityksen uudelleenjärjestelyn takia. He havaitsivat positiivisen markkinareaktion, kun irtisanomisen syynä oli organisaation uudelleenjärjestely.

Farber ja Hallock (2009) tutkivat osakekurssien reaktioita henkilöstön irtisanomisilmoituksiin käyttäen 1160 yhdysvaltalaisen suuren yrityksen 4273 irtisanomisilmoitusta ajalta 1970–1999. He tutkivat pitkää aikaväliä, koska halusivat tietää onko suhtautuminen markkinoilla muuttunut irtisanomisilmoituksia kohtaan ajan myötä. Tutkimus todistaa, että markkinoiden reaktio irtisanomisilmoituksia kohtaan todella on muuttunut. Markkinareaktio oli keskimääräisesti negatiivisin tutkimusjakson alussa ja viimeisinä tarkasteluvuosina se on muuttunut vähemmän negatiiviseksi. Monissa tapauksissa reaktio on ollut jopa positiivinen. Tutkijat toteavat tämän johtuvan luultavasti siitä, että irtisanomisia tehdään nykyään useammin tehokkuuden parantamiseksi eikä heikosta kysynnästä johtuen. Tulosten perusteella he eivät kuitenkaan löytäneet yhtä selkeää syytä markkinareaktion muutokselle.

2.2. Irtisanomisten vaikutus yrityksen suorituskykyyn

Tutkimuksissa on tarkasteltu irtisanomisten vaikutuksia myös yrityksen taloudellisen suorituskyvyn näkökulmasta. Yrityksen suorituskyky ja taloudellinen tilanne vaikuttavat olennaisesti sijoittajien ajatuksiin yrityksestä ja siten välillisesti yrityksen markkina-

arvoon. Irtisanomisten vaikutusta yrityksen suorituskykyyn ovat tutkineet useat tutkijat muun muassa Elayan ym. 1998 sekä Chen ym. 2001.

Iqbal ja Shetty (1995) toteavat, että henkilöstöä irtisanovat yritykset tekevät huonoa tulosta ennen irtisanomispäätöstä. Tämä viittaa siihen, että huomattavat rakennemuutokset kuten irtisanomiset toimivat usein yrityksenä parantaa tulosta. Johto toteuttaa tällaisia muutoksia parantaakseen yrityksen suorituskykyä ja vähentääkseen kustannuksia. Täten irtisanomiset voidaan nähdä arvon maksimointistrategiana.

Chen ym. (2001) vertasivat irtisanovien yritysten ja niiden yritysten taloudellisia tunnuslukuja, jotka eivät irtisanoneet työntekijöitään. Irtisanovien yritysten taloudellinen suorituskyky oli heikompaa kuin muiden saman toimialan yritysten kolmena vuotena ennen irtisanomisia. Irtisanomisten jälkeen kolmena vuotena yrityksen taloudelliset tunnusluvut kehittyivät muita saman alan yrityksiä vahvemmin. Irtisanovien yritysten voittomarginaalit ja työvoiman tuottavuus kasvoivat huomattavasti nopeammin kuin niiden yritysten, jotka eivät irtisanoneet. Myös Elayan ym. (1998) huomasivat irtisanomisten parantavan yrityksen ja sen työvoiman tehokkuutta. Tämä todettiin kokonaispääoman sekä oman pääoman tuotto prosenttien merkittävästä noususta irtisanomisten jälkeen. Chen ym. (2001) totesivat, että irtisanovat yritykset panostavat jatkossa yhtiöllisyyteen ja keskittävät toimintojaan. Tulokset tukevat kantaa, että päätös irtisanomisista on rationaalinen ratkaisu varmistaa yhtiön selviytyminen tulevaisuudessa ja he eivät tue väitettä siitä, että irtisanomisia toteuttavat yritykset tekisivät itselleen hallaa.

Chen ym. (2001) eivät löytäneet todisteita, että irtisanomisilmoituksia seuraisi vähentynyt kokonaistyöntekijämäärä yrityksessä. Vaikka henkilöstömäärät laskevat irtisanomisvuoden aikana, ne palautuvat irtisanomisia edeltävälle tasolle kolme vuotta myöhemmin. Tämä viittaa yrityksen haluun vähentää työntekijöitä kannattamattomilta osastoilta ja keskittää tuottaviin alueisiin. Tutkijat totesivat myös väliaikaisen laskun investointien määrässä irtisanomisvuonna ja sitä seuraavana vuonna, mutta lasku katoaa kolmantena vuonna irtisanomisilmoitusten jälkeen. Väliaikainen investointien pienentäminen irtisanomispäätösten jälkeen, on linjassa johdon halun kanssa leikata kustannuksia ja parantaa tehokkuutta lyhyellä aikavälillä.

De Meuse, Bergmann, Vanderheiden ja Roraff (2004) tarkastelivat yrityksen irtisanomisilmoituksia sekä viittiä taloudellisen toiminnan mittaria vuosina 1987–1998 Yhdysvalloissa. Tutkimuksessa seurattiin yritysten kannattavuusmarginaalia, koko pääoman tuottoa, oman pääoman tuottoa, pääoman tehokkuutta ja market-to-book -lukua kahtena vuotena ennen irtisanomisia, irtisanomisvuotena sekä yhdeksänä seuraavana vuotena.

Verrattuna yrityksiin, jotka eivät irtisanoneet tämän periodin aikana, irtisanoneilla yrityksillä huomattiin yleisesti huonompi suorituskyky pari vuotta irtisanomisten jälkeen. Kolmantena vuotena irtisanoneiden yritysten suorituskyvyt paranivat ja seuraavina vuosina suoritus oli parempaa kuin yrityksillä, jotka eivät irtisanoneet. Irtisanomisten frekvenssillä, eli jos samassa yrityksessä toistuvat irtisanomiset, oli hyvin pieni negatiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Irtisanomisten laajuudella todettiin olevan vaikutus suorituskykyyn, jos yritys irtisanoi yli 10 prosenttia työntekijöistään. Nämä yritykset alisuoriutuivat market-to-book –luvun sekä koko pääoman ja oman pääoman tuotto prosenttien valossa tutkimusperiodin aikana verrattuna yrityksiin, jotka irtisanoivat vähemmän. Kokonaisuudessaan löydökset viittaavat siihen, että yrityksen suorittaessa irtisanomisia, kestää vuosia ennen kuin sen taloudellinen suorituskyky ja vakaavuus palautuvat ennalleen. (De Meuse ym. 2004.)

Hillier, Marshall, McColgan ja Werema (2007) tutkivat iso-britannialaisten yritysten taloudellista ja toiminnallista suorituskykyä irtisanomisten ympärillä vuosina 1990–2000. Irtisanomiset johtuivat heikosta suorituskyvystä ja laskevasta osakekurssista. Irtisanomisilmoituksia seurasi merkittävä negatiivinen markkinareaktio. Taloudellinen suorituskyky ei tulosten mukaan parantunut ainakaan välittömästi. Samoin kuin Elayan ym. (1998) ja Chen ym. (2001), Hillier ym. (2007) totesivat irtisanomisten jälkeen työvoiman tuottavuuden ja toimintojen tehostamisen parantuneen ja niihin myös keskityttiin aiempaa enemmän. Tutkijat pitävät irtisanomisia tehokkaana keinona tehostaa ja organisoida huonosti menestyvää yritystä.

Said, Le Louarn ja Tremblay (2007) tarkastelivat yritysten suorituskykyä irtisanomisten jälkeen vertailemalla kahta ryhmää. Tutkimusryhmä sisälsi 239 suurta tuotantoalan yritystä Yhdysvalloista ja Kanadasta, jotka irtisanoivat vähintään 5 prosenttia työntekijöistään aikavälillä 1990–1996. Vertailuryhmä sisälsi 99 yritystä, jotka pitivät työntekijämääränsä vakiona samalla aikavälillä. Kanadalaisten yritysten prosentuaalinen määrä oli molemmissa ryhmissä lähes sama. Tutkimuksen tarkoituksena oli testata työntekijöiden irtisanomisten vaikutusta yrityksen toiminnalliseen ja taloudelliseen suorituskykyyn. Mittareina käytettiin työntekijöiden tuottavuutta ja yrityksen velkaantuneisuusastetta. Toisin kuin Elayanin ym. (1998) ja Chenin ym. (2001) tutkimukset, Saidin ym. (2007) tutkimus todisti, että irtisanoneiden yritysten työvoiman tuottavuus ei muuttunut lyhyellä eikä keskipitkällä aikavälillä. Tosin pitkällä aikavälillä työvoiman tuottavuus oli parantunut molempien ryhmien yrityksissä tilastollisesti merkittävästi.

Said ym. (2007) huomasivat irtisanomisten laajuudella olevan vaikutusta tuloksiin. Eniten irtisanovien yritysten velkaantuneisuusaste heikentyi merkittävästi ja työvoiman tuottavuus ei muuttunut. Tutkimuksen tulokset ovat yhdensuuntaisia De Meuse ym. (2004) kanssa, jotka eivät myöskään todenneet merkittävää parannusta organisaation suorituskyvyssä irtisanomisten jälkeen. Irtisanomisten vaikutusta yrityksen suorituskykyyn ei voida ennustaa ja se on monimutkaisempaa kuin taloudessa on rationaalisesti ajateltu. Tästä syystä johdon pitäisi miettiä tarkkaan ennen huomattavia irtisanomisia. Tällaiset päätökset voivat tuhota organisaation rakenteellisen kyvyn ja vaikuttavat negatiivisesti kestävästä kilpailuedun rakentamiseen. (Said ym. 2007.)

Edellä esiteltyjen tutkimusten perusteella voidaan havaita, että irtisanomisten vaikutus yrityksen suorituskykyyn ei ole selvä, vaan tulokset ovat ristiriitaisia. De Meuse ja Dai (2012) toteavat, että yritysten irtisanomiset vaativat strategisia analyyssejä, tarkkaa suunnittelua ja varovaisuutta toimeenpanoissa. Vaikka tämä kaikki toteutuisi, johto ei saisi odottaa taloudellisia ihmeitä tapahtuvan saman tien. Todennäköisesti yritys ei ole joutunut taloudelliseen ahdinkoon yhdessä yössä, joten yhdessä yössä siitä selviäminen ei myöskään ole mahdollista. Tutkimusten mukaan kestää 2–3 vuotta ennen kuin yritys voi huomata irtisanomisista koituneet hyödyt. Heidän mukaan yrityksen täytyy myös panostaa toimintatapoihinsa irtisanomisten jälkeen, jos ne haluavat saada niistä mahdollisen hyödyn irti.

2.3. Irtisanomisten syyt ja niiden vaikutus markkinareaktioon

On olemassa useita syitä miksi yritykset voivat ilmoittaa irtisanomisista. Irtisanomisia voi ilmaantua, jos yrityksen tuotteiden kysyntä laskee, yrityksen pääoma tai teknologia vaihtuu tai tuotteiden valmistusprosessi vaatii vähemmän työvoimaa. Lisäksi irtisanomiset voivat olla ratkaisu vähentää kustannuksia tai järjestää strategiset voimavarat uudelleen. Irtisanomispäätökset tehdään sen jälkeen, kun yrityksen kirjanpidon tulos ja osaketuotot ovat tehneet alisuorituksen. (Chen ym. 2001.)

Irtisanomiset voidaan jakaa kahteen ryhmään syynsä mukaan. Ne voivat olla reagoivia (*reactive*) tai ennakoivia (*proactive*). Reagoivat irtisanomiset tapahtuvat yrityksen suorituskyvyn laskun tai taloudellisen ahdingon jälkeen. Irtisanomisten avulla yritys yrittää parantaa suorituskykyään ja taloudellista tilannettaan. Ennakoivat irtisanomiset sen sijaan tapahtuvat, kun yritys haluaa uudistaa organisaatiotaan tai tehostaa toimintojaan. Suurin osa yrityksistä on ottanut ennakoivan lähestymistavan irtisanomisiin, jolloin ta-

loudellisesti hyvin voivat yritykset vähentävät työntekijämääräänsä päästäkseen eroon niin sanotuista ”organisaation ylimääräisistä kiloista”. (Datta ym. 2012.)

Palmon ym. (1997) jakoivat tutkimusotoksensa irtisanomisilmoitukset kahteen ryhmään ilmoitetun syyn mukaan. Toinen ryhmä sisälsi yrityksiä, joiden irtisanomisten syinä olivat heikentynyt kysyntä tai laskevat tuotteiden hinnat ja toinen ryhmä yrityksiä, joiden irtisanomisten tarkoituksena oli parantaa kannattavuutta tai tehokkuutta. Tutkimus paljasti heikentyneen kysynnän vuoksi irtisanoneille yrityksille negatiivisia epänormaaleja osaketuottoja. Sen sijaan tehokkuuden parantamiseksi irtisanoneet yritykset kokivat positiivisia epänormaaleja osaketuottoja. Tämä oli ensimmäinen tilastollisesti merkittävä positiivinen markkinareaktio, joka seurasi irtisanomisilmoituksia.

Palmonin ym. (1997) mukaan yrityksen johdon ilmoittamat irtisanomisperusteet ovat tärkeitä, sillä ne selittävät miksi irtisanomisiin päädyttiin, kertovat yrityksen arvoista ja toimivat ennusteina yrityksen tulevaisuuden kannattavuudesta. Tutkijat päättelivät sijoittajien käyttävän irtisanomisen syytä merkkinä, joka auttaa ennustamaan irtisanomisilmoituksen jälkeisen markkina-arvon yritykselle. Tutkijat pohtivat myös, miksi yritykset ilmoittavat irtisanomisten syyksi heikentyneen kysynnän, vaikka markkinat selvästi reagoivat siihen negatiivisesti alentaen yrityksen markkina-arvoa. He päätyivät johtopäätökseen, että yritysjohto haluaa antaa oikeata tietoa yrityksen taloudellisesta tilasta, ettei johdon maine vahingoitu väärän informaation antamisesta.

Elayan ym. (1998) jakoivat irtisanomiset syyn perusteella neljään ryhmään, jotka olivat yrityksen heikentynyt kysyntä, uudelleenjärjestelyt, henkilöstöongelmat ja yksikön lopettaminen. Henkilöstöongelmilla he tarkoittivat lakkoja ja ammatti-yhdistysongelmia. Markkinareaktio oli kaikkien ryhmien osalta negatiivinen, mutta tilastollisesti merkittävä vain heikentyneen kysynnän ja henkilöstöongelmien ryhmien osalta. Myös Chen ym. (2001) jakoivat yritysten irtisanomissyyn neljään ryhmään, jotka olivat kustannussäästöt, heikentynyt kysyntä, heikko tuottavuus ja uudelleenjärjestelyt. Kaikkien ryhmien osalta todettiin negatiivinen markkinareaktio. Uudelleenjärjestelyjen osalta reaktio ei ollut tilastollisesti merkittävä. Negatiivisin reaktio ilmeni, kun irtisanomisten syynä oli heikentynyt kysyntä.

Abraham (2004) jakoi yritykset irtisanomisten syyn mukaan kahteen ryhmään: yritykset, jotka toteuttivat irtisanomisia pakollisena reaktiona (reagoivat) ja yritykset, jotka irtisanoivat ennakoidessaan tarpeen tulevan (ennakoivat). Hän huomasi, että reagoivia irtisanomisia seurasi suurempi negatiivinen markkinareaktio kuin ennakoivia irtisanomisia.

Hahnin ja Reyesin (2004) tuloksista kävi ilmi merkittävä negatiivinen reaktio markkinoilla, kun irtisanomisten syynä oli heikentynyt kysyntä. Kun syynä oli yrityksen uudelleenjärjestely, markkinoilla ilmeni merkittävä positiivinen reaktio irtisanomisilmoituspäivän jälkeisenä aikana. Aikaisemmissa tutkimuksissa uudelleenjärjestelystä johtuvista irtisanomisilmoituksista, ei ollut havaittu juuri mitään reaktiota sijoittajilta. Tutkijat epäilivät eron johtuvan tutkittavasta aikajaksosta. Heidän tutkimusperiodinsa sijoittui talouden nousukaudelle 1995–1999, kun aikaisempien tutkimusten tutkimusperiodit olivat taantuman ajalta. Tutkimus antaa uuden näkökulman irtisanomisilmoituksen vaikutukselle yrityksen osakekurssiin, kun vähennysten syynä on uudelleenjärjestely vahvan talouden ja markkina-aseman aikana.

Yllä käsiteltyjen tutkimusten perusteella voidaan päätellä reagoivien irtisanomisten aiheuttavan negatiivisemmän markkinareaktion kuin ennakoivien. Tulokset ovat hyvin yhdenmukaisia ja kertovat irtisanomisten ilmoitetun syyllä olevan suuri vaikutus markkinareaktioon. Heikentyneen kysynnän vuoksi irtisanovat yritykset kokevat negatiivisemmän markkinareaktion kuin yritykset, jotka tehostavat toimintojaan. Palmon ym. (1997) sekä Hahn ja Reyes (2004) toteavat jopa tilastollisesti merkittävän positiivisen markkinareaktion, kun irtisanomisten syynä on tehokkuuden parantaminen tai uudelleenjärjestelyt.

2.4. Irtisanomisten laajuuden vaikutus markkinareaktioon

Jo Worrel ym. (1991) jakoivat irtisanovat yritykset kolmeen ryhmään sen perusteella, minkä verran työntekijöitä irtisanottiin suhteessa kokonaistyöntekijämäärään. He totesivat merkittävän eron markkinareaktion voimakkuudessa vertaillessaan irtisanomisia, jotka koskivat yli 4,5 prosenttia henkilöstöstä sekä pieniä irtisanomisia, jotka koskivat alle 0,98 prosenttia työntekijöistä. Laajemmat irtisanomiset saivat aikaan negatiivisemmän osakemarkkinareaktion kuin pienet. Pienimmät irtisanomiset saivat itse asiassa aikaan pienen positiivisen reaktion.

Samoin kuin Worrel ym. (1991), Ursel ja Armstrong (1995) totesivat laajempien irtisanomisten aiheuttavan negatiivisemmän markkinareaktion kuin pienemmät irtisanomiset. Heidän mukaan yritysjohtajien täytyy olla varovaisia irtisanomisten suhteen, koska sijoittajien mielestä ne eivät ole positiivisia. Tutkimustulosten perusteella he korostavat, että johdon täytyisi välttää erityisesti laajoja irtisanomisia, koska ne saavat vielä negatiivisemmän vastalauseen.

Myös Elayan ym. (1998) jakoivat yritykset ryhmiin irtisanomisten koon perusteella. Toisen ryhmän yritykset irtisanoivat yli kaksi prosenttia henkilöstöstään ja toisen ryhmän alle kaksi prosenttia. Laajat irtisanomiset saivat aikaan lähes kaksinkertaisen negatiivisen markkinareaktion verrattuna suppeisiin irtisanomisiin. Myöhemmin myös Filbeck ja Webb (2001) huomasivat, että mitä suurempaa osaa yrityksen henkilöstöstä irtisanomiset koskivat, sitä negatiivisemmin markkinoilla reagoitiin. Farber ja Hallock (2009) todistivat saman reaktion tapahtuneen 1970-luvulla, mutta 1980- ja 1990-luvuilla eroa ei enää havaittu.

Yllä esiteltyjen tutkimusten tutkijat ovat huomanneet tutkiessaan irtisanomisilmoitusten vaikutusta yrityksen markkina-arvoon, että irtisanomisten laajuudella on vaikutusta markkinareaktioon. Yhdenmukaisten tulosten mukaan irtisanomiset, jotka koskettavat suurempaa prosenttiosuutta yrityksen henkilöstöstä, aiheuttavat keskimääräisesti voimakkaamman negatiivisen markkinareaktion kuin pienemmät irtisanomiset.

2.5. Yrityksen taloudellisen tilanteen vaikutus markkinareaktioon

Elayanin ym. (1998) mukaan yritykset, jotka kannattavat keskimääräistä paremmin omalla alallaan, saavat irtisanomisilmoituksellaan sijoittajat tarkistamaan odotuksiaan alaspäin. Sen sijaan yritykset, jotka kannattavat keskimääräistä huonommin alallaan saavat irtisanomisilmoituksellaan aikaan hyvin pienen markkinareaktion. Sijoittajat näyttävät olevan tietoisia yritysten vaikeuksista, jolloin irtisanomiset eivät tule yllätyksenä ja niihin ei reagoida. Yritysten markkina-arvo ennen irtisanomisilmoitusta näyttää olevan jo valmiiksi laskussa, mikä viittaa siihen, että irtisanomisilmoitukset seuraavat yrityksen alentunutta suorituskykyä tai kannattamattomuutta.

Iqbalin ja Shettyyn (1995) mukaan sijoittajien mielestä irtisanomiset ovat tavallisesti epäsuotuisia tapahtumia. Heidän tulokset koko otoksesta osoittavat, että osakkeenomistajat reagoivat negatiivisesti irtisanomisiin. Tarkempi analyysi osoittaa, että sijoittajien reaktio irtisanomisiin on riippuvainen yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Tutkijat huomasivat, että osaketuotot vakavaraisille yrityksille ovat negatiivisempia kuin osaketuotot taloudellisesti heikoille yrityksille. Tämä viittaa potentiaalisen hyödyn hypoteesiin. Tutkijoiden mukaan negatiivisemmat osaketuotot taloudellisesti kannattaville yrityksille osoittavat, että sijoittajien mielestä irtisanomisten mahdolliset hyödyt ovat epätodennäköisempiä, kun yritykset ovat jo taloudellisesti hyvinvoivia.

Wertheimin ja Robinsonin (2000) tutkimuksen tarkoituksena oli tarjota vaihtoehtoinen tulkinta irtisanovien yritysten taloudellisen tilan vaikutuksesta yrityksen markkina-arvoon. Tutkimusotos sisälsi 604 irtisanomisilmoitusta Yhdysvalloista vuosilta 1987–1994. Sen sijaan, että taloudellisen ahdingon ja potentiaalisen hyödyn -hypoteesit olisivat toisensa poissulkevia ja kilpailevia, tämä tutkimus yhdistää ne. Yritykset jaettiin tutkimuksessa kahteen ryhmään sen mukaan, reagoivatko osakemarkkinat irtisanomisilmoitukseen negatiivisesti vai positiivisesti. Tutkittaessa negatiivisia reaktioita, taloudellisesti heikot yritykset kokivat huomattavasti negatiivisemmän reaktion kuin taloudellisesti vahvat yritykset. Myös positiivinen reaktio oli taloudellisesti heikoilla yrityksillä vahvempi. Tämä tutkimus tarjoaa näkökulman, että yrityksen taloudellisella tilalla on vaikutus irtisanomisten jälkeiseen markkinareaktioon. Taloudellinen ahdinko ja potentiaalinen hyöty irtisanomisten taustalla eivät tulosten mukaan ole poissulkevia vaan selittävät rinnakkaisia vaikutuksia osake-markkinareaktioon.

Tutkimusten mukaan yrityksen taloudellisella tilalla on vaikutus irtisanomisten jälkeiseen markkinareaktioon. Yllä esiteltyjen tulosten mukaan taloudellisesti kannattavat yritykset kokevat negatiivisemmän markkinareaktion kuin taloudellisessa ahdingossa olevat. Markkinat eivät usko kannattavien yritysten hyötyvän irtisanomisista yhtä paljon kuin kannattamattomat yritykset. Wertheim ja Robinson (2000) havaitsivat myös positiivisten reaktioiden olevan vahvempia kannattamattomille yrityksille.

2.6. Muiden tekijöiden vaikutus irtisanomisia seuraavaan markkinareaktioon

Worrel ym. (1991), Lee (1997) sekä Elayan ym. (1998) totesivat kaikki pysyvien irtisanomisten aiheuttavan suuremman negatiivisen reaktion osakemarkkinoilla kuin tilapäiset irtisanomiset. Lomautukset aiheuttivat jopa pienen positiivisen reaktion, joka ei kuitenkaan ollut tilastollisesti merkittävä. Myös Farber ja Hallock (2009) totesivat saman vaikutuksen. Heidän mukaan pysyvät irtisanomiset sisältävät enemmän informaatiota yrityksen tulevaisuudesta pitkällä aikavälillä kuin lomautukset, jolloin sijoittajat reagoivat niihin voimakkaammin.

Ursel ja Armstrong (1995) huomasivat kanadalaista aineistoa käyttäessään, että markkinoiden reaktio yrityksen ensimmäiseen irtisanomisilmoitukseen oli negatiivisempi kuin myöhempisiin irtisanomisiin. Saman totesivat Elayan ym. (1998) Yhdysvalloissa huomatessaan, että aikaisemmin irtisanoneet yritykset eivät aiheuta niin suurta markkinareaktiota kuin ensimmäistä kertaa irtisanovat yritykset, sillä näissä irtisanomiset voivat olla

ennakoitavissa eivätkä tule yllätyksenä. Lisäksi Lee (1997) huomasi, että Yhdysvaltojen markkinoilla saman toimialan ensimmäinen irtisanomisilmoitus aiheutti merkittävästi negatiivisemmän markkinareaktion kuin sitä seuraavat ilmoitukset samalla toimialalla.

Cagle, Sen ja Pawlukiewicz (2009) tutkivat toimialan vaikutusta irtisanomisilmoitusten aiheuttamaan osakemarkkinareaktioon. He selvittivät toimialan sisäisiä eroja vertaamalla yhdysvaltalaisen pankkien ja muiden rahoitusalan yritysten irtisanomisilmoitusten vaikutuksia niiden markkina-arvoihin. Tutkimusotos sisälsi 79 irtisanomisilmoitusta vuosilta 1994–2003. Tulokset viittaavat huomattaviin eroavaisuuksiin irtisanomisten markkinareaktioissa rahoitusalan sisällä. Pankkien irtisanomiset saivat aikaan pienen positiivisen markkinareaktion ja niiden irtisanomisilmoitukset johtavat yleisesti myönteisempään markkinareaktioon kuin muiden rahoitusalan yritysten, sillä esimerkiksi arvopapereita välittävät yritykset kokivat negatiivisen markkinareaktion. Tutkijat perustelevat tuloksia sillä, että pankkien toiminta on avoimempaa, koska niiden ulkopuolinen sääntely on tarkkaa. Markkinat pitävät avointa toimintaa positiivisena ja tämä vaikuttaa myös siihen, että ilmoitukset eivät tule niin yllätyksinä.

Elayan ym. (1998) markkinoiden reaktio irtisanomisilmoituksiin riippuu merkittävästi yrityksen toimialasta. Yritykset, jotka ovat palvelusuuntaisella alalla ja enemmän riippuvaisia inhimillisestä pääomasta, ovat herkempiä henkilöstömuutoksille ja irtisanomisten vaikutus niihin on haitallisempi kuin yrityksiin, jotka ovat enemmän riippuvaisia fyysisestä pääomasta.

Pouder, Hindman ja Cantrell (2004) tutkivat sijoittajien reaktioita ammattiliittoon kuuluvien sekä -liittoon kuulumattomien työntekijöiden irtisanomisilmoituksiin. Tutkimusperiodi oli 1989–1996 ja irtisanomisilmoituksia löytyi 233 kuljetus- ja tuotantoalanyrityksistä Yhdysvalloissa. Tulokset osoittivat negatiivisen markkinareaktion, kun liittoon kuulumattomia työntekijöitä irtisanotaan. Kun liittoon kuuluvia työntekijöitä irtisanottiin, markkinat reagoivat sitä vastoin positiivisesti. Abraham (2006) laajensi Pouderin ym. (2004) tutkimusta ottamalla tutkimusotteeseen 135 irtisanomisilmoitusta kaikilta toimialoilta vuosilta 1993–1994. Hän toteaa saman selvästi negatiivisemmän markkinareaktion, kun ei-liittoon kuuluvia työntekijöitä irtisanotaan. Hänkin huomaa irtisanomisilmoitusta ympäröivien kahden päivän aikana positiivisen reaktion kun irtisanotut työntekijät ovat liittoon kuuluvia. Sijoittajat mieltävät ammattiliitot monopolistisina ja negatiivisesti yrityksen tehokkuuteen vaikuttavina ja siksi reagoivat positiivisesti, kun liittoon kuuluvia työntekijöitä irtisanotaan.

Filbeck ja Webb (2001) huomasivat, että pienempien yritysten irtisanomisilmoitukset saavat aikaan vahvemman negatiivisen markkinareaktion. He havaitsivat, että sijoittajat reagoivat näin ilman tahallisia aikomuksia. Tätä he perustelevat sillä, että pienemmistä yrityksistä on saatavilla vähemmän informaatiota, joten markkinat eivät osaa ennakoida irtisanomisilmoituksia ja pitävät niitä informatiivisempina kuin suurten yritysten ilmoituksia. Wertheim ja Robinson (2004) sen sijaan havaitsivat pienempien yritysten irtisanomisilmoituksia kohtaan vahvemman osakemarkkina-reaktion oli se sitten negatiivinen tai positiivinen.

Flanagan ja O'Shaughnessyn (2005) tutkivat irtisanomisten vaikutusta yrityksen maineeseen. Heidän mukaan yrityksen maine on sen tärkein strateginen resurssi. Tulosten mukaan irtisanomisilla on merkittävä negatiivinen vaikutus yrityksen maineeseen ja lisäksi tämä vaikutus on huomattavasti negatiivisempi uusilla yrityksillä kuin vanhoilla. Vaikutus on lisäksi negatiivisempi pienillä yrityksillä kuin suurilla.

Myös Goins ja Gruca (2008) tutkivat irtisanomisten vaikutusta yrityksen maineeseen. He käyttivät yrityksen maineen mittarina yrityksen arvon kehitystä eli osakekurssia. He tarkastelivat yhdysvaltalaisia öljy- ja kaasualan yrityksiä vuosina 1989–1996. Tulokset osoittavat, että irtisanomisten vaikutus maineeseen leviää irtisanovan yrityksen lisäksi muihin saman toimialan yrityksiin. Markkinat reagoivat samansuuntaisesti irtisanomisilmoituksiin, eli jos irtisanovaan yritykseen suhtaudutaan negatiivisesti, leviää sama negatiivinen suhtautuminen yrityksiin, jotka eivät irtisano. Mitä yleisempiä irtisanomiset ovat samalla alalla, sitä suurempi tämä samansuuntainen vaikutus on. Goins ja Gruca (2008) toteavatkin, että yritysjohton on hyvä olla tietoinen kilpailijan tekemisistä, sillä se saattaa vaikuttaa myös oman yrityksen maineeseen sekä osakekurssiin.

Käsitellyissä tutkimuksissa on huomioitu erilaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat irtisanomisten aiheuttamaan markkinareaktioon. Tutkimusten tulosten perusteella voidaan havaita useiden eri piirteiden vaikuttavan irtisanomisten jälkeisen markkinareaktion suuntaan ja vahvuuteen. Seuraaville sivuille on kerätty yhteenveto aikaisemmista tutkimuksista ja niiden havainnoista.

Taulukko 1. Yhteenveto aikaisemmista tutkimuksista ja niiden tuloksista.

Tutkijat ja julkaisuvuosi	Tutkittava periodi	Tutkittavamarkkina	Otoskoko	Tutkimuksen keskeisimmät tulokset
Gunderson, Verma & Verma, 1997	1982-1989	Kanada	214	Negatiivinen markkinareaktio joka ilmaantuu kokonaan irtisanomisilmoituspäivänä
Ursel & Armstrong-Stassen, 1995	1989-1992	Kanada	137	Keskimääräisesti negatiivinen reaktio, laajat irtisanomiset aiheuttavat negatiivisemmän reaktion kuin suppemmat
McKnight, Lowrie & Coles, 2002	1980-1984, 1990-1995	Iso-Britannia	88 & 147	Negatiivisempi markkinareaktio 1990-luvulla kuin 1980-luvulla. Iso-Britanniassa negatiivisempi reaktio kuin Yhdysvalloissa saman aikajakson havainnot
Lee, 1997	1990-1994	Japani & Yhdysvallat	73	Yhdysvalloissa negatiivisempi reaktio kuin Japanissa
Worrel, Davidson & Sharma, 1991	1979-1987	Yhdysvallat	194	Merkittävä negatiivinen markkinareaktio, laajempia irtisanomisia seuraa negatiivisempi reaktio kuin pienempiä irtisanomisia
Iqbal & Shetty, 1995	1986-1989	Yhdysvallat	197	Negatiivinen reaktio, markkinareaktio on negatiivisempi vakavaraisille yrityksille kuin taloudellisesti heikoille yrityksille
Palmon, Sun & Tang, 1997	1982-1990	Yhdysvallat	140	Negatiivinen kun syynä heikentynyt kysyntä, positiivinen kun syynä tehokkuuden parantaminen
Elayan, Swales, Maris & Scott, 1998	1979-1991	Yhdysvallat	646	Negatiivinen markkinareaktio, kannattavammat yritykset kokevat negatiivisemmän reaktion kuin jo valmiiksi heikosti kannattavat
Filbeck & Webb, 2001	1990-1997	Yhdysvallat	366	Tilastollisesti merkittävä negatiivinen markkinareaktio

Chen, Mehrotra, Sivakumar & Yu, 2001	1990-1995	Yhdysvallat	349	Negatiivinen markkinareaktio
Abraham, 2004	1993-1994	Yhdysvallat	154	Negatiivinen markkinareaktio
Hahn & Reyes, 2004	1995-1999	Yhdysvallat	78	Positiivinen markkinareaktio, kun irtisanomisten syynä organisaation uudelleenjärjestely
Farber & Hallock, 2009	1970-1999	Yhdysvallat	4273	Markkinareaktio muuttunut ajanmyötä vähemmän negatiiviseksi, jopa positiivisia havaintoja
De Meuse, Bergmann, Vanderheiden & Roraff, 2004	1987-1998	Yhdysvallat	-	Yrityksen irtisanoessa, kestää vuosia ennen kuin sen taloudellinen suorituskyky ja vakavaraisuus palautuvat ennalleen
Hillier, Marshall, McColgan & Werema, 2007	1990-2000	Iso-Britannia	-	Irtisanomisilmoituksia seurasi merkittävä negatiivinen markkinareaktio ja taloudellinen suorituskyky ei parantunut ainakaan välittömästi
Said, Le Louarn & Tremblay, 2007	1990-1996	Yhdysvallat ja Kanada	239	Irtisanoneiden yritysten työvoiman tuottavuus ei muuttunut lyhyellä eikä keskipitkällä aikavälillä
Wertheim & Robinson, 2000	1987-1994	Yhdysvallat	604	Taloudellisesti heikommin kannattavat yritykset kokevat negatiivisemmat ja positiivisemmat markkinareaktiot kuin taloudellisesti vahvat yritykset
Cagle, Sen & Pawlukiewicz, 2009	1994-2003	Yhdysvallat	79	Pankkien irtisanomisilmoitukset saivat aikaan pienen positiivisen markkinareaktion ja myönteisemmän reaktion kuin muiden rahoitusalan yritysten irtisanomiset

Pouder, Hindman & Cantrell, 2004	1989-1996	Yhdysvallat	233	Negatiivinen markkinareaktio kun liittoon kuulumattomia työntekijöitä irtisanotaan, positiivinen reaktio kun liittoon kuuluvia työntekijöitä irtisanotaan
Abraham, 2006	1993-1994	Yhdysvallat	135	Negatiivisempi reaktio kun liittoon kuulumattomia työntekijöitä irtisanotaan kuin jos liittoon kuuluvia irtisanotaan
Wertheim & Robinson, 2004	1987-1994	Yhdysvallat	604	Pienempien yritysten irtisanomiset aiheuttavat vahvemman markkina-reaktion, oli se negatiivinen tai positiivinen
Goins & Gruca, 2008	1989-1996	Yhdysvallat	-	Irtisanomisten aiheuttama markkina-reaktio leviää yleisesti yrityksen ja saman alan muiden yritysten maineeseen

3. IRTISANOMISILMOITUKSET JA YT-NEUVOTTELUT

Vaikka irtisanomiset eivät ole uusi asia, niin vasta 1980-luvun talouden alamäessä alettiin kokea suuren tason irtisanomisia muista kuin työsuoritukseen perustuvista syistä. Tätä ennen suuria vähennyksiä oli nähty talouden laskusuhdanteissa väliaikaisina ratkaisuuina. Nykyään yritysten tapana on vähentää työntekijöitä pysyvästi. Radikaalit organisaatiomuutokset on otettu käyttöön johtuen usein kansainvälisestä kilpailusta ja yritysten halusta pienentää henkilöstökuluja. Tästä syystä yksiköiden lakkauttamisista ja massairtisanomisista on kehittynyt tärkeä ase yritysten ylimmälle johdolle parantaa yrityksen tehokkuutta ja suorituskykyä. (Datta ym. 2012.)

Yritysjohdon pitää analysoida irtisanomisten hyödyt ja haitat ja miettiä pitkällä aikavälillä yrityksen tavoitteita ja strategiaa. Tärkeimpänä asiana johdon pitäisi pohtia, jos vähennetään niin millä tavalla ja mistä. Irtisanomiset eivät johda yksinkertaisesti tilanteeseen ”tehdään enemmän vähemmällä”. Niillä luodaan joustavuutta, uudistuksia ja avoimuutta sekä parannetaan kommunikaatiota ja päätöksentekoa. Sen sijaan, että irtisanomisten päämääränä olisi olla pienempi, kilpailukykyisempi ja tehokkaampi tänään, yrityksen pitäisi tähdätä kilpailemaan markkinoilla huomenna. (De Meuse & Dai 2012.)

Esimerkiksi Yhdysvalloissa on irtisanottu miljoonia, ja etenkin rahoituskriisiä seurannut viimeisin lama aiheutti ennätyksellisen irtisanomisaallon. Yhdysvaltojen työvoimaviraston tilastojen mukaan pelkästään vuonna 2009 tapahtui 28 000 massairtisanomista, jotka johtivat yli 2,7 miljoonan työpaikan menetykseen. (Datta ym. 2012.)

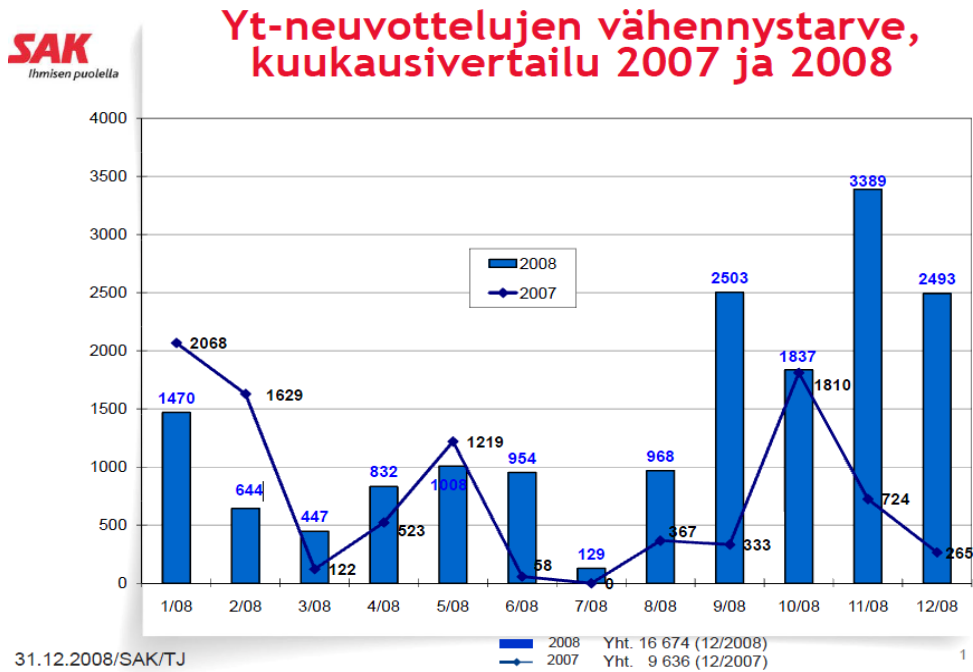
3.1. Suomalainen yhteiskunta ja irtisanomiset

Suomalainen yhteiskunta on käynyt läpi voimakkaan yhteiskunnallisen sekä taloudellisen muutoksen viimeisen sadan vuoden aikana. Maatalousvaltaisesta yhteisöstä on tullut globaalissa liiketoimintaympäristössä toimiva moderni valtio. (Takala 2004: 218.) Markkinoiden haasteiden ja kansainvälisen kilpailun seurauksena yt-neuvottelut Suomessa alkoivat lisääntyä merkittävästi vuonna 2001. Usein henkilöstön vähentäminen viittaa kustannusten karsimiseen ja tehokkuuden parantamiseen. Muuttuvan kilpailutilanteen johdosta 2000-luvulla yhteistoimintaneuvotteluja on käyty lähes jokaisella toimialalla ja monissa yrityksissä henkilöstön vähentämiskierroksia on käyty useita. (Kairinen ym. 2005: 7; Puntari & Roos 2007: 24).

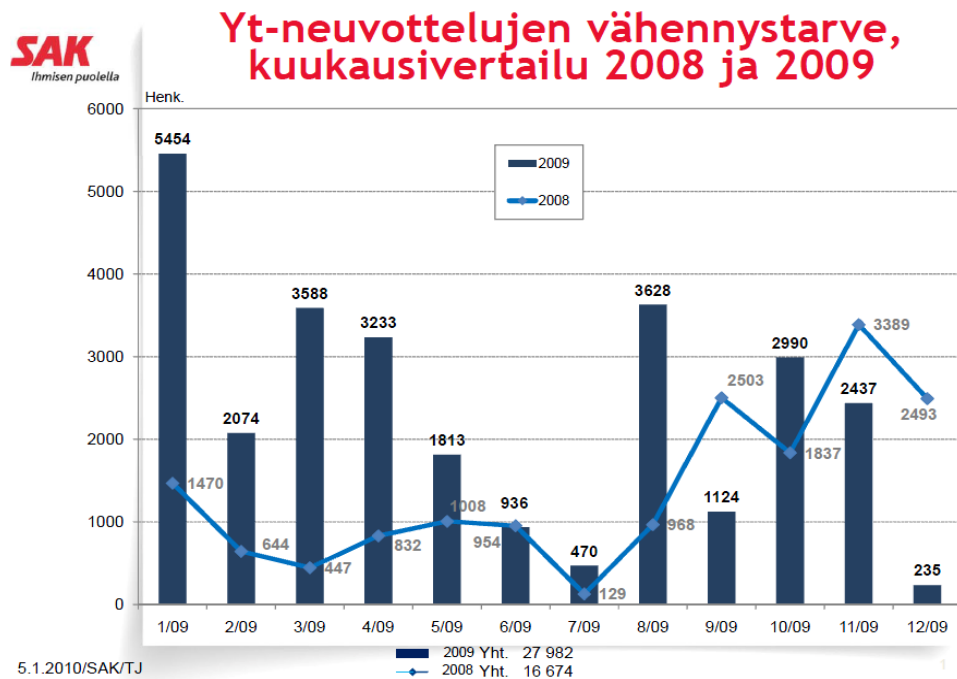
Viime vuosina yt-neuvotteluista, irtisanomisilmoituksista ja lomautuksista on tullut arkipäivää suomalaisissa tiedotusvälineissä. Lehdissä uutisoidaan lähes viikoittain alkavista yritysten yt-neuvotteluista, tai jos ei suoraan niin esimerkiksi Kauppalehden viimeaikaiset otsikot tulosvaroituksista, tulevasta konkurssiaallosta, sekä tuotannon supistamisesta voidaan ajatella johtavan henkilöstön vähentämiseen.

Vuonna 2008 Yhdysvaltojen rahoituskriisistä alkanut taantuma sai aikaan maailmanlaajuisen irtisanomiskierteen, joka on vaikuttanut myös Suomessa yritysten henkilöstömäärien vähentämiseen. Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö SAK:n (2011) mukaan, vuonna 2007 irtisanottiin 4373 henkilöä, joka oli puolet enemmän kuin edellisvuonna. Seuraavana vuonna talouskasvun käännyttyä laskuun, oli varsinaisten irtisanottujen määrä yli puolet enemmän eli 9521. Vasta vuonna 2009 näkyi talouskriisin todellinen vaikutus irtisanottujen määrässä, sillä 19658 henkilöä menetti työpaikkansa.

Varsinaisten irtisanottujen määrä ei kuitenkaan vastaa lukuja, joita yritykset alun perin yt-neuvottelujen alkaessa olivat ilmoittaneet vähennystarpeekseen. Kuviossa 1 on vertailtu 2007 ja 2008 välisiä kuukausittaisia vähennystarpeen eroja ja kuviossa 2, 2008 ja 2009 välisiä eroja luvuissa. Kuviossa 1 nähdään, että vuoden 2008 pylväät osoittavat lähes kaksinkertaisen työntekijöiden vähennystarpeen verrattuna vuoteen 2007. Kuviossa 2 nähdään 2009 vuoden vähennystarve, joka on seurausta taantumasta. Irtisanottujen työntekijöiden määrä vuosina 2007–2009 on ollut 47,09–70,25 % irtisanomistarpeesta.



Kuvio 1. Henkilöstön vähennystarve yt-neuvotteluissa vuosina 2007 ja 2008 (SAK 2011).

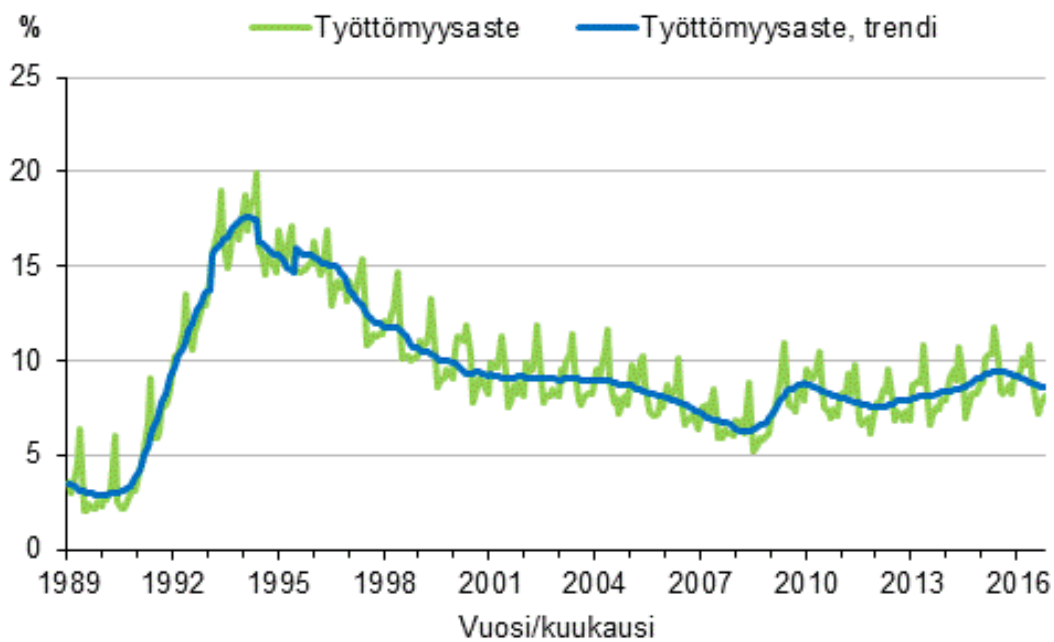


Kuvio 2. Henkilöstön vähennystarve yt-neuvotteluissa vuosina 2008 ja 2009 (SAK 2011).

Irtisanomisten lisäksi myös lomautuksia tehtiin SAK:n mukaan ennätysmäärä. Ennen uusinta taantumaa oli päästy siihen tilanteeseen, ettei lomautuksia tarvittu yrityksissä ollenkaan. Vuonna 2008 jouduttiin kuitenkin lomauttamaan 30681 henkilöä ja 2009

117376 henkilöä joutui lomautuksen alaiseksi. Lomauttamisella tarkoitetaan työnantajan päätöksestä tehtävää sopimusta työnteon ja palkanmaksun keskeyttämisestä määräajaksi tai toistaiseksi työsuhteen muutoin pysyessä voimassa (Työsopimuslaki 5: 1§).

Suomessa vuodesta 1994 asti työttömyysaste on laskenut tasaisesti vuoteen 2009 asti, jolloin se lähti uudelleen nousuun. Työttömyysaste oli 6,1 prosenttia vuonna 2008. Tilastokeskuksesta saadusta kuviosta 3 voidaan huomata nousu vuoden 2009 kohdalla. Taantumana aikana työttömyys kasvaa myös, koska työpaikkoja on vaikea löytää eikä vain siksi, että erityisen paljon ihmisiä irtisanotaan (Hall 2005). Kuviosta 3 huomataan, että työttömyysaste lähti laskuun vuoden 2010 aikana, mutta vuonna 2012 kääntyi taas nousuun. Vuoden 2016 aikana työttömyysaste on laskenut, mutta edelleen ollaan korkeammalla tasolla, kuin vuonna 2008.



Kuvio 3. Työttömyysasteen kuvaaja Suomessa 1/1989–10/2016 (Tilastokeskus 2016).

3.2. Suomalainen yhteistoimintamenettely

Yhteistoiminta yrityksissä tarkoittaa yrityksen ja sen henkilöstön vuorovaikutuksellisia menettelyjä, jotka perustuvat henkilöstölle oikea-aikaisesti annettuihin riittäviin tietoi-

hin yrityksen tilasta ja sen suunnitelmista. Tavoitteena on yhdessä kehittää yrityksen toimintaa ja työntekijöiden mahdollisuuksia vaikuttaa heitä koskeviin päätöksiin, kuten esimerkiksi työoloihin ja asemaan yrityksessä. Neuvottelujen pitäisi myös tiivistää työnantajan, henkilöstön ja työvoimaviranomaisten yhteistyötä koskien työntekijöiden työllistymistä myös yrityksen toimintamuutosten yhteydessä. (Laki yhteistoiminnasta yrityksissä 1§.) Yhteistoimintaneuvottelut eivät siis ole yhtä kuin irtisanomisneuvottelut, vaan sanan merkitys on paljon laaja-alaisempi.

Yt-neuvottelut ja irtisanomiset ovat poikkeustilanteita, joissa yrityksen johtamiskulttuuri tulee esille. Luottamukseen perustuva hyvin toimiva yhteistoimintaneuvottelukunta voisi olla molemmin puolin hyvä yhteistoiminnan oppimisen paikka. Tavallisessa yrityksen arjessa käsiteltävät asiat eivät yleensä ole niin paljon tunteita nostattavia kuin irtisanomisiin johtavissa yt-neuvottelutilanteissa. Irtisanomisiin johtavat yt-neuvottelut eivät ole yrityksen arkipäivää tai perustehtävää. Yrityksen täytyy panostaa yhteistoimintaan jatkuvasti, jotta kriittisellä hetkellä osataan toimia, minimoida vahingot ja varmistaa sekä yksilöiden että työyhteisön tulevaisuus. (Puntari & Roos 2007: 138.)

Työnantaja saa irtisanoa työsopimuksen taloudellisista, tuotannollisista tai työnantajan toiminnan uudelleenjärjestelyistä johtuvista syistä, jos työ on näiden johdosta vähentynyt olennaisesti ja pysyvästi. Työsopimusta ei kuitenkaan saa irtisanoa, jos työntekijä on sijoitettavissa tai koulutettavissa toisiin tehtäviin. (Työsopimuslaki 3§.)

Yrityksessä, jonka työsuhteessa olevien työntekijöiden määrä säännöllisesti on vähintään 20, on työnantajan annettava kirjallinen neuvotteluesitys yhteistoimintaneuvottelujen käynnistämisestä viimeistään viisi päivää ennen neuvottelujen aloittamista. Esityksen pitää sisältää ainakin alkamisaika ja -paikka sekä käsiteltävät asiat pääkohdittain. Taloudellisilla tai tuotannollisilla perusteilla harkitessaan vähintään kymmenen työntekijän irtisanomista, lomauttamista yli 90 päiväksi tai osa-aikaistamista työnantajan on annettava työntekijöiden edustajille kirjallisesti käytettävissään olevat tiedot aiottujen toimenpiteiden perusteista, alustava arvio irtisanomisten, lomauttamisten ja osa-aikaistamisten määrästä, selvitys periaatteista, joiden mukaan kohteeksi joutuvat työntekijät määräytyvät sekä arvio ajasta jonka kuluessa asiat pannaan toimeen. (Laki yhteistoiminnasta yrityksissä 2§, 45§ & 47§.)

Jos työnantajan harkitsemat irtisanomiset tai muut työn vähentämiset kohdistuvat alle kymmeneen työntekijään, työnantajan katsotaan täyttäneen neuvotteluelvoitteensa, kun neuvotteluja on käyty 14 päivän aikana niiden alkamisesta, jollei neuvotteluissa toisin sovita. Jos työnantajan harkitsemat irtisanomiset koskevat vähintään kymmentä työntekijää,

kijää, työnantajan velvoitteena on käydä neuvotteluja kuuden viikon ajanjaksona niiden alkamisesta, jollei toisin sovita. Täytettyään neuvottelovelvoitteensa, on työnantajan esitettävä kohtuullisen ajan kuluessa henkilöstöryhmien edustajille selvitys harkittavista päätöksistä. Selvityksestä pitää ainakin käydä ilmi irtisanottavien ja osa-aikaistettavien määrät henkilöstöryhmittäin, lomautusten kestoajat sekä aika, jonka kuluessa päätökset aiotaan panna toimeen. (Laki yhteistoiminnasta yrityksissä 51§ & 53§.)

3.3. Yrityksen yhteiskuntavastuu

2000-luvun kasvavana ja kuumana teemana on ollut yrityksen yhteiskuntavastuu eli eettisesti kestävämpi liiketoiminta. Kansalaiset vaativat yrityksiltä vastuullista käyttäytymistä, mutta yritysten saattaa olla vaikea toteuttaa sitä kovassa kilpailun ja markkinapaineiden alaisuudessa. Yritysten on hankala integroitua tiukemmin yhteiskuntaan, koska samanaikaisesti kansainvälinen markkinatalous pakottaa yritykset toimimaan rationaalisesti eli ajaa toiminnan sinne, missä yrityksen tuotto-kustannussuhde on tehokkain. (Takala 2004: 213.)

Yrityksen yhteiskunnallisella vastuulla tarkoitetaan, että yrityksen pitäisi kantaa vastuuta ympäristöstään tai ainakin lähiyhteisöstään. Vaatimuksen esittäjiä ovat yritysten eri sidosryhmät, jotka ovat organisaatioon liittyviä ryhmiä, joilla on oma panoksensa organisaatioon ja asettavat myös omat vaateensa organisaatiolle. Usein kansainvälisten suuryritysten johtohenkilöiden linjaukset pohjautuvat osakkeiden tuotto-odotuksiin ja voimakkaaseen voiton tavoitteluun, mikä saattaa johtaa päätösten eettisyyden ja siten myös vastuullisuuden sivuuttamiseen. (Takala 2004: 212–214.)

Suomessa on tapahtunut viimeisen parin vuosikymmenen aikana valtaisa muutos, kun siirtyminen angloamerikkalaiseen omistajakeskeiseen ajatteluun on tapahtunut. Omistajat ovat aktivoituneet toimimaan lisäksi yritysten hallituksissa. Vuonna 2002 suomalaiset suuryritykset jakoivat ennätysmäärän osinkoja. Omistajakeskeinen ajattelu on syrjäyttämässä perinteistä pohjoismaista sidosryhmävastuulle perustuvaa toimintalogiikkaa. (Takala 2004: 215.)

Yrityksen yhteiskunnallinen vastuu on yrityksille positiivinen asia modernissa kansainvälisessä 2000-luvun maailmassa. Harjoittamalla sosiaalista vastuuta yritys pystyy oikeuttamaan toimintaansa ympäröivän yhteiskunnan silmissä ja saa kilpailuetua sellaisiin yrityksiin verrattuna, jotka eivät syystä tai toisesta halua toteuttaa yhteiskunnallisesti

vastuullista toimintaa. Yritys haluaa harjoittaa kilpailullista toimintaa eli tuottaa voittoa, mutta samalla osallistua aktiivisesti yhteiskunnan kehittämiseen. Yrityksen johto ei siis huomioi vain omistajien intressejä, vaan ottaa huomioon myös työntekijöiden, asiakkaiden ja tuottajien edut aina kun vain mahdollista. (Takala 2000.)

Imagokysymykset ovat tulleet yrityksille yhä tärkeämmäksi, sillä maineen tahraantuminen on suuri uhka liiketoiminnalle. Tietotekniikan kehittyttyä tiedot yhteiskunnallisesti vastuuttomasta toiminnasta leviävät nopeasti ympäri maailmaa. Vastuuton käytös voi johtaa pörssikurssien ankaraan laskuun. Vastuulliset yritykset osaavat ennakoida mahdolliset uhkatekijät ja muuttaa ne positiivisiksi mahdollisuuksiksi. Takala (2004: 215, 219) toteaa: ”Sosiaalisen vastuun toteuttaminen ei saa olla brändin kiillottamista, vaan sen tulee olla aitoa vastuunottoa, jossa oman edun uhraaminenkin on mahdollista”. Laajat irtisanomiset voidaan nähdä vastuuttomana käytöksenä.

Yrityksiltä vaaditaan suurempaa roolia yhteiskunnallisten asioiden hoidossa kuin aikaisemmin. Vielä 1990-luvun alkupuolella esimerkiksi työttömyys nähtiin hallituksen politiikan epäonnistumisena. Nykyään protestit kohdistuvat entistä useammin suuryrityksiin. Vastuu työllisyydestä vaikuttaakin olevan yritysten tehtävänä eikä niinkään poliitisten päättäjien. Yrityksiin kohdistuu yhä enemmän kritiikkiä, jossa kyseenalaistetaan niiden moraalialia tai vastuuta. Julkisessa keskustelussa yritysten voitontavoitteluun tähtäävä toiminta nähdään helposti moraalittomana. (Malmelin & Vaarla 2005: 13.)

3.4. Kansainvälisiä eroja työvoimapolitiikassa

Suomalainen yhteistoimintaneuvottelukäytäntö eroaa suuresti muiden maiden henkilöstöprosesseista. Suurin osa tutkielman aihetta koskevasta aikaisemmasta tutkimuksesta on tehty Yhdysvalloissa, jossa ei ole käytössä samanlaista yhteistoimintaa. Yhdysvaltojen työoikeuden (29 *United States Code*) 23. luku käsittelee WARN -toimintaa (*Worker Adjustment and Retraining Notification*). WARN-toiminnan mukaan työnantajan pitää ilmoittaa työntekijöille kirjallisesti toimipisteen lakkauttamisesta tai irtisanomisista 60 päivää ennen niiden toteuttamista (29 USC § 2101–2102).

WARN:n piiriin kuuluvat *suuret työnantajat, laajat irtisanomiset sekä pysyvät irtisanomiset*. WARN:n mukaan suuri työnantaja on sellainen yritys, jossa on töissä kokopäiväisesti yli sata henkilöä. Laajan irtisanomisen käsite kattaa irtisanomiset, jotka koskevat vähintään 33 prosenttia kokopäiväisistä työntekijöistä ja vähintään 50 työntekijää *tai*

yli 500 työntekijää. Pysyvä irtisanominen määritellään yli kuusi kuukautta kestäväenä irtisanomisena. (29 USC § 2101–2102.)

Menettely on ilmoitusluonteinen eikä siihen sisälly neuvotteluja työnantajan ja työntekijöiden välillä. WARN:n tarkoituksena on luoda suojaa työntekijöille, heidän perheilleen ja yhteisöille. Etukäteen irtisanomisista ilmoittaminen tuo työntekijöille ja heidän perheilleen aikaa sopeutua muutokseen, etsiä uutta työtä ja jos välttämätöntä, osallistua koulutukseen, joka parantaa heidän tulevaa työllistävyyttään. (20 CFR § 639.1.) Seuraavaksi käsitellään muita eroavaisuuksia yhdysvaltalaisessa ja eurooppalaisessa työvoimapolitiikassa.

Leen (1997) mukaan henkilöstön supistaminen ja irtisanomiset ovat tärkeä mekanismi yhdysvaltalaisille yrityksille sopeutua niiden strategiseen ja taloudelliseen ympäristöön. Gunderson, Verma ja Verma (1997) toteavat myös, että Yhdysvalloissa ja Kanadassa työvoiman vähentäminen on yleinen tapa sopeutua toisin kuin Länsi-Euroopassa ja Japanissa, missä lukuisia määriä institutionaalisia ja oikeudellisia rajoitteita vähentää sen käyttöä. Lee (1997) jatkaa, että japanilainen perinne elinikäisestä työnantajasta rajoittaa yrityksiä suorittamasta irtisanomisista strategisina päätöksinä. Siellä irtisanomiset viittaavat yleensä yrityksen taloudellisiin vaikeuksiin.

Henriot (2010) tarkastelee viimeisimmän taantumän vaikutuksia työvoimaan vertaamalla sopeutumisen keinoja Yhdysvalloissa sekä Euroopassa. Laaja toiminnan supistaminen rahoituskriisin aikaansaaneen taantumän aikana, johti yhdysvaltalaiset ja eurooppalaiset yritykset toimimaan liiallisen henkilöstön kanssa. Tavot järjestää työvoima kriisin aikana ovat olleet hyvin erilaisia eri maiden välillä.

Kova taantuma iski lähes kaikkiin kansantalouksiin vuoden 2008 lopulla. Tämä vaikutti tietenkin myös työmarkkinoihin. Työvoiman järjestelyjen voimakkuus vaihteli merkittävästi eri maiden välillä. Yhdysvaltalaisissa yrityksissä järjestelyt aloitettiin heti toiminnan supistamiseksi, ja laskukauden aikana tuottavuus henkilöä kohden pysyi lähes samana. Sen sijaan Euroopassa työn tuottavuus alkoi sopeutua vasta 2009 alussa, lähes vuosi taantumän alkamisen jälkeen. Työntekijöiden määrä on myös sopeutunut pitemmällä aikavälillä verrattuna Yhdysvaltoihin. Vuoden 2009 lopulla, kun palautuminen taantumasta alkoi, Yhdysvalloissa työn tuottavuus on noussut voimakkaasti. Euroalueella tuottavuuden lasku on myös hiipunut, mutta toisaalta ponnahdusta ylöspäin ei ole myöskään nähty. (Henriot 2010.)

Henriotin (2010) mukaan Yhdysvalloissa strategiana oli varmistaa suuri joustavuus työmarkkinoilla ja välttää liiallista henkilökunnan määrää. Euro-alueella hallitukset yrittivät pitää työntekijät yrityksissä väkisin, välttääkseen merkittävän inhimillisen pääoman menetyksen, joka johtaisi voimakkaaseen työttömyyteen kuten 1970 ja -80 luvuilla. Tavoitteen saavuttamiseksi käytettiin erilaisia keinoja, etenkin rohkaistiin osaaikatyöhön irtisanomisten sijasta.

McKnight, Lowrie ja Coles (2002) huomauttavat, että tutkittaessa irtisanomisilmoitusten vaikutusta yritysten markkina-arvoihin eri maissa, täytyy maiden väliset kulttuuriset ja sosiaaliset erot huomioida. Maakohtaisia tekijöitä voivat olla työlainsäädäntö, irtisanomisperusteet sekä maan kulttuurin suhtautuminen työntekijöiden irtisanomisiin. Yritysten siirtäessä toimintonsa ulkomaille, on otettava huomioon kohdemaan työkaltauri sekä arvostaa työntekijöiden perinteitä.

4. MARKKINATEHOKKUUS JA OSAKKEEN ARVON MÄÄRÄYTYMINEN

Markkinoiden tehokkuus on tärkeää koko yhteiskunnan kannalta, koska rahoitusmarkkinoiden tehtävä on allokoida pääomia ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille mahdollisimman tehokkaasti. Mikäli markkinat eivät toimi tehokkaasti, sijoittajat pystyvät saamaan suuria tuottoja ilman vastaavia riskejä eivätkä pääomat enää ohjaudu tehokkaasti. Tämä johtaa koko talouselämän vajaakäyntiin. (Knüpfer & Puttonen 2009: 164.)

Markkinatehokkuus on rahoituksen teorian yksi keskeisimmistä käsitteistä (Shleifer 2000: 1). Vielä ennen 1950-lukua yleinen käsitys oli, että yrityksen osakkeen hinta on helposti ennustettavissa yrityksen taloudellisia tunnuslukuja analysoimalla (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002: 79). Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi sai 1960-luvulla paljon teoreettista ja empiiristä tukea, kun syntyi lukuisia tutkimuksia, jotka todistivat teorian paikkaansa pitävyyttä. (Shleifer 2000: 1–2.) Jensen (1978) totesi, että taloustieteissä ei ole mitään niin ehjää kokonaisuutta kuin tehokkaiden markkinoiden hypoteesi, joka olisi saanut yhtä paljon pitävää empiiristä tukea.

4.1. Täydelliset ja tehokkaat markkinat

Vuonna 1953 Kendallin tutkimus osakemarkkinoiden hintojen käyttäytymisestä pitkällä aikavälillä mullisti käsityksen yrityksen osakekurssin ennustettavuudesta. Hän ei löytänyt mitään jatkuvuutta osakkeiden hintojen muutoksissa. Hinnat näyttivät käyttäytyvän satunnaisesti eikä menneen suorituskyvyn perusteella siten ole mahdollista ennustaa tulevia tuottoja. Vaikka Kendallin havainnot nostattivat ristiriitaisia tunteita tutkijoiden keskuudessa, päätyivät useimmat tutkijat samaan tulokseen. Satunnaiset hinnan muutokset viittasivat hyvin toimiviin tehokkaisiin markkinoihin eivätkä irrationaalsiin. Hinnat sisältävät kaiken saatavilla olevan tiedon ja vain uusi informaatio voi nostaa tai laskea niitä sijoittajien reaktioiden tuloksena. (Bodie, Kane & Marcus 2009: 344–346.)

1960-luvun puolivälissä tapahtui käännekohta osakkeiden hintojen satunnaisuuden tutkimisessa. Samuelson (1965) ja Mandelbrot (1966) todistivat Random Walk -teorian empiiristen testien avulla. Samuelson (1965) todisti, että hinnat muuttuvat satunnaisesti edellisestä päivästä riippuen. Hinnat saattavat yhtä suurella todennäköisyydellä nousta tai laskea seuraavana päivänä. Hän totesi peräkkäisten hintamuutosten riippumattomuuden tarkoittavan, että markkinat reagoivat uuteen tietoon nopeasti, jolloin ne ovat te-

hokkaat. Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) käyttivät ensimmäisenä event- eli tapahtumatutkimusta tutkiessaan yritysten osakesplittien vaikutusta osakekurssiin. He vahvistivat käsityksen tehokkaista markkinoista todetessaan osakkeiden hintojen reagoivan uuteen informaatioon nopeasti. (Fama ym. 1969: 25.)

Fama (1970) kokosi aikaisemman teorian ja kehitti käytännön testien kautta tehokkaiden markkinoiden hypoteesin. Hän toteaa, että ihanteellisilla markkinoilla arvopapereiden hinnat sisältävät täydellisesti ja välittömästi kaiken saatavilla olevan tiedon eli ne ovat allokaatiivisesti tehokkaita. Tällöin ne heijastavat merkkejä kansantalouden varojen kohdistamiseen, jolloin yritykset voivat tehdä investointipäätöksiä ja sijoittajat voivat valita näiden yritysten osakkeiden välillä, joiden hintojen voidaan olettaa sisältävän kaiken saatavilla olevan informaation. (Fama 1970: 383.)

Resurssien tehokkaalla allokaatiolla on edellytyksenä, että markkinat ovat sekä sisäisesti että ulkoisesti tehokkaat. Sisäisellä tehokkuudella tarkoitetaan markkinoiden alhaisia kaupankäyntikustannuksia ja nopeaa kaupankäyntiä, jotka seuraavat välittäjien välistä kilpailua. Ulkoisella tehokkuudella viitataan markkinoiden informaatiotehokkuuteen. Osakkeiden hinnat sopeutuvat välittömästi ja oikein uuteen informaatioon, kun se on nopeasti ja laajasti saatavilla kaikille markkinaosapuolille. (Fama 1970.) Tämä tarkoittaa sitä, että tehokkailla markkinoilla arvopapereiden hinnat ovat oikein hinnoiteltuja sisältäen kaiken tiedon niin, että odotettu tuotto vastaa riskin tasoa. Sijoittajilla ei ole mahdollisuutta ylisuuriin epänormaaleihin tuottoihin. (Jones 2007: 321–322.)

Tehokkaita markkinoita voidaan mitata *täydellisten rahoitusmarkkinoiden* käsitteellä. Fama (1970) määrittää tietyt ehdot täydellisesti informaatiotehokkaille markkinoille:

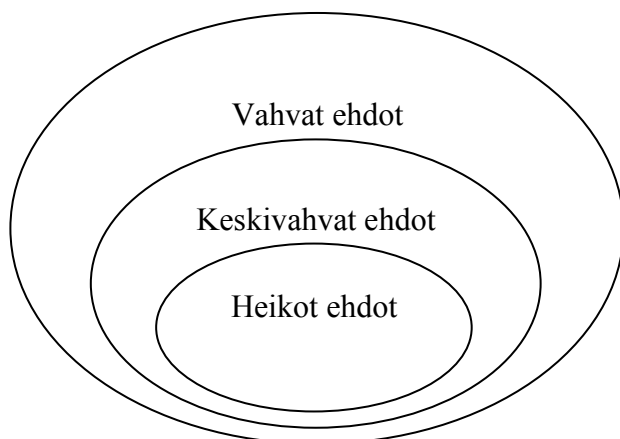
1. Markkinoilla ei ole kaupankäyntikustannuksia.
2. Kaikki mahdollinen informaatio on markkinaosapuolille maksutta ja samaan aikaan saatavilla.
3. Kaikki markkinaosapuolet ovat yksimielisiä informaation vaikutuksesta osakkeiden tämän hetkisiin ja tuleviin hintoihin.

Tällaisilla markkinoilla arvopapereiden hinnat sisältävät täysin kaiken saatavilla olevan tiedon. Faman (1970) mukaan nämä ehdot kuvaavat täydellisiä markkinoita, mutta eivät ole välttämättömiä tehokkaille markkinoille. Markkinoita, joilla kaikki tieto olisi saatavilla ja kaikki sijoittajat olisivat samaa mieltä tiedon vaikutuksista, ei käytännössä ole

tavattu. Nämä ehdot ovatkin vain teoreettisia ja antavat viitekehyksen, jonka pohjalta voidaan arvioida markkinoiden tehokkuutta. Mikään näistä ehdoista ei toteudu täydellisesti oikeilla markkinoilla, joten empiirisissä tutkimuksissa haasteena onkin määrittää niiden vaikutus hintojen muodostumisessa. (Fama 1970: 387–388.)

4.2. Tehokkuuden kolme astetta

Fama (1970) määrittelee tehokkaiden markkinoiden käsitteen siten, että osakkeiden hinnat heijastavat kaikkea saatavilla olevaa informaatiota. Hän jakaa tehokkuuden kolmeen eri asteeseen sen perusteella mitä tarkoitetaan *kaikella informaatiolla*. Nämä tehokkuuden eri luokat ovat: heikot ehdot, keskivahvat ehdot, ja vahvat ehdot täyttävä tehokkuus. Heikkojen ehtojen mukaan osakkeiden hinnat heijastavat kaiken historiatiedon osakkeiden hinnoista. Keskivahvojen ehtojen mukaan hinnat heijastavat kaiken informaation, mikä on julkisesti saatavilla. Vahvojen ehtojen mukaan hinnat heijastavat edellisten lisäksi myös sisäpiiritiedon. Tehokkuuden asteet ovat sisäkkäisiä, kuten alla oleva kuva osoittaa. Jotta hinnat heijastaisivat kaikkea informaatiota, täytyy markkinoiden täyttää ensin heikot ehdot täyttääkseen keskivahvat, ja edelleen keskivahvat ehdot ennen vahvojen ehtojen täyttämistä. (Fama 1970: 383; Malkamäki 1990: 35.)



Kuvio 4. Markkinatehokkuuden kolme astetta ja niiden sisäkkäisyys.

Heikot ehdot täyttävillä markkinoilla osakkeiden hintoihin sisältyy kaikki aiempien kauppajien informaatio. Heikosti tehokkailla markkinoilla informaatiotehokkuus tarkoittaa, että menneen hintakehityksen perusteella ei voi ennustaa tulevia tuottoja eikä saavuttaa keskimääräistä suurempia voittoja. Tällaisilla markkinoilla teknistä analyysiä ei

siis pystytä hyödyntämään. Teknisessä analyysissä pyritään analysoimaan osakkeiden toteutuneita hintoja ja käyttämään niitä pääteltäessä tulevaa hintakehitystä. (Fama 1970; Knüpfer & Puttonen 2009: 165; Malkamäki 1990: 35; Nikkinen ym. 2002: 83.)

Keskivahvasti informaatiotehokkailla markkinoilla osakkeiden hinnat sisältävät historiatietojen lisäksi kaiken julkisesti saatavilla olevan informaation, esimerkiksi yritysten tulosjulkistukset, tilinpäätökset, osingot ja voittoennusteet. Keskivahvasti tehokkailla markkinoilla fundamenttianalyysi on olennainen, mutta käytännössä hyödytön. Sen avulla yritetään analysoida yrityksen tilinpäätöstietoja ja selvittää osakkeen kaikkien tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvo. Koska tilinpäätöstiedot ovat julkisia, pitäisi keskivahvoilla markkinoilla, tulevaisuuden tuottoennusteet näkyä jo osakkeen hinnassa. (Fama 1970; Knüpfer & Puttonen 2009: 165; Nikkinen ym. 2002: 83.)

Informaatiotehokkaiden markkinoiden vahvat ehdot täyttyvät silloin, kun hinnat heijastavat kaikkea yritykselle olennaista informaatiota eli myös monopolistinen sisäpiiritieto näkyy hinnoissa välittömästi. Esimerkiksi yrityksen hallituksen kokouksen päätösten informaatio välittyy hintoihin heti, eikä vasta sitten kun päätös julkistetaan. Koska vahvojen ehtojen täyttäviä markkinoita ei ole tavattu, voidaan sisäpiiritiedolla ansaita ylisuuria tuottoja. Siksi arvopaperilaki rajoittaa sisäpiiritietoa saavien henkilöiden kaupankäyntiä. (Fama 1970; Knüpfer & Puttonen 2009: 165; Malkamäki 1990: 38–39.)

Fama (1991) jakaa markkinatehokkuuden asteet myös toisella tavalla kolmeen tasoon. Nämä tasot perustuvat siihen, miten markkinatehokkuutta voidaan testata. Ensimmäinen taso testaa tuottojen ennustettavuutta. Aikaisemmin tuottoja on ennustettu vain historia-tietoihin perustuen, mutta Faman mukaan painotus pitäisi siirtää hyödyntämään tuottoennustuksissa myös julkista tietoa, esimerkiksi osinkoja ja yrityksen kokoa. Toinen taso sisältää event- eli tapahtumatutkimuksen, jossa testataan markkinoiden reakti-onpeutta johonkin tapahtumaan. Kolmas taso koostuu sisäpiiritiedon hyväksikäytön testaamiseen, esimerkiksi tarkastelemalla sisäpiirihenkilöiden voittoja ja ammattilaisten johtamien sijoitusrahastojen voittoja. (Fama 1991: 1576–1577; Malkamäki 1990: 39.)

4.3. Tehokkaiden markkinoiden haasteita ja säännönmukaisia poikkeamia

Vaikka tutkimuksissa on havaittu, että pitkän ajanjakson kuluessa markkinoiden tehokkuusoletus pitää paikkaansa, tutkijoiden keskuudessa heräsi 1980-luvulla epäily markkinoiden kaikkitietävyyttä kohtaan. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia ryhdyttiin alan kirjallisuudessa käsittelemään erittäin kriittisesti. (Martikainen 1995: 114–115.)

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin kulta-ajan jälkeen alkoikin syntyä ristiriitaisia tutkimuksia, jotka haastoivat sekä tehokkaiden markkinoiden teorian että empiiriset tulokset (Shleifer 2000: 10).

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin liittyy teoreettisia haasteita esimerkiksi se, että kaikki ihmiset ja etenkin sijoittajat olisivat rationaalisia. Useat sijoittajat reagoivat epäolennaiseen tietoon ja muodostavat tämän omia mielikuvia arvopapereiden tuotoista. (Shleifer 2000: 10.) Rahoituksen teoria jättääkin usein huomioimatta sen, miten ja mikä perusteella tavallinen ihminen toimii ja tekee päätöksiä. Tätä psykologista puolta tarkastelee behavioristinen rahoitus. Sijoittajat eivät aina käsittele tietoa oikein ja luovat vääriä tulevaisuuden odotuksia. Nämä piirteet eivät kumoa tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, mutta jos näiden irrationaalisten sijoittajien päätökset vaikuttavat hintoihin, voivat arbitraasikaupankävijät tehdä ylisuuria tuottoja. (Bodie ym. 2009: 385.)

Sijoittajien informaation käsittelyssä voi tapahtua useita virheitä, kuten ennustusvirheet, yli-itsevaluottamus, konservatismi ja otoksen edustavuus. Ennustusvirheellä tarkoitetaan sijoittajien tapaa painottaa liikaa nykyhetken suoriutumista, eikä aiempaa suorituskykyä oteta tarpeeksi huomioon. Toinen mahdollinen virhe on yli-itsevaluottamus. Sijoittajat saattavat yliarvioida ennustuksiaan ja omia kykyjään, mikä johtaa alisuoriutumiseen markkinoilla. Kolmas sijoittajien luonteen ominaisuus, joka vaikuttaa kurssiin, on konservatismi. Jos sijoittajat ovat konservatiivisia, he saattavat reagoida liian hitaasti uuteen merkittävään tietoon. Tämä johtaa alireagointiin ja päädytään siihen, että informaation vaikutus näkyy hinnassa vasta ajan kanssa. Neljäs ominaisuus on otoksen edustavuus, jolla tarkoitetaan sitä, että sijoittajat eivät ota huomioon testatun otoksen kokoa. Ilmeisesti ajatellessaan, että pieni otos on yhtä edustava kuin isompi. Nämä ovat asioita, joita behavioristinen rahoitus ottaa huomioon. (Bodie ym. 2009: 385–386.)

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi nojaa vahvasti oletukseen rationaalisista kaupankävijöistä, joten psykologiset todisteet ovat haaste hypoteesille. Tehokkaiden markkinoiden tukijat ovat perustelleet asiaa siten, että irrationaalisia kaupankävijöitä voi olla, mutta he käyvät kauppaa sattumanvaraisesti ja näin heidän kauppansa nollaavat toisensa. Psykologiset todisteet osoittavat kuitenkin tarkalleen, että ihmiset eivät poikkea rationaalisuudesta sattumanvaraisesti, vaan suurin osa poikkeaa siitä juuri samalla tavalla. Sijoittajat, jotka tekevät kauppaa myös epäolennaisen tiedon pohjalta eivät siis sijoita sattumanvaraisesti, vaan usein yrittävät ostaa samaa arvopaperia ja samaan aikaan. Tämä ongelma korostuu entisestään silloin, kun irrationaaliset kaupankävijät käyttäytyvät sosiaalisesti kuuntelemalla samoja huhuja ja matkimalla toisiaan. (Shleifer 2000: 12.)

Osakemarkkinoita tarkastelevissa empiirisissä tutkimuksissa on havaittu, että tuotoissa esiintyy tiettyjä selvittämättömiä säännönmukaisuuksia, joita ei voida selittää osakkeen systemaattisen riskin avulla. Näitä kutsutaan anomalioksi ja rahoituksessa anomaliolla tarkoitetaan nimenomaan sellaista poikkeusta markkinatehokkuudesta, joka jatkuu pitkän ajan. (Nikkinen ym. 2002: 86–88; Malkamäki ja Martikainen 1990: 113–114.)

Anomaliat voidaan jakaa yritysominaisuusanomaliioihin sekä kausianomaliioihin. Yritysominaisuusanomaliioita ovat ilmiöt kuten yrityskokoanomalia sekä P/B-anomalia. Kausianomaliioita ovat esimerkiksi tammikuuilmiö sekä viikonpäiväilmiö. Tammikuuilmiön mukaan osakkeet tuottavat tammikuussa enemmän tuottoja kuin muina kuukausina. Viikonpäiväanomaliolla tarkoitetaan ilmiötä, jonka mukaan tietyn viikonpäivän tuotot ovat säännöllisesti keskimääräistä suurempia tai pienempiä kuin normaali yhden päivän tuotto. (Malkamäki & Martikainen 1990: 116–121; Nikkinen ym. 2002: 86–88.)

Yrityksen koon vaikutus osakkeen tuottoon on todettu monissa tutkimuksissa ja tätä ilmiötä on alettu kutsua nimellä *small cap* –anomalia. Yrityskokoanomaliolla tarkoitetaan ilmiötä, jonka mukaan markkina-arvoltaan pienempien yritysten osakkeet tuottavat keskimääräisesti paremmin kuin suurten yritysten osakkeet. Ensimmäisen kerran tämä havaittiin Yhdysvaltojen markkinoilla (Banz 1981 ja Reinganum 1981). Myöhemmin sama on todettu esimerkiksi Australian (Brown ym. 1983), Kanadan (Berges ym. 1984) ja Japanin (Kato ja Schallheim 1985) markkinoilla. Tutkimusten tuloksien mukaan pienen markkina-arvon yritykset pärjäävät keskimääräistä paremmin markkinoilla.

Toinen yleinen yritysominaisuusanomalia liittyy yrityksen B/M-tunnuslukuun, jota kutsutaan *book-to-market* –arvoksi ja jolla tarkoitetaan oman pääoman tasearvon suhdetta markkina-arvoon. Se kertoo kuinka yrityksen osake on hinnoiteltu tasearvoonsa verrattuna. Lähtökohtaisesti voidaan ajatella, että alle yksi arvon saavat osakkeet ovat ylihinnoiteltuja tasearvoonsa nähden ja yli yksi arvon saavat osakkeet alihinnoiteltuja.

Book-to-market –anomalian havaitsivat ensimmäisen kerran Rosenberg, Reid ja Lantstein (1985) Yhdysvalloissa ja myöhemmin se on todettu myös muilla markkinoilla muun muassa Faman ja Frenchin (1998) toimesta. Tulosten mukaan osakkeet, joiden pääoman tasearvo on korkea markkina-arvoon verrattuna, ovat keskimäärin tuottaneet paremmin. Tätä keskimääräisesti parempaa tuottoa on kutsuttu arvopreemioksi ja sitä on pyritty selittämään erilaisin syin. Luvun perusteella voidaan myös lähtökohtaisesti jao-tella osakkeet arvo- ja kasvuyrityksiin. Tunnusluvun matalammat arvot ovat tyypillisiä kasvuosakkeille ja vastaavasti arvo-osakkeet saavat korkeampia arvoja. B/M-lukua voidaan kirjallisuudessa kutsua myös BV/MV tai B/P –luvuiksi. Lisäksi näiden kaikkien

käänteislukuja käytetään usein. Käänteislukuja tulkitaan päinvastaisesti, eli matalat arvot ovat yleisiä arvo-osakkeille ja korkeat kasvuosakkeille. (Bodie ym. 2009: 364-368)

Chan, Hamao & Lakonishok (1991) totesivat Japanin markkinoilla, että B/M-luku selittää ylivertaisesti parempia poikkileikkauksellisia tuottoja arvo- ja kasvuyritysten välillä. Fama ja French (1992) tutkivat Yhdysvalloissa pitkällä aikavälillä 1963-1990 keskimääräisten tuottojen ja B/M-luvun suhdetta ja havaitsivat niiden välillä olevan riippuvuussuhde. Merkittävimpänä tuloksena he totesivat, että B/M-luku ja yrityskoko dominoivat muuttujina, kun esimerkiksi P/E-luvun ja velkaantuneisuusasteen vaikutus tuottoihin katosi huomioitaessa kaikki muuttujat yhtäaikaaisesti. Fama ja French (1998) laajensivat myöhemmin tutkimustostaan kansainvälisille markkinoille tutkiessaan arvopreemion esiintymistä vuosina 1975-1995. He havaitsivat arvopreemion toteutuneen 12/13 tutkitussa maassa sekä suurilla että kehittyvillä markkinoilla. Vuosituoton keskiarvojen erotus arvo- ja kasvuosakeportfolioiden välillä oli 7,68% arvo-osakkeiden hyväksi.

Chan ja Lakonishok (2004) havaitsivat uudemmalla aineistolla myös IT-kuplan ajalta, että arvo-osakkeet tuottavat paremmin kuin kasvuosakkeet. Heidän mukaansa syy ei piile arvo-osakkeiden korkeammassa riskissä vaan sijoittajien behavioristisissa oletuksissa ja agenttikustannuksissa. Lee, Strong ja Zhu (2014) tutkivat arvopreemion olemassaoloa vuosina ennen rahoituskriisiä ja rahoituskriisin aikana (4/2007-12/2008) ja toteavat ilmiön kääntyneen päinvastaiseksi rahoituskriisin aikana. Kriisin aikana kasvuosakkeet ovat tuottaneet paremmin kuin arvo-osakkeet ja syynä pidetään arvo-osakkeiden suurempaa riskiä, joka näkyy rajuna tuottojen vaihteluna taloustilanteen mukaan.

B/M-anomaliaa on pyritty selittämään erilaisin keinoin, mutta yhtä pitävää syytä ilmiölle ei ole voitu todeta. Tutkijat ovat esittäneet neljää mahdollista syytä anomalian esiintymiselle. Ensimmäinen selitys on aineistosta johtuva sattuma, mutta koska ilmiö on havaittu eri markkinoilla ja ajanjaksoilla monissa tutkimuksissa, ei tätä syytä voida pitää päteväenä. Toinen selitys, josta ilmiö voi johtua on Faman & Frenchin (1993) mukaan arvo-osakkeisiin sisältyvä riski, joka jää perinteistä CAP-mallia käyttäessä huomioimatta. Kolmas ehdotettu selitys on sijoittajien ylireagointi yritysten menestykseen. Korkean B/M-luvun yrityksillä on usein heikot myynti- ja pääomantuottoluvut, kun taas matalan B/M-luvun yrityksillä nämä ovat paremmat. Sijoittajat luottavat harhaisesti parempiin lukuihin ja sijoittavat kasvuyrityksiin arvoyritysten sijaan. Kun ylireagointi korjaantuu, tuottavat arvoyritykset paremmin kuin kasvuyritykset. Neljäs selitys arvopreemiolle on Daniel ja Titmanin (1997) kehittämä ajatus, että behavioristisista syistä sijoittajat pitävät enemmän kasvu-osakkeista kuin arvo-osakkeista ja tämän takia arvo-osakkeiden

markkinahinnat pysyvät maltillisina ja niiden tuotto pääomalle osinkojen ominaisuudessa on parempi. (Davis, Fama & French 2000.)

Tehokkailla markkinoilla edellä lueteltujen ilmiöiden tulisi kadota ja samalla systemaattisten voittojen mahdollisuuden hävitä, sillä yleisimmät anomaliat tunnetaan maailmanlaajuisesti ja niitä on raportoitu kaikilla keskeisillä osakemarkkinoilla. Havaittu ilmiöiden pysyvyys viittaa osakemarkkinoiden tehottomuuteen. (Martikainen 1995: 115.) Toisaalta vaikka anomaliaita on todettu, niiden hyödyntäminen käytännössä on hankalaa. Hyödyntämisen ongelma on siinä, että niiden käyttäytyminen tulevaisuudessa on epävarmaa. On yhtä todennäköistä, että anomalia toimii tulevaisuudessa tai sitten se kääntyy päinvastaiseksi. Kokonaisuutena markkinat ovat siis varsin tehokkaat. Käytännön sijoittajan näkökulmasta markkinoiden voidaan sanoa olevan riittävän tehokkaat estämään systemaattisten tuottomahdollisuuksien olemassaolon. (Knüpfer & Puttonen 2009: 173.)

4.4. Arvo- ja kasvusijoitusstrategiat

Yrityksiä ja niiden osakkeita jaotellaan usein eri kategorioihin niiden ominaisuuksien perusteella. Arvo-osakkeisiin sijoittavan strategian kehitti alun perin 1930-luvun alussa Benjamin Graham, jota edelleen arvostetaan suuresti sijoitusmaailmassa. Kasvuosakkeisiin sijoittamisen suosion maailmalle toivat erityisesti David L. Babson ja T. Rowe Price 1940 ja 1950 –luvuilla. (Bauman, Conover & Miller 1998.) Strategioita on käytetty ja niiden toimivuutta on tutkittu tieteellisissä rahoitusalan tutkimuksissa paljon. Vielä tänäkin päivänä molemmat sijoitusstrategiat ovat käytettyjä ja molemmille riittää kannattajia.

Arvosijoittamisen helppous houkuttelee sillä sen ydin piilee osakkeen todellisessa kirjanpitoarvossa. Strategia perustuu uskoon, että markkina-arvo pyrkii kirjanpitoarvoa kohti. Tarkoituksena on pitää ylipainossa osakkeita, jotka on mahdollisesti alihinnoiteltu markkinoilla. Apuna hinnoittelun määrittelemiseen käytetään yleisiä tunnuslukuja esimerkiksi B/M-lukua ja E/P-lukua tai niiden käänteislukuja M/B-lukua ja P/E-lukua.

Arvosijoittaminen on kurinalainen strategia, jonka sijoituskohteiden valitseminen perustuu yritysکوhtaisiin tekijöihin. Esimerkiksi Graham (2003) antaa selkeät kriteerit miten löytää markkinoilla alihinnoiteltu arvo-osake. Listaan sisältyy muun muassa pienten muutoksille herkkien yritysten välttäminen, osingonmaksun jatkuvuus, maltillinen tuottojen kasvu sekä alhainen P/E-luku. Arvo-osakeportfolio koostuu usein yrityksistä, joi-

den pääoman arvo on aliarvioitu markkinoilla esimerkiksi yritykset joilla ei ole vahvoja kasvuennusteita, ja jotka ovat taloudellisesti huonossa asemassa, mutta joiden odotetaan palautuvan. Arvo-osakkeilta ei odoteta samanlaista osaketuottoa kuin kilpailevilta osakkeilta, ja tämän takia ne saattavat yllättää positiivisesti kasvuosakkeisiin verrattuna. Arvoyritykset toimivat usein kypsillä toimialoilla, jossa ei kuohuta kasvusta vaan odotetaan vakaata toimintaa yleisen taloustilanteen mukaan. Lisäksi on havaittu, että arvoyrityksissä on keskimääräisesti enemmän työntekijöitä kuin kasvuyrityksissä ja ne ovat enemmän työnteosta riippuvia. Useimmat arvoyritykset toimivat palvelu- ja kestokulutustavara-aloilla. (Chan & Lakonishok 2004; Siegel 2002: 137-141.)

Kasvuyrityksiin sijoittamisen voidaan ajatella olevan suosittua erityisesti vahvan talouskasvun aikaan. Erityisesti silloin kasvusijoittajat ostavat osakkeita, joiden emoyritysten pääomantuotot ja myynnit ovat vahvassa kasvussa. Kasvusijoittajat keskittyvät tulevaisuuteen ja ovat kiinnostuneita menneestä tuottokasvusta sekä tulevaisuuden tuotennusteesta. Kasvustrategiaan kuuluu näiden mittareiden seuraaminen ja osakkeiden ostaminen, kun nämä luvut ovat keskimääräistä korkeammat, markkinahinnasta piittaamatta. Tulevaisuuden odotukset näkyvät osakkeen hinnassa, jolloin tunnusluvut kuten B/M-luku ja E/P-luku ovat matalia. Kasvuyritykset toimivat usein kasvavilla trenditoimialoilla, kuten lääke-, telekommunikaatio- tai tietokonealoilla. Työntekijöitä on usein vähemmän kuin arvoyrityksillä ja henkilöstö on asiantuntijapainotteisempaa, jolloin yritykset ovat enemmän riippuvaisia henkilöstöstään yksilötasolla. (Chan & Lakonishok 2004.)

Arvo- ja kasvuyritysten tuottoeroja on tutkittu maailmanlaajuisesti eri markkinoilla eri ajankohtina ja yritysten jaotteluun on käytetty erilaisia tunnuslukuja kuten B/M, E/P ja C/P (*cash flow to price*). Tutkimusten ja tulosten perusteella yrityksen book-to-market eli B/M-luku on todettu suosituimmaksi ja tärkeäksi tunnusluvuksi osakkeiden ja sijoitusstrategian suuntauksen jaottelussa. (Chan & Lakonishok 2004, Fama & French 1995.) B/M-luvun kääntöluksi on M/B-luku, joka taas on vastaava kuin price-to-book, P/B-luku. Fama ja French (2007) toteavat, että arvo-osakkeet ovat niitä, joiden P/B-luku on alhainen ja kasvuosakkeet niitä, joiden vastaava luku on korkea. Tässä tutkimuksessa käytetään arvo- ja kasvuyritysten jaotteluun kyseistä P/B-lukua eli osakkeen markkinahinnan suhdetta tasearvoonsa.

4.5. Osakkeen arvon määräytyminen tehokkailla markkinoilla

Rahoitusmarkkinat tarjoavat sijoittajille riskittömiä sekä riskisiä sijoituskohteita. Riskittömään sijoituskohteeseen sijoittaessaan tuotto on tiedossa jo sijoitushetkellä. Sen sijaan riskisissä sijoituskohteissa tuotto on epävarmaa, mutta odotettu tuotto on suurempi kuin riskittömissä kohteissa. Riski tarkoittaa positiivista tai negatiivista poikkeamaa tuoton odotetusta arvosta ja mahdollistaa suuret voitot, mutta myös suuret tappiot. Kuten aiemmin on todettu, tehokkailla markkinoilla osakkeiden hinnat reagoivat nopeasti uuteen tietoon, eli osakkeiden hintojen pitäisi vastata niiden oikeita teoreettisia arvoja. Markkinoilla saattaa esiintyä hetkellisesti yli- tai alihinnoittelua, mutta pitkällä aikavälillä tämä markkinoiden tasapaino toteutuu. Näiden teoreettisten arvojen määrittämiseen on kehitetty niin sanotut tasapainomallit, joista yleisimpiä ovat CAP-malli (Capital Asset Pricing Model) ja arbitraasihinnoitteluteoria (Arbitrage Pricing Theory). (Vieru 1990: 79.)

4.5.1. CAP-malli

CAP-mallia voidaan kutsua modernissa rahoitusteoriassa ehkä tärkeimmäksi kulmaksi. Sen kehittäjinä toimivat Sharpe (1964), Lintner (1965) ja Mossin (1966). CAP-malli on arvopapereiden hinnoittelumalli, joka määrittää eri riskitasolla olevien sijoituskohteiden tuottojen odotusarvot. Se sitoo osakkeen odotetun tuoton suoraan sen riskiin: mitä suurempi riski, sitä suurempi tuotto. Malliin olettaa seuraavat asiat (Nikkinen ym. 2002: 68–69; Vieru 1990: 83.):

1. Markkinoilla ei ole kaupankäyntikustannuksia eikä veroja.
2. Sijoittajien tavoitteena on maksimoida sijoituksensa tuotto.
3. Sijoituskohteet voi jakaa äärettömän pieniin osiin.
4. Markkinoilla vallitsee täydellinen kilpailu eikä hintoihin voi vaikuttaa.
5. Sijoittajat tekevät ratkaisunsa arvopaperin riskin ja tuoton perusteella.
6. Sijoittajat voivat sijoittaa ja lainata riskittömällä korolla rajattomasti.
7. Lyhyeksimynti on sallittua eikä rajoitettua.
8. Sijoittajilla on yhteinen sijoituskausi ja yhtenevät odotukset riskistä ja tuotosta.
9. Informaatio on vapaasti ja samanaikaisesti kaikkien sijoittajien saatavilla.
10. Kaikkia pääomahyödykkeitä voidaan markkinoida.

Jos nämä oletukset toteutuvat, kaikkien arvopapereiden hinnat asettuvat CAP-mallin mukaisesti tasapainotasolle, jolloin niiden odotetut tuotot voidaan ennustaa seuraavasti:

$$(1) \quad E(r_i) = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

jossa

$E(r_i)$ = osakkeen i odotettu tuotto

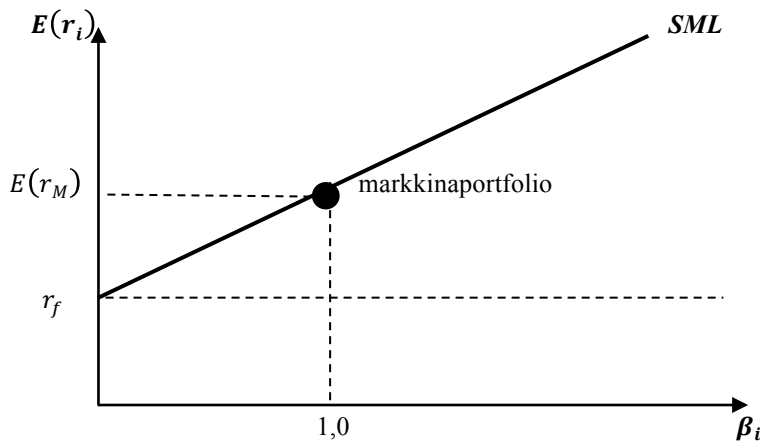
r_f = riskitön tuotto

β = osakkeen markkinariskiä kuvaava beeta-kerroin

$E(r_m)$ = odotettu markkinatuotto.

Malli kertoo siis arvopaperin tuoton odotusarvon, joka saadaan yhdistämällä riskitön tuotto ja tuoton riskipremio. Riskipremio saadaan kertomalla markkinoiden riskipremio (markkinoiden tuotto-odotuksen ja riskittömän tuoton erotus) arvopaperin markkinariskillä eli beeta-kertoimella. (Vieru 1990: 85–86; Nikkinen ym. 2002: 72.)

CAP-mallin mukaan markkinoiden tasapainotilanteessa kaikkien arvopaperien pitäisi sijaita arvopaperimarkkinasuoralla (Security Market Line SML). Jos osake poikkeaa arvopaperimarkkinasuoralta, se on hinnoiteltu väärin, sillä sen tuotto-odotus ja riski eivät vastaa toisiaan. Alihinnoitellut osakkeet sijaitsevat suoran yläpuolella, eli ne tuottavat enemmän kuin niiden riskin mukaan pitäisi. Vastaavasti ylihinnatellut osakkeet sijaitsevat suoran alapuolella. Tämä osakkeen todellisen tuoton ja mallin antaman ennusteen erotus on osakkeen epänormaali tuotto eli alfa α . (Nikkinen ym. 2002: 73.)



Kuvio 5. Arvopaperimarkkinasuora.

Vaikka CAP-malli on laajasti hyväksytty ja käytetty rahoitusmarkkinoilla, se ei ole täydellinen ja sen oletukset eivät kuvaa todellisuuden markkinoita. Se onkin saanut akateemisessa maailmassa paljon kritiikkiä osakseen. Roll (1977) kritisoi CAP-mallin käyttökelpoisuutta, sillä beeta-kertoimien estimointi pörssien yleisindeksejä vastaan ei

ota huomioon kaikkia riskisiä sijoitushyödykkeitä. Hänen ehdottamaa *todellista* markkinaportfoliota on myös käytännössä mahdoton havainnoida. Myöhemmin Fama ja French (1992) esittivät, että tiettyjen yrityskohtaisten tekijöiden toteutuessa, beeta-kerroin ei selitä lainkaan osakkeen odotettua tuottoa. Heikkouksistaan huolimatta CAP-malli on tunnetuin arvopapereiden hinnoittelumalli ja sitä käytetään useissa yrityksissä erilaisten investointien suunnittelussa. (Vieru 1990: 87; Nikkinen ym. 2002: 74–75.)

4.5.2. Fama-French kolmen faktorin malli

Faman ja Frenchin (1993) kehittämä kolmen faktorin regressiomalli on edellä esitellyn CAP-mallin laajennus. He kehittivät mallin, koska tutkimusten mukaan CAP-malli ei antanut pelkän beta-kertoimen avulla tarpeeksi hyvää ennustetta tulevasta arvopaperin tuotosta. He lisäsivät malliin markkinatuoton lisäksi muuttujiksi yrityksen koon SMB (small minus big) ja book-to-market -luvun HML (high minus low). SMB faktori kuvaa isojen ja pienten yritysten tuottoeroa, joka saadaan pienten yritysten portfoliotuoton ja isojen yritysten portfoliotuoton erotuksena. HML puolestaan kuvaa korkeiden ja matalien B/M-lukujen yritysten välistä tuottoeroa, joka saadaan korkeiden B/M-lukujen yritysten portfoliotuoton ja matalien B/M-lukujen yritysten portfoliotuoton erotuksena. Kolmen faktorin malli voidaan esittää näin:

$$(2) \quad E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f] + \beta_{iSMB} E(SMB) + \beta_{iHML} E(HML)$$

jossa

$E(r_i)$ = osakkeen i odotettu tuotto,

r_f = riskitön tuotto,

β = osakkeen markkinariskiä kuvaava beeta-kerroin,

$E(r_m)$ = markkinaportfolion odotettu tuotto,

β_{iSMB} = osakkeen i herkkyyskerroin faktorille SMB ja

β_{iHML} = osakkeen i herkkyyskerroin faktorille HML.

Faman ja Frenchin (1993) tutkimus muiden tutkimusten joukossa on osoittanut markkinatuoton, yrityskoon ja B/M-luvun olevan suuressa roolissa yrityksen osakkeen tuoton muodostumisessa. Kannustimena mallin luomiseen olivat aiemmat tutkimustulokset, joiden mukaan pienet yritykset ja korkean B/M-luvun yritykset tuottavat paremmin verrattuna isoihin yrityksiin tai pienen B/M-luvun omaaviin yrityksiin. Mallin avulla nämä riskifaktorit pyritään ottamaan huomioon ennustettaessa osakkeen tulevia tuottoja.

5. TUTKIMUSAINEISTO JA –MENETELMÄ

Tässä luvussa esitellään tutkimuksessa käytetty aineisto, hypoteesit sekä tutkimusmenetelmä. Ensimmäisessä alakappaleessa määritellään tutkimuksen kolme hypoteesia ja niiden perustelut. Toisessa alakappaleessa kuvataan aineiston valintaprosessia, otokseen valitut tapahtumat ja käytetty tutkimusajanjakso. Kolmas alakappale kertoo tutkimuksessa käytetystä tapahtumatutkimusmenetelmästä, siihen sisältyvistä vaiheista ja käytävistä malleista.

5.1. Hypoteesit

Tutkielmassa tarkastellaan Suomen yt-neuvotteluilmoitusten vaikutusta yritysten markkina-arvoon eli osakekurssiin. Tutkimus toteutetaan koko otokselle aloitusilmoitusten ja lopetusilmoitusten osalta. Lisäksi aloitusilmoitusten osalta yritykset jaetaan arvo- ja kasvuyrityksiin ja nämä kaksi ryhmää testataan erillään. Tutkielman hypoteesit on muodostettu aikaisempien tutkimusten pohjalta ja niistä saatua tietoa on pyritty muokkamaan tähän tutkimukseen sopivaksi.

Tutkielman ensimmäinen hypoteesi tutkii yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen vaikutusta yritysten osakekurssiin koko otoksen osalta. Tämä hypoteesi on muodostettu suoraan aikaisempien tutkimustulosten perusteella, sillä useat tutkimukset ulkomailta ovat todenneet irtisanomisilmoituksen aiheuttavan negatiivisen markkinareaktion (Worrel ym. (1991) Yhdysvalloissa, Lee (1997) Japanissa, Gunderson ym. (1997) Kanadassa ja Mc-Knight ym. (2002) Iso-Britanniassa).

H₁: Yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivinen vaikutus yrityksen osakekurssiin.

Tutkielman toinen hypoteesi tarkastelee yt-neuvottelujen lopetusilmoituksia ja niiden aiheuttamaa reaktiota markkinoilla. Lopetusilmoituksen ajankohta vaihtelee runsaasti yt-neuvottelujen keston perusteella. Yleisesti ottaen voidaan sanoa, että lopetusilmoitus annetaan viikko – kolme kuukautta aloitusilmoituksen jälkeen. Lopetusilmoituksessa yritykset ilmoittavat yt-neuvottelujen päättyneen ja useasti tässä mainitaan myös tarkemmin yt-neuvottelujen tuloksista eli minkälaisiin toimenpiteisiin neuvottelut ovat

johtaneet. Lopetusilmoitusten ei kuitenkaan ajatella tuovan markkinoille merkittävää uutta tietoa, sillä aloitusilmoitus on jo annettu ja sijoittajat ovat reagoineet siihen.

H₂: Yt-neuvottelujen lopetusilmoituksella ei ole vaikutusta yrityksen osakekurssiin.

Tutkielman kolmas hypoteesi testaa arvo- ja kasvuyritysten yt-neuvotteluilmoitusten aikaansaamaa markkinareaktiota. Aloitusilmoituksen antaneet yritykset jaetaan kahteen ryhmään, nämä ryhmät tutkitaan erikseen ja tuloksia vertaillaan. Arvoyritykset ovat tunnetusti isoja ja vakaita yrityksiä, kun taas kasvuyritykset ovat pienempiä ja kasvavia. Täten voidaan olettaa, että arvoyritysten ilmoittaessa yt-neuvotteluiden alkamisesta, markkinat eivät reagoi yhtä jyrkästi kuin, jos kasvuyritys tekee vastaavan ilmoituksen.

H₃: Yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivisempi vaikutus kasvuyrityksen osakekurssiin kuin arvoyrityksen osakekurssiin.

Näiden kolmen hypoteesin paikkaansa pitävyyttä testataan tapahtumatutkimuksen avulla. Tutkielman seuraavassa pääluvussa käsitellään tutkimustulokset hypoteesi kerrallaan.

5.2. Tutkimusaineisto

Tutkielman aineistona käytetään Helsingin pörssin päälistan yritysten pörssitiedotteita, joissa yritykset ilmoittavat aloitettavista tai lopetettavista yt-neuvotteluista. Yt-neuvottelut tässä sisältävät keskustelua henkilöstön lomauttamisesta tai irtisanomisesta tai molemmista. Ilmoitukset on kerätty Helsingin pörssin tietokannasta ja tarkasteltava aikajakso on 1.1.2006 – 31.12.2014. Tutkittavan ajanjakson yhdeksän vuotta ovat olleet myllerryksen aikaa sekä maailman taloudessa että suomalaisessa yritysmaailmassa, joten vuosilta löytyy runsaasti yt-neuvotteluaineistoa. Lisäksi aineisto on melko tuore, jotta saadaan uutta tietoa markkinoiden toiminnasta ja suhtautumisesta.

Aineisto koostuu ilmoituksista, joissa erillinen pörssitiedote on koskenut ainoastaan yt-neuvotteluja, eikä ilmoitettu esimerkiksi osavuositarkastuksen yhteydessä. Pörssitiedot-

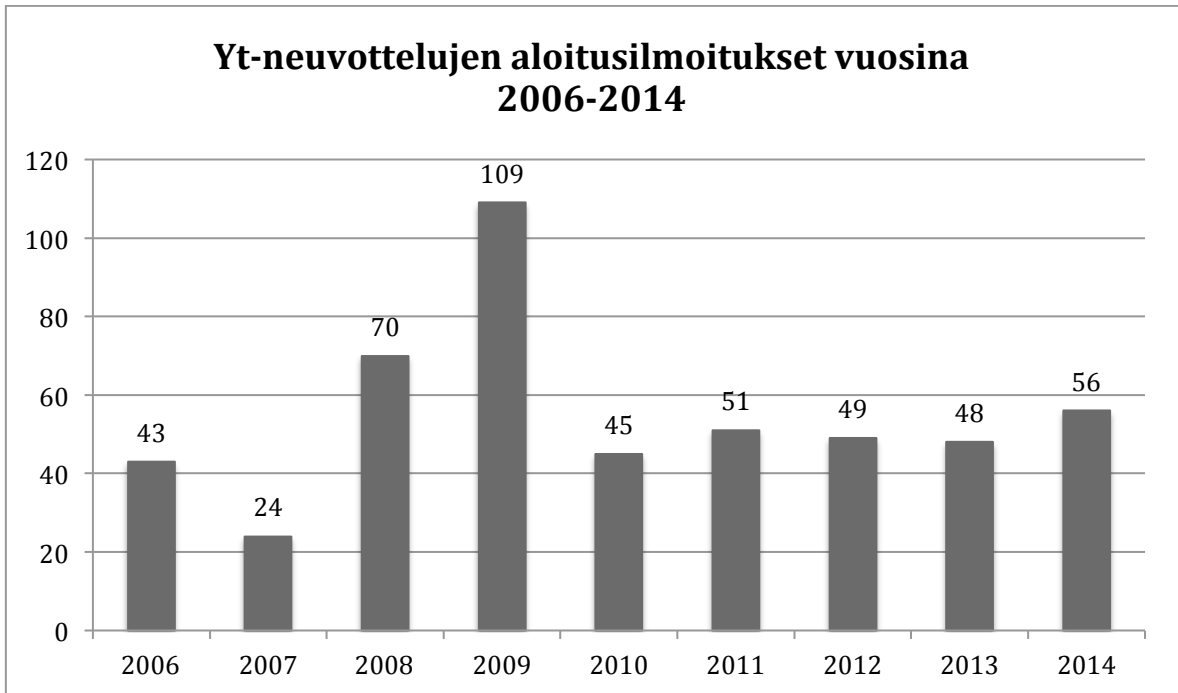
teiden ilmoitusten lisäksi aineistona on käytetty kyseisten yritysten osakekurssisarjoja, jotka on saatu Vaasan yliopiston tietokannoista.

Markkinaportfoliona normaalien ja epänormaalien tuottojen määrittämisessä on käytetty OMX Helsinki CAP –indeksiä, joka sisältää samat yritykset kuin OMX Helsinki All Share –yleisindeksi, mutta on painorajoitettu niin, että yhden osakkeen paino on enintään kymmenen prosenttia indeksin koko markkina-arvosta. Indeksini voidaan olettaa toimivan parempana markkinaportfoliona tutkimuksessa kuin yleisindeksi, sillä painorajoituksensa ansiosta se kuvaa markkinoita yleisesti paremmin. Indeksini toimii tutkimuksessa markkinatuottona ja vertailukohtana laskettaessa yksittäisten osakkeiden epänormaaleja tuottoja.

Tarkasteltavalta ajanjaksolta yt-neuvottelujen aloitusilmoituksia löytyi 495 ja lopetusilmoituksia 424. Ilmoituksia jätettiin pois tutkimusotoksesta, jos yrityksen osakekurssiaineisto oli vajavainen. Pois jätettiin kaikki senttiosakkeet, joiden hinta pörssissä oli alle euron ilmoituspäivänä ja sen ympärillä. Lisäksi, jos yrityksen osakekurssitietoja ei ollut saatavilla tarpeeksi pitkältä ajalta tapahtumatutkimusta varten, niin nämä ilmoitukset jätettiin pois otoksesta. Lopulliseen tutkimusotokseen otettiin mukaan 405 aloitusilmoitusta ja 338 lopetusilmoitusta. Tapauksissa, joissa tiedote oli annettu vasta pörssiin sulkeuduttua, on tapahtumapäivä siirretty seuraavalle kaupankäyntipäivälle.

Arvo- ja kasvuyritysten jaotteluun käytetty P/B luku saatiin myös Vaasan yliopiston tietokannoista ja tämän perusteella yritykset on jaoteltu ilmoitusvuotena arvo- tai kasvuyritykseksi. Lukujen perusteella yritykset on jaettu kahtia mediaanin kohdalta ja keskelle jätetty neutraaliryhmä, joka on jätetty tutkimusta tehdessä huomioimatta. Näin saadaan selkeämmin eroteltua kaksi otosryhmää.

Kuvio 5 havainnollistaa yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten lukumäärän tutkimusvuosilta 2006-2014. Kuvioista huomataan, että Yhdysvalloista rahoituskriisinä alkanut koko maailmalle levinnyt talouden taantuma näkyy myös Suomessa yt-neuvottelujen aloitusilmoituksissa vuonna 2008 ja piikkinä seuraavana vuonna 2009. Tämän jälkeen ilmoitusten lukumäärä on tasaantunut, mutta määrä on edelleen korkeampi verrattuna aikaan ennen taantumaa. Melko tuore tutkimusaineisto ja edelleen jatkuva taantuma tekevät tutkimuksesta erityisen mielenkiintoisen.



Kuvio 6. Yt-neuvottelujen aloitusilmoitukset vuosina 2006-2014.

5.3. Tapahtumatutkimusmenetelmä

Tutkielman tarkoituksena on tarkastella yt-neuvotteluilmoitusten ympärillä tapahtuvia osakekurssimuutoksia ja selvittää tapahtumatutkimuksen (*event study*) avulla, esiintyykö ilmoitusten johdosta epänormaaleja tuottoja. Tapahtumatutkimus on yleinen tutkimusmenetelmä, kun tutkitaan tietyn tapahtuman vaikutusta yrityksen markkina-arvoon. Tutkittavana on otos yrityksiä saman tapahtuman vaikuttamana ja tässä tutkielmassa tapahtumana on Helsingin pörssin päälliställä listatun yrityksen yt-neuvotteluilmoitus.

Tapahtumatutkimusta on käytetty laskentatoimen ja rahoituksen tutkimuksissa tutkittaessa useita erilaisia yrityskohtaisia tapahtumia esimerkiksi yrityskauppoja, tulosjulkistuksia, uusia liikkeellelaskuja sekä tutkittaessa makrotaloudellisia tapahtumia esimerkiksi taantumaa tai kauppavajetta. Useimmiten tutkimuksissa keskitytään yritysten osakekurssin heilahteluihin, mutta myös muita arvopaperilajeja on tarkasteltu. Tässä tutkielmassa tarkastellaan nimenomaan yritysten osakekurssissa tapahtuvia muutoksia. (MacKinlay 1997.)

Tapahtumatutkimusta on ensimmäisen kerran käytetty vuonna 1933, kun James Dolley julkisti tutkimuksensa splittauksesta ja sen vaikutuksista osakehintoihin. Tutkimusme-

netelmä on kehittynyt ja muuttunut vuosien myötä, mutta Ball ja Brownin (1968) sekä Faman ym. (1969) käyttämät menetelmät ovat suurimmaksi osin edelleen vallassa. Fama ym. (1969) tutkivat osakesplittien vaikutusta osakekursseihin ja toteavat tutkimuksessaan, että osakemarkkinat ovat tehokkaat, sillä osakehinnat reagoivat uuteen tietoon hyvin nopeasti. Tapahtumatutkimuksen lähtökohtana pidetään, että tutkielmassa aiemmin esitellyt tehokkaiden markkinoiden keskivahvat ehdot toteutuvat. Muutoin uusi tieto välittyy osakehintoihin vain osittain tai ei ollenkaan. (Fama ym. 1969, MacKinlay 1997.)

Tapahtumatutkimukselle ei ole määrätty tiettyä rakennetta tai tapaa muodostaa tutkimusta, vaan tekijä saa määrittellä itse oman tyylinsä soveltaa teoriaa. Aikaisemmissa tutkimuksissa on kuitenkin annettu ohjeistuksia, miten tutkimus kannattaa rakentaa. Esimerkiksi Campbell, Lo ja MacKinlay (1997) esittävät seitsemänvaiheisen rakenteen tapahtumatutkimukselle:

1. Tutkimuksen tapahtuman ja tapahtumaikkunan määritteleminen.
2. Tutkittavien yritysten ja tapahtumien kriteerien määritteleminen.
3. Normaalin ja epänormaalin tuoton laskutavan määritteleminen.
4. Tapahtuman havainnointi-ikkunan määritteleminen.
5. Epänormaalien tuottojen tilastollinen testaaminen.
6. Empiiristen tulosten esitleminen.
7. Tulkinnat ja johtopäätösten esitleminen.

Tapahtumatutkimuksen ensimmäinen vaihe koostuu siis tutkittavan tapahtuman sekä tapahtumaikkunan (*event window*) määrittämisestä. Tapahtumaikkuna tarkoittaa tutkimusajanjaksoa, joka koostuu itse tapahtumapäivästä ja sitä ympäröivistä päivistä. Tapahtumaikkuna muodostuu usein useammasta päivästä kuin vain tapahtumapäivästä, sillä tapahtuma saattaa vaikuttaa osakkeen hintaan jo etukäteen tai vasta muutama päivä tapahtuman jälkeen. Näin voidaan tutkia ja huomioida myös ympäröivät päivät, mutta toisaalta tapahtumaikkuna ei myöskään voi olla liian pitkä, sillä silloin muut yritystä koskevat tiedotteet tai muu informaatio saattavat vaikuttaa osakkeen hintaan. (MacKinlay 1997.)

Tässä tutkielmassa tapahtumana on yrityksen pörssitiedote, joka koskee aloitettavia tai lopetettavia yt-neuvotteluja. Tapahtumapäivä on määritelty pörssitiedotteen päiväyksen mukaan tai, jos tiedote on annettu pörssin sulkeuduttua, tällöin tapahtumapäivänä käytetään seuraavaa kaupankäyntipäivää, eli jolloin pörssi on auki seuraavan kerran. Tapahtumaikkuna on laajennettu tapahtumapäivän ympärille, kymmenen päivää ennen tapah-

tumaa ja kymmenen päivää jälkeen. Yhteensä tapahtumaikkuna eli tutkimusajanjakso tässä koostuu siis 21 päivästä, jolloin epänormaaleja tuottoja tarkastellaan.

Tutkimuksen toisessa vaiheessa määritellään kriteerit tutkittaville havainnoille eli mitä yrityksiä halutaan tutkia ja minkälaiset tapahtumat otetaan mukaan otokseen. Tässä tutkimuksessa tarkastellaan kaikkia Helsingin pörssissä (OMX Helsinki) vuosina 2006-2014 listattuja yrityksiä ja niiden erillisiä pörssitiedotteita, joissa ilmoitetaan yt-neuvotteluista.

Tutkimuksen kolmas vaihe koostuu normaalin ja epänormaalin tuoton laskutavan määrittämisestä. Normaalituotto tarkoittaa toteutunutta tuottoa, kun markkinoilla ei tapahtumaperiodin aikana tapahdu mitään erikoista. Normaalituoton laskemiseen on olemassa useita eri tapoja; sekä tilastollisia että taloudellisia. Tilastollisissa laskutavoissa otetaan huomioon ainoastaan tilastolliset oletukset, kun taas taloudellisissa malleissa huomioidaan lisäksi myös sijoittajien käyttäytyminen. Suosituimpia tilastollisia malleja ovat markkinamalli, markkinakorjattumalli sekä keskiarvokorjattu tuottomalli. Taloudellisia malleja ovat esimerkiksi aikaisemmin tutkielmassa esitelty CAP-malli ja Faman ja Frenchin kolmen faktorin malli. (Campbell ym. 1997: 152-156.)

Markkinamalli on yksinkertainen, sillä se yhdistää lineaarisesti yksittäisen osakkeen tuoton ja markkinaportfolion tuoton. Sen muuttujat on helppo arvioida ja silti sen avulla voidaan havaita ylituottoja paremmin kuin monimutkaisilla malleilla. Markkinamalli on nykyään suosituin laskutapamalli, kun määritetään osakkeiden normaalituottoja ja sitä käytetään myös tässä tutkielmassa. Osakkeen normaalituotto lasketaan markkinamallilla yhdistämällä yksittäisen osakkeen tuotto markkinaportfolion tuottoon näin (MacKinlay 1997.):

$$(3) \quad R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

jossa

R_{it} = osakkeen i normaalituotto hetkellä t

α_i = markkinaportfolion riskitöntä tuottoa kuvaava vakio

β_i = osake- ja markkinatuoton välistä reagointiherkkyyttä mittaava riskikerroin

R_{mt} = markkinaportfolion tuotto hetkellä t

ε_{it} = osaketuoton virhetermi ajassa t .

Lähtökohtana on, että osaketuoton virhetermin ε_{it} odotusarvo on nolla, joten malli voidaan esittää näin:

$$(4) \quad R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Markkinamallin muuttujat α_i ja β_i lasketaan havainnointiajanjaksolta käyttämällä pienimmän neliösumman menetelmää. Beeta-kerroin β_i mittaa yrityskohtaista riskiä suhteessa markkinoiden keskimääräiseen riskiin eli osakkeen markkinariskiä. Se siis kertoo osakkeen hinnan muutoksen, kun markkinaindeksi muuttuu yhden prosentin. Markkina-portfolioin beeta on tasan yksi, eli jos osakkeen beeta on myös yksi, on osakkeen tuotto sama kuin markkinoiden tuotto. Jos beeta on alle yksi, on osakkeen riski markkinariskiä pienempi ja tuotto vaihtelee vähemmän kuin markkinatuotto. Jos taas beeta on yli yksi, osakkeen tuotto vaihtelee voimakkaammin kuin markkinat. (Bodie ym. 2009: 385.)

Osakkeen beeta-kerroin β_i lasketaan seuraavalla kaavalla:

$$(5) \quad \beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

jossa

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ = kovarianssi eli osakkeen i ja markkinaportfolioin välinen yhteisvaihtelu

$\text{Var}(R_m)$ = varianssi eli markkinaportfolioin tuoton kokonaisvaihtelu.

Beeta-kertoimen β_i avulla voidaan määritellä alfa-kerroin α_i , joka puolestaan kertoo osakkeen tuoton verrattuna vastaavan markkinariskin eli beeta-kertoimen omaavan osakkeen tuottoon. Alfa-kerroin kuvaa siis sitä, minkä verran osakkeen tuotto muuttuu keskimääräisesti, kun markkinaportfolioin tuotto pysyy ennallaan. Toisin sanoen, minkä verran osakkeen tuotto on alittanut tai ylittänyt saman beeta-kertoimen omaavan kohteen tuoton. Normaalituoton laskukaavaa käyttäen alfa-kerroin voidaan laskea näin:

$$(6) \quad \alpha_i = \bar{R}_i - \beta_i \bar{R}_m$$

jossa

\bar{R}_i = osakkeen i keskimääräinen tuotto havainnointi-ikkunassa

\bar{R}_m = markkinaportfolioin keskimääräinen tuotto havainnointi-ikkunassa.

Markkinamallilla lasketut normaalituotot kuvaavat siis tuottoja, jotka saavutetaan, kun tapahtuma-ajanjakson aikana ei tapahdu mitään erikoista. Epänormaalit tuotot tarkoittavat tuottoa, joka saadaan vähentämällä normaalituotto tapahtuman jälkeisestä tuotosta. Tutkimuksessa oletetaan, että jäännöstermin epänormaali tuotto koostuu vain markki-

noille tulleesta uudesta informaatiosta. Epänormaalin tuoton laskukaava voidaan esittää seuraavasti (MacKinlay 1997.):

$$(7) \quad AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

jossa

AR_{it} = osakkeen i epänormaali tuotto

R_{it} = osakkeen i todellinen tuotto

ER_{it} = osakkeen normaali eli odotettu tuotto ajanhetkellä t .

Tutkittaessa tietyn tapahtuman vaikutusta yrityksen osakekurssiin, pitää selvittää osakkeen epänormaali tuotto. Tämä on siis toteutuneen tuoton ja normaalin eli odotetun tuoton välinen erotus. Epänormaalin tuoton laskutapa markkinamallilla onnistuu näin (McWilliams & Siegel 1997.):

$$(8) \quad AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

jossa

AR_{it} = osakkeen i epänormaali tuotto hetkellä t

R_{it} = osakkeen normaalituotto hetkellä t

R_{mt} = markkinaportfolion tuotto hetkellä t

α_i = osakkeen i alfa-kerroin

β_i = osakkeen i beeta-kerroin.

Mallilla voidaan laskea kerralla yhden päivän ajalta yhden osakkeen epänormaali tuotto, mutta tutkimusta varten epänormaaleja tuottoja täytyy tarkastella pidemmältä ajalta ja ryhmässä. Näin saadaan kattava näkemys tutkittavan tapahtuman keskimääräisestä vaikutuksesta osakekurssiin. Koko aineiston osalta tulee laskea keskimääräiset ja kumulatiiviset tuotot, jotta nämä voidaan yhdistää kaikkien tapahtumien osalta tapahtumaikkunassa.

Keskimääräinen epänormaali tuotto tietylle tapahtumaperiodin päivälle saadaan laskeamalla koko aineiston osakkeiden epänormaalin tuoton keskiarvo tälle päivälle. Näitä tarkastelemalla voidaan selvittää ovatko markkinat keskimääräisesti reagoineet tapahtumaan normaalista poikkeavasti. Tämä keskimääräinen epänormaali tuotto AAR (*average abnormal return*) lasketaan tapahtumaperiodin jokaiselle havaintopäivälle.

$$(9) \quad AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

jossa

AAR = osakkeiden keskimääräinen epänormaali tuotto hetkellä t

AR_{it} = osakkeen i epänormaali tuotto hetkellä t

N = otoksen havaintojen eli yt-neuvotteluilmoitusten lukumäärä.

Kumulatiivinen epänormaali tuotto CAR (*cumulative abnormal return*) saadaan laske-
malla yhteen osakkeen i päivittäiset epänormaalit tuotot tietyltä tapahtumaikkunan
[$T_1; T_2$] ajalta. Tällä kuvataan yksittäisen osakkeen epänormaalia tuottoa tutkitulta aika-
periodilta: (MacKinlay 1997.)

$$(10) \quad CAR_i[T_1; T_2] = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$$

jossa

CAR_i = yksittäisen osakkeen i kumulatiivinen epänormaali tuotto välillä T_1 ja T_2

AR_{it} = osakkeen i epänormaali tuotto hetkellä t .

Jotta epänormaalien tuottojen jakautumista eri aikaperiodeille saadaan tarkasteltua koko
otoksen osalta, lasketaan keskimääräiset päivittäiset epänormaalit tuotot yhteen. Tällä
tavalla saadaan kumulatiivinen keskimääräinen epänormaali tuotto $CAAR$ (*cumulative
average abnormal return*) (Fama ym. 1969.):

$$(11) \quad CAAR[T_1; T_2] = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n CAR_i [T_1; T_2]$$

jossa

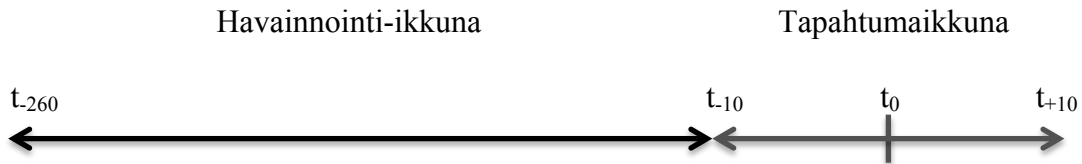
$CAAR_{it}[T_1; T_2]$ = osakkeiden keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto ajalla
 T_1 ja T_2

$CAR_i[T_1; T_2]$ = osakkeen i kumulatiivinen epänormaali tuotto ajalla T_1 ja T_2

N = havaintojen lukumäärä.

Tapahtumatutkimuksen neljäs vaihe koostuu havainnointi-ikkunan (*estimation window*)
määrittämisestä. Tältä ajalta lasketaan jokaista tapahtumaa kohden muuttujat alfa ja
beeta sekä normaalituotot, joiden avulla voidaan tapahtumaikkunan ajalta laskea epä-
normaalit tuotot. Havainnointi-ikkuna koostuu ajanjaksosta ennen itse tapahtumaikku-
naa. Havainnointiajanjakson pituus voi vaihdella tutkimuksissa, mutta useimmiten se on

250 kaupankäyntipäivää ennen tutkittavaa tapahtuma-ajanjaksoa. (Campbell ym. 1997: 152) Tässäkin tutkimuksessa käytetään 250 kaupankäyntipäivän havainnointi-ikkunaa ennen 21 päivän tapahtumaikkunaa.



missä,

t = aika

t_0 = tapahtumapäivä.

Kuvio 7. Tutkimuksessa käytettävät havainnointi- ja tapahtumaikkuna.

Tutkimuksen viidennessä vaiheessa testataan havaittujen epänormaalien tuottojen tilastollinen merkitsevyys. Tämä tehdään varmistukseksi, että epänormaalit tuotot eivät ole vain sattuman tulosta ja tulokset voidaan yleistää koko otoksen osalta. Tulosten tilastollista merkitsevyyttä eli luotettavuutta analysoidaan saatujen epänormaalien tuottojen merkitsevyytensä avulla. Merkitsevyytensä ilmoittaa riskistä, että saatu tulos johtuu sattumasta. Tässä tutkimuksessa käytetään merkitsevyytensä 0,1 (10%), 0,05 (5%), 0,01 (1%) ja 0,001 (0,1%). Tulos on sitä merkitsevempi ja nollahypoteesi voidaan hylätä suuremmalla todennäköisyydellä, mitä pienempi merkitsevyytensä arvo (p-arvo) on. (Heikkilä 2005: 190-195.)

Tässä tutkimuksessa tilastollinen merkitsevyys testataan kaksisuuntaisella t-testillä, joka on keskiarvotesti ja jolla mitataan epänormaalien tuottojen poikkeavuutta odotusarvostaan. Tutkimuksessa oletetaan odotusarvon olevan nolla ja että epänormaalit tuotot ovat lähes normaalijakautuneita. Kaksisuuntaisuutta käytetään siksi, että tuotot voivat poiketa joko positiivisesti tai negatiivisesti odotusarvostaan. (Vaihekoski 2004: 233.)

Keskimääräisten epänormaalien tuottojen tilastollista merkitsevyyttä voidaan testata seuraavalla kaavalla (Vaihekoski 2004: 233):

$$(12) \quad \frac{AAR_t}{\sqrt{\sigma^2_{AAR_t}}} \sim t(N)$$

jossa

AAR_t = osakkeiden keskimääräinen epänormaali tuotto hetkellä t

$\sigma^2 AAR_t$ = osakkeiden keskimääräisten epänormaalien tuottojen varianssi hetkellä t .

Osakkeiden keskimääräisten epänormaalien tuottojen varianssi lasketaan ynnäämällä havainnointiajanjakson kaikkien tapahtumien varianssit ja jakamalla tapahtumien lukumäärällä korotettuna toiseen seuraavasti (Vaihekoski 2004: 233):

$$(13) \quad \sigma^2 AAR_t = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2(\varepsilon_i)$$

jossa

$\sigma_{it}^2(AAR_t)$ = osakkeiden keskimääräisen epänormaalien tuottojen varianssi

$\sigma^2(\varepsilon_i)$ = havainnointi-ikkunan epänormaalien tuottojen varianssi

N = havaintojen lukumäärä.

Lisäksi halutaan selvittää kumulatiivisten keskimääräisten epänormaalien tuottojen tilastollinen merkitsevyys, joka testataan seuraavalla kaavalla (Vaihekoski 2004: 233):

$$(14) \quad \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\sigma^2(CAAR(t_1, t_2))}} \sim N(0, 1)$$

jossa

$CAAR(t_1, t_2)$ = kumulatiivinen keskimääräinen epänormaali tuotto välillä t_1 ja t_2

$\sigma^2(CAAR(t_1, t_2))$ = kumulatiivisen keskimääräisen epänormaalien tuottojen varianssi välillä t_1 ja t_2 .

Kumulatiivisten keskimääräisten epänormaalien tuottojen varianssi puolestaan määritellään seuraavalla kaavalla (Vaihekoski 2004: 233):

$$(15) \quad \begin{aligned} \sigma^2 CAAR((t_1, t_2)) &= \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(t_1, t_2) \\ &= \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (t_2 - t_1 + 1) \sigma^2(\varepsilon_i) \end{aligned}$$

jossa

$\sigma^2 CAAR(t_1, t_2)$ = kumulatiivisen keskimääräisen epänormaalien tuottojen varianssi aikavälillä t_1 ja t_2

N = havaintojen lukumäärä.

Tapahtumatutkimuksen kaksi viimeistä vaihetta ovat tutkimustulosten esitleminen sekä niiden perusteella vedettävät johtopäätökset ja yhteenveto. Nämä vaiheet käydään läpi tutkielman seuraavissa pääluvuissa.

6. TUTKIMUSTULOKSET

Tässä tutkielman osiossa esitellään tapahtumatutkimuksessa ilmenneet tulokset. Ensimmäisenä esitellään koko otoksen osalta yt-neuvottelujen aloitusilmoituksia seuraavat markkinareaktiot ja niistä pääteltävät tulokset. Seuraavaksi tarkastellaan tuloksia yt-neuvottelujen lopetusilmoitusten osalta. Lopuksi esitellään arvo- ja kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten aiheuttamien markkinareaktioiden eroavaisuuksia.

6.1. Yt-neuvottelujen aloitusilmoitukset

Tutkimuksessa tarkastellaan Helsingin pörssiin listautuneiden yritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksia ja niiden jälkeisiä markkinareaktioita vuosien 2006-2014 välillä. Tätä ajalta lopullisen tutkittavan otoksen määrä on 405 havaintoa. Koko otoksen osalta keskimääräinen epänormaali tuotto (AAR) tapahtumapäivältä sekä sitä ympäröiviltä 20 päivältä esitetään alla olevassa taulukossa 2. Taulukossa esitetään lisäksi t-testin arvo, sen merkitsevyyttä mittaava p-arvo sekä kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot (CAAR) tapahtumaikkunan päiville.

Tutkielman ensimmäisen hypoteesin mukaan yt-neuvottelujen aloitusilmoituksilla on negatiivinen vaikutus yrityksen osakekurssiin eli markkinat reagoivat ilmoitukseen negatiivisesti. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että yt-neuvottelujen aloitusilmoitusta ympäröivien päivien aikana keskimääräiset epänormaalit tuotot ovat pieniä ja vaihtelevat sekä negatiivisina että positiivisina. Tuotot eivät ole tilastollisesti merkitseviä, joka viittaa entistä enemmän siihen, että ne ovat muodostuneet satunnaisesti ja vaihtelevat runsaasti. Kuitenkin tapahtumapäivänä keskimääräinen epänormaali tuotto on $-0,72\%$ ja tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä tasolla $0,1\%$. Tämä tulos todistaa markkinoiden reagoivan keskimääräisesti negatiivisesti yritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoitukseen ja tällöin yrityksen osakekurssi laskee.

Taulukko 2. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä.

Aloitusermoitukset koko otos n=405				
Päivä (t)	AAR	t-arvo	p-arvo	CAAR
-10	-0,15 %	-1,2282	0,2201	-0,15 %
-9	-0,16 %	-1,2837	0,2000	-0,31 %
-8	0,19 %	1,4167	0,1573	-0,12 %
-7	0,00 %	0,0290	0,9769	-0,12 %
-6	0,10 %	0,7847	0,4331	-0,02 %
-5	0,17 %	1,3422	0,1803	0,15 %
-4	-0,08 %	-0,7467	0,4557	0,08 %
-3	0,01 %	0,0998	0,9206	0,09 %
-2	0,20 %	1,5829	0,1142	0,28 %
-1	0,07 %	0,6302	0,7355	0,36 %
0	-0,72 % ****	-3,8049	0,0002	-0,36 %
1	0,09 %	0,6853	0,4935	-0,28 %
2	-0,08 %	-0,8332	0,4052	-0,36 %
3	-0,08 %	-0,7488	0,4544	-0,44 %
4	0,00 %	0,0319	0,9746	-0,44 %
5	-0,09 %	-0,7657	0,4443	-0,53 %
6	0,05 %	0,4517	0,6517	-0,48 %
7	0,02 %	0,1689	0,8660	-0,46 %
8	-0,09 %	-0,7836	0,4337	-0,54 %
9	0,06 %	0,5014	0,6164	-0,48 %
10	0,01 %	0,1028	0,9182	-0,47 %

**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Seuraavassa kuviossa 8 esitetään yt-neuvottelujen aloitusermoitusten koko otoksen osalta keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan [-10;+10] ajalta. Kuviosta nähdään epänormaalien tuottojen vaihtelevan heikkoina sekä negatiivisina että positiivisina tapahtumapäivän ympärillä. Tapahtumapäivänä nähdään selkeä negatiivinen epänormaali tuotto, kun markkinat reagoivat yt-neuvottelujen aloitusermoitukseen.



Kuvio 8. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä.

Seuraavassa taulukossa 3 esitetään keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot tapahtumapäivää ympäröivien tapahtumaikkunoiden aikana. Koko tapahtumaikkuna sisältää kymmenen päivää ennen tapahtumapäivää sekä kymmenen päivää tapahtumapäivän jälkeen. Tapahtumaikkuna sisältää siis 21 päivää ja lisäksi tämä on jaettu lyhyempiin ikkunoihin sisältäen aina tapahtumapäivän. Yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten koko otoksen osalta tapahtumaikkunan [-10;+10] kumulatiivinen epänormaali tuotto on negatiivinen -0,47 %, mutta tämä tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Tapahtumaikkunoissa [-1;+1], [0;+1], [0;+2], [-1;+5] ja [0;+5] esiintyy negatiivisia epänormaaleja tuottoja, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä. Esimerkiksi [0;+5] aikavälillä kumulatiivinen epänormaali tuotto on -0,89 % ja se on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyystasolla. Näiden tulosten perusteella voidaan päätellä yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen aiheuttavan negatiivisen markkinareaktion, joka näyttää kumuloituvan hiukan myös seuraavien päivien tuottoihin. Tulokset viittaavat siihen, että Suomen osakemarkkinoilla eivät täyty markkinatrehokkuuden keskivahvat ehdot, koska kaikki informaatio ei heijastu osakkeen hintaan vain tapahtumapäivänä.

Taulukko 3. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].

Aloitusilmoitukset koko otos n=405			
Tapahtumaikkuna	CAAR	t-arvo	p-arvo
[-10;+10]	-0,47 %	-0,8674	0,3862
[-5;+5]	-0,51 %	-1,2767	0,2025
[-5;-1]	0,38 %	1,4991	0,1346
[-2;+2]	-0,45 %	-1,5285	0,1272
[-1;+1]	-0,56 % **	-2,2782	0,0232
[0;+1]	-0,63 % ***	-2,8756	0,0042
[0;+2]	-0,72 % ***	-2,9396	0,0035
[-1;+5]	-0,81 % **	-2,4749	0,0137
[0;+5]	-0,89 % ***	-2,8376	0,0048

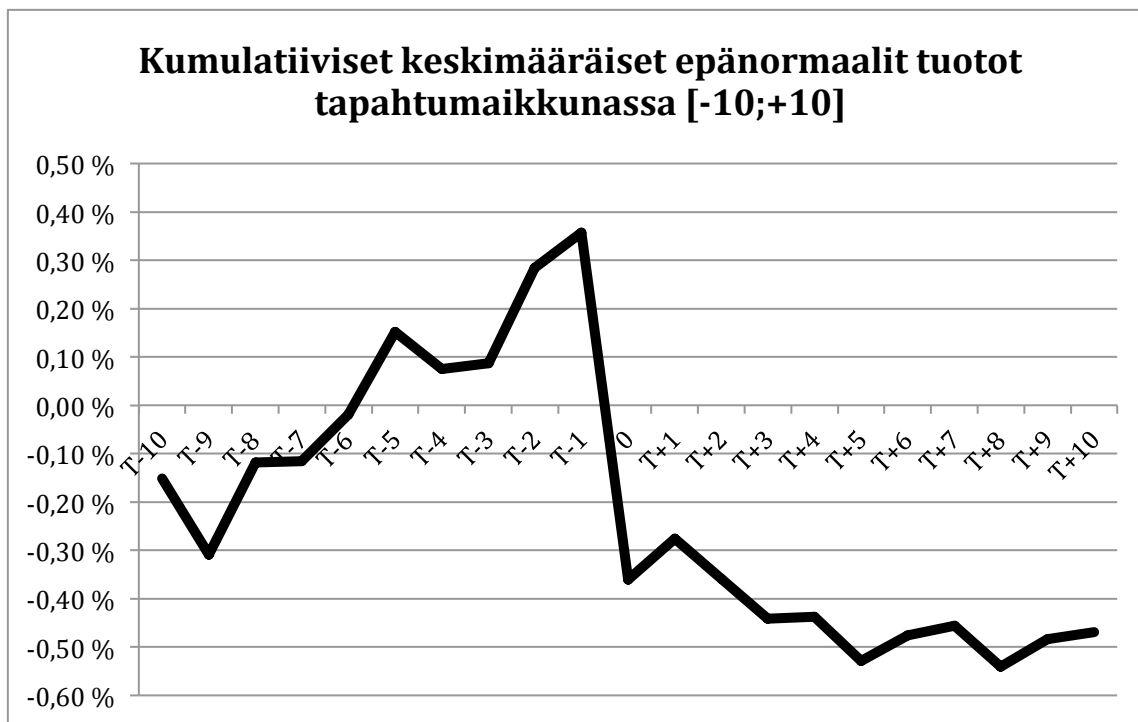
**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Kuviossa 9 esitetään yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten koko otoksen osalta tapahtumaikkunassa kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot. Kuviossa nähdään ennen tapahtumapäivää positiivinen trendi, joka muodostuu peräkkäisten päivien heikoista positiivisista epänormaaleista tuotoista. Ennen tapahtumapäivää sijoittajat näyttävät ennakoivan positiivisia uutisia, mutta ilmoitus yt-neuvotteluista vaikuttaa tulevan yllätyksenä ja siihen suhtaudutaan keskimääräisesti negatiivisesti. Tapahtumapäivän epänormaali tuotto -0,72 % kääntää kumulatiiviset epänormaalit tuotot negatiiviseksi, jonka jälkeen trendi jatkuu tasaisena ja negatiivisena.



Kuvio 9. Kumulaatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä.

Koko otoksen tulosten perusteella voidaan todeta markkinoiden reagoivan keskimääräisesti negatiivisesti yrityksen yt-neuvottelujen aloitusilmoitukseen. Tulos on linjassa tutkimuksen ensimmäisen hypoteesin kanssa, jonka mukaan yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivinen vaikutus yrityksen osakekurssiin. Täten tutkielman ensimmäinen hypoteesi voidaan hyväksyä. Tulos on samansuuntainen monen aikaisemman tutkimuksen tuloksen kanssa. Esimerkiksi Worrel ym. 1991; Gunderson ym. 1997 ja McKnight ym. 2002 toteavat negatiivisen markkinareaktion seuraavan yritysten irtisanomisilmoituksia tutkiessaan aihetta Yhdysvaltojen, Kanadan ja Iso-Britannian osake-markkinoilla.

6.2. Yt-neuvottelujen lopetusilmoitukset

Tutkielman kiinnostuksen kohteena on tarkastella yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten lisäksi niiden lopetusilmoituksia seuraavaa markkinareaktiota. Yt-neuvottelujen lopetusilmoituksia ajalta 2006-2014 kertyi otokseen 338 kappaletta. Tutkielman toinen hypoteesi ennakoii, että lopetusilmoituksilla ei ole vaikutusta yrityksen markkina-arvoon.

Tässä kappaleessa esitetään ja tarkastellaan yt-neuvottelujen lopetusilmoitusten jälkeistä markkinareaktiota sekä päätellään hypoteesin pitävyys.

Alla olevassa taulukossa 4 esitetään yt-neuvottelujen lopetusilmoitusten jälkeinen markkinareaktio keskimääräisten epänormaalien tuottojen muodossa tapahtumaikkunan [-10;+10] päiville. Taulukossa esiintyvät päivittäiset keskimääräiset epänormaalit tuotot ovat hyvin heikkoja ja vaihtelevat negatiivisina sekä positiivisina. Ainoastaan kahdeksan ja kaksi päivää ennen tapahtumapäivää epänormaalit tuotot ovat tilastollisesti merkitseviä kymmenen prosentin tasolla, mutta näistä on hankala päätellä mitään ilmoitukseen liittyvää.

Taulukko 4. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen lopetusilmoituksen ympärillä.

Lopetusilmoitukset n=338				
Päivä (t)	AAR	t-arvo	p-arvo	CAAR
-10	0,18 %	1,1544	0,2491	0,18 %
-9	-0,05 %	-0,3706	0,7112	0,14 %
-8	-0,23 % *	-1,8261	0,0687	-0,09 %
-7	-0,22 %	-1,5614	0,1194	-0,31 %
-6	-0,10 %	-0,7206	0,4717	-0,41 %
-5	-0,09 %	-0,7092	0,4787	-0,50 %
-4	0,00 %	0,0181	0,9856	-0,50 %
-3	0,01 %	0,0933	0,9257	-0,49 %
-2	0,27 % *	1,7472	0,0815	-0,22 %
-1	0,13 %	0,7826	0,4344	-0,09 %
0	0,05 %	0,3342	0,7384	-0,04 %
1	-0,18 %	-1,3776	0,1692	-0,22 %
2	0,02 %	0,1594	0,8735	-0,20 %
3	-0,05 %	-0,2647	0,7914	-0,25 %
4	0,11 %	0,8006	0,4239	-0,14 %
5	-0,01 %	-0,1299	0,8967	-0,15 %
6	0,10 %	0,8518	0,3949	-0,05 %
7	0,08 %	0,6854	0,4936	0,03 %
8	0,08 %	0,6284	0,5302	0,11 %
9	-0,08 %	-0,6539	0,5136	0,03 %
10	0,03 %	0,2578	0,7967	0,06 %

**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Taulukossa 5 esitetään yt-neuvottelujen lopetusilmoituspäivää ympäröivän tapahtumaikkunan ajalta keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot. Koko tapahtumaikkunan [-10;+10] ajalta kumulatiivinen epänormaali tuotto on 0,06 %. Lyhyemmän tapahtumaikkunan [-1;+1] ajalta vastaava tuotto on 0,00 %. Kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja on laskettu useamman ikkunan ajalle ja kaikki ovat heikkoja eivätkä tilastollisesti merkitseviä.

Taulukko 5. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen lopetusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].

Lopetusilmoitukset n=338			
Tapahtumaikkuna	CAAR	t-arvo	p-arvo
[-10;+10]	0,06 %	0,1094	0,9130
[-5;+5]	0,26 %	0,6211	0,5350
[-5;-1]	0,32 %	1,0621	0,2890
[-2;+2]	0,29 %	1,1167	0,2649
[-1;+1]	0,00 %	0,0161	0,9871
[0;+1]	-0,13 %	-0,7345	0,4632
[0;+2]	-0,11 %	-0,5201	0,6034
[-1;+5]	0,07 %	0,2049	0,8377
[0;+5]	-0,06 %	-0,2061	0,8368

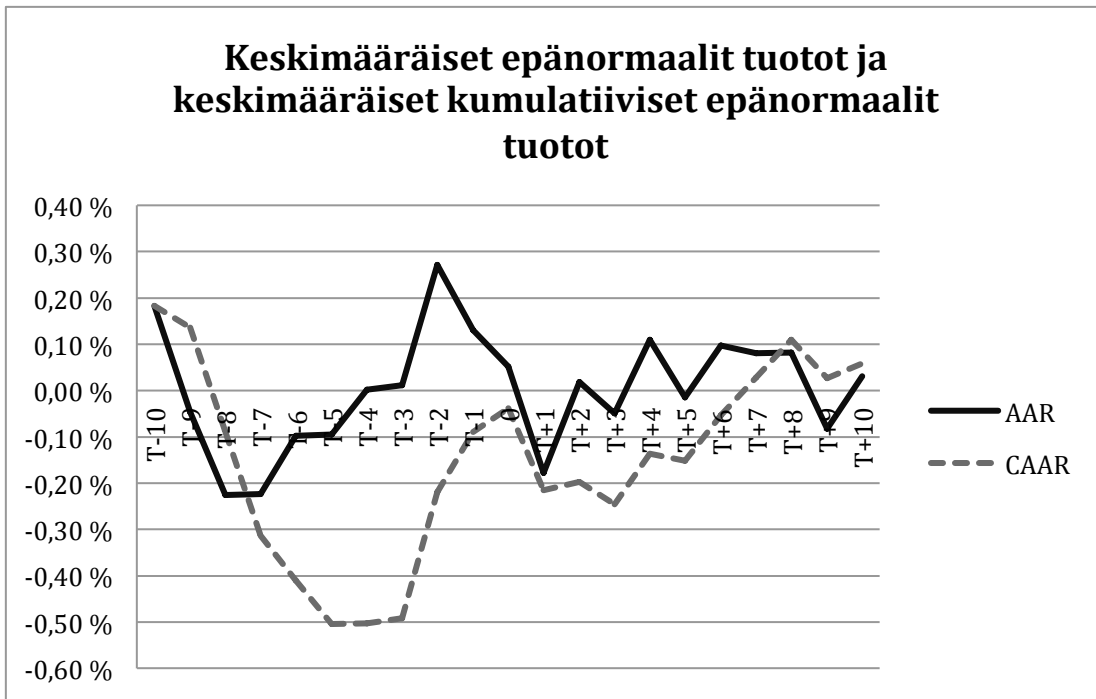
**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Kuviossa 10 on esitetty yt-neuvottelujen lopetusilmoitusten osalta tapahtumaikkunan ajalta keskimääräiset epänormaalit tuotot sekä keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot. Kuvaajista nähdään, että epänormaalit tuotot ovat suhteellisen heikkoja suurimman ollessa 0,27 % kaksi päivää ennen tapahtumapäivää. Epänormaalit tuotot vaihtelevat negatiivisina ja positiivisina ja täten myös kumulatiivinen epänormaali tuotto on hyvin heikko.



Kuvio 10. Keskimääräiset epänormaalit tuotot ja kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen lopetusilmoituksen ympärillä.

Tulosten perusteella voidaan päätellä, että yt-neuvottelujen lopetusilmoituksilla ei ole vaikutusta yritysten markkina-arvoon eli sijoittajat eivät reagoi näihin uutisiin millään tavalla. Voidaan ajatella, että yt-neuvottelujen aloitusilmoitukseen on jo reagoitu ja neuvottelujen lopetusilmoitus ei enää tuo merkittävää uutta tietoa markkinoille. Tutkimuksen hypoteesin kaksi mukaan yt-neuvottelujen lopetusilmoituksilla ei ole vaikutusta yrityksen osakekurssiin eli, että ilmoituksen jälkeen markkinoilla ei esiinny epänormaalieja tuottoja. Toinen hypoteesi voidaan hyväksyä edellä esiteltyjen tulosten mukaan.

6.3. Arvo- ja kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoitukset

Tutkimuksessa tarkastellaan koko otoksen lisäksi arvo- ja kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten jälkeistä markkinareaktiota. Koko otoksen (405) yritystä jaetaan kahtia P/B-luvun perusteella. Yrityksen P/B-luku on otettu samalta vuodelta, kuin minä yt-neuvotteluilmoitus on tapahtunut. Korkeiden ja matalien P/B-lukujen ryhmien väliin on jätetty niin sanottu neutraali ryhmä, joka parantaa tuloksen pitävyyttä. Tässä tutkimuksessa väliin on jätetty 81 tapahtumaa, joita ei tässä tarkastelussa oteta huomioon. Lisäksi otoksesta on poistettu yhteensä 16 tapahtumaa, kahdeksan sekä ne-

gatiivisesta että positiivisesta epänormaalien tuoton ääri-alueista. Täten sekä kasvuyritysten (korkeammat P/B-luvut) tapahtumia että arvoyritysten (matalammat P/B-luvut) tapahtumia jää tarkasteluryhmiin 154 kappaletta. Kasvuyritysryhmän kaikkien yritysten P/B-luvut ovat yli 1,5 korkeimman ollessa 7,64. Arvoyritysryhmän P/B-luvut jäävät kaikki alle 1,1 pienimmän ollessa 0,17.

Tutkielman kolmannen hypoteesin mukaan markkinat reagoivat kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksiin negatiivisemmin kuin arvoyritysten yt-neuvotteluilmoituksiin. Tutkimuksessa on tarkasteltu molempien ryhmien yt-neuvotteluilmoitusten jälkeistä markkina-arvoa erikseen. Alla esitellään ensin kasvuyritysten ryhmän tuloksia ja sen jälkeen vastaavat tulokset arvoyritysten osalta. Tämän jälkeen esitellään tarkasteluryhmien tulosten erot tilastollisesti testattuna ja tehdään johtopäätökset hypoteesin osalta.

Alla olevassa taulukossa 6 esitetään yt-neuvotteluilmoituksen jälkeiset epänormaalit tuotot kasvuyritysohjauksen osalta tapahtumaikkunan [-10;+10] päiviltä. Epänormaalit tuotot vaihtelevat päivien aikana sekä negatiivisina että positiivisina, mutta tapahtumapäivänä todetaan selkeä negatiivinen markkinareaktio -0,92 % epänormaalilla tuotolla. Tämä tulos on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n merkitsevyytasolla eli erittäin merkitsevä. Tuloksen perusteella voidaan päätellä markkinoiden reagoivan keskimääräisesti negatiivisesti kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksiin.

Taulukko 6. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä kasvuyritysten osalta.

Aloitusermoitukset kasvuyritykset n=154				
Päivä (t)	AAR	t-arvo	p-arvo	CAAR
-10	-0,04 %	-0,2559	0,7984	-0,04 %
-9	-0,34 %	-1,6282	0,1055	-0,38 %
-8	0,32 %	1,3119	0,1915	-0,06 %
-7	0,06 %	0,3922	0,6955	0,00 %
-6	0,17 %	0,8496	0,3969	0,17 %
-5	0,07 %	0,3774	0,7064	0,24 %
-4	0,18 %	1,1574	0,2489	0,42 %
-3	-0,20 %	-1,1444	0,2542	0,22 %
-2	0,21 %	1,5018	0,1352	0,43 %
-1	-0,04 %	-0,2105	0,8336	0,39 %
0	-0,92 % ****	-4,1113	0,0001	-0,53 %
1	-0,02 %	-0,1248	0,9008	-0,55 %
2	-0,18 %	-1,3493	0,1792	-0,73 %
3	0,15 %	0,7894	0,4311	-0,58 %
4	-0,09 %	-0,5231	0,6017	-0,67 %
5	-0,11 %	-0,5985	0,5504	-0,78 %
6	-0,12 %	-0,6337	0,5272	-0,90 %
7	0,06 %	0,3052	0,7606	-0,84 %
8	-0,34 % *	-1,8676	0,0637	-1,18 %
9	-0,19 %	-1,1898	0,2360	-1,37 %
10	0,13 %	0,8598	0,3912	-1,23 %

**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Seuraavassa taulukossa 7 on laskettu yhteen tapahtumaikkunan epänormaaleja tuottoja, jotta voidaan tarkastella kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja eri aikaväleillä tapahtumaikkunan sisällä. Kaikkien alla laskettujen tapahtumaikkunoiden tuotot ovat tilastollisesti merkitseviä lukuun ottamatta tapahtumaikkunaa [-5;-1], mistä voidaan päätellä, että tieto yt-neuvotteluilmoituksesta ei ole vuotanut markkinoille etukäteen. Merkitsevin kumulatiivinen epänormaali tuotto on -1,12 % aikavälillä [0;+2] ja tämä on tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla.

Tuloksista voidaan päätellä, että markkinat reagoivat nopeasti ja negatiivisesti kasvuyritysten yt-neuvotteluilmoitukseen, mutta tapahtumapäivän lisäksi reaktio jatkuu edelleen seuraavina päivinä. Tämä viittaa siihen, että tieto ei saavuta kaikkia sijoittajia samaan aikaan tai, että kaikki sijoittajat eivät reagoi uutiseen yhtä nopeasti. Tämä taas johtaa

siihen, että tieto ei heti heijastu täydellisesti osakkeen hintaan jolloin voidaan todeta, että markkinatohokkuuden keskivahvat ehdot eivät toteudu markkinoilla.

Taulukko 7. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].

Kasvuyritykset n=154				
Tapahtumaikkuna	CAAR		t-arvo	p-arvo
[-10;+10]	-1,23 % *		-1,7842	0,0764
[-5;+5]	-0,95 % *		-1,8248	0,0700
[-5;-1]	0,22 %		0,7146	0,4759
[-2;+2]	-0,95 % ***		-2,8053	0,0057
[-1;+1]	-0,98 % ***		-3,1150	0,0022
[0;+1]	-0,94 % ***		-3,3337	0,0011
[0;+2]	-1,12 % ****		-3,8350	0,0002
[-1;+5]	-1,21 % ***		-2,6223	0,0096
[0;+5]	-1,17 % ***		-2,6323	0,0094

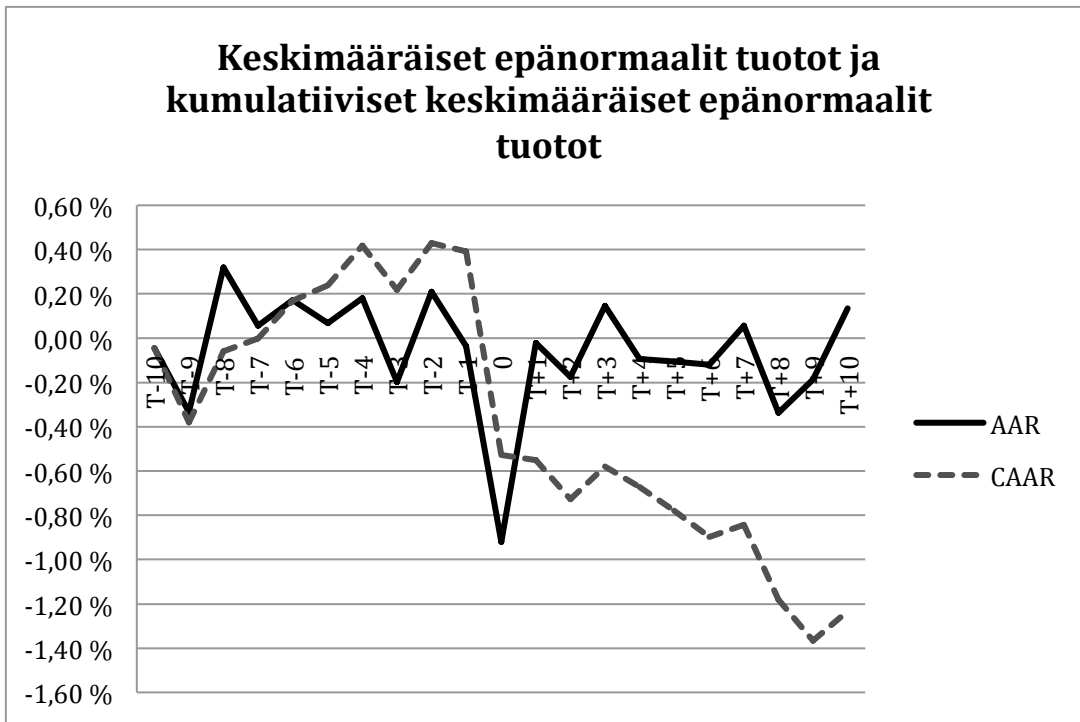
**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Kuviossa 11 on kuvattu kasvuyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten osalta keskimääräiset epänormaalit tuotot ja keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunassa [-10;+10]. Keskimääräisten epänormaalien tuottojen osalta nähdään jyrkkä negatiivinen pudotus tapahtumapäivän kohdalla ja keskimääräisten kumulatiivisten tuottojen osalta negatiivinen trendi tapahtumapäivän jälkeen. Tulosten perusteella voidaan todeta kasvuyritysten yt-neuvotteluilmoitusten vaikuttavan negatiivisesti yrityksen osakekurssiin.



Kuvio 11. Keskimääräiset epänormaalit tuotot ja kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten ympärillä kasvuyritysten osalta.

Seuraavaksi esitellään arvoyritysten osalta tulokset yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten jälkeisestä markkinareaktiosta. Alla olevassa taulukossa 8 esitetään keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan [-10;+10] päivien osalta. Myös arvoyritysten osalta epänormaalit tuotot vaihtelevat päivien aikana sekä negatiivisina että positiivina. Tapah- tumapäivänä keskimääräinen epänormaali tuotto on -0,35 ja heti seuraavana päivänä nähdään positiivinen 0,24 % korjausliike. Tämä viittaa siihen, että sijoittajat reagoivat uutiseen ensin negatiivisesti, mutta seuraavana päivänä edellisen päivän reagointi voi- daan nähdä ylireagointina näiden yritysten osalta. Ainoastaan neljä päivää ennen tapah- tumapäivää todetaan tilastollisesti merkitsevä -0,41 %:n epänormaali tuotto, mutta tälle on hankala päätellä tarkempaa syytä.

Taulukko 8. Keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä arvoyritysten osalta.

Aloitusermoitukset arvoyritykset n=154				
Päivä (t)	AAR	t-arvo	p-arvo	CAAR
-10	-0,25 %	-1,2082	0,2288	-0,25 %
-9	-0,16 %	-0,9549	0,3411	-0,40 %
-8	-0,07 %	-0,4047	0,6863	-0,48 %
-7	-0,15 %	-0,7655	0,4452	-0,62 %
-6	-0,02 %	-0,0975	0,9225	-0,64 %
-5	0,09 %	0,4868	0,6271	-0,55 %
-4	-0,41 % **	-2,3725	0,0189	-0,96 %
-3	0,16 %	0,7753	0,4394	-0,80 %
-2	0,32 %	1,4610	0,1461	-0,48 %
-1	0,31 %	1,5433	0,1248	-0,17 %
0	-0,35 %	-1,4479	0,1497	-0,51 %
1	0,24 %	1,0921	0,2765	-0,27 %
2	-0,16 %	-1,0163	0,3111	-0,44 %
3	-0,16 %	-0,9586	0,3393	-0,60 %
4	0,12 %	0,6799	0,4976	-0,48 %
5	0,18 %	0,9252	0,3563	-0,30 %
6	-0,07 %	-0,4014	0,6887	-0,37 %
7	0,06 %	0,2881	0,7737	-0,31 %
8	0,12 %	0,7039	0,4826	-0,19 %
9	0,22 %	1,2210	0,2240	0,03 %
10	0,17 %	0,5436	0,5875	0,19 %

**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Taulukkoon 9 on koottu arvoyritystotoksen osalta keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan sisältä eri aikaväleille. Koko tapahtumaikkunan [-10;+10] osalta keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto on positiivinen 0,19 % ja kapeamman ikkunan [-5;5] osalta 0,34 %. Myös ikkunan [-2;2] tulos 0,36 % sekä [-1;+1] tulos 0,20 % ovat positiivisia, minkä perusteella voidaan päätellä markkinoiden reagoivan osittain jopa positiivisesti arvoyritysten yt-neuvotteluilmoituksiin tarkasteltaessa kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja tapahtumapäivän ympärillä. Nämä tulokset eivät ole tilastollisesti merkitseviä, mutta antavat suuntaa päätelmille.

Taulukko 9. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot arvoyritysten yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen ympärillä tapahtumaikkunassa [-10;+10].

Arvoyritykset n=154			
Tapahtumaikkuna	CAAR	t-arvo	p-arvo
[-10;+10]	0,19 %	0,2077	0,8357
[-5;+5]	0,34 %	0,5588	0,5771
[-5;-1]	0,47 %	1,1290	0,2607
[-2;+2]	0,36 %	0,7278	0,4678
[-1;+1]	0,20 %	0,5223	0,6022
[0;+1]	-0,11 %	-0,3267	0,7443
[0;+2]	-0,27 %	-0,7167	0,4747
[-1;+5]	0,18 %	0,3561	0,7222
[0;+5]	-0,13 %	-0,2798	0,7800

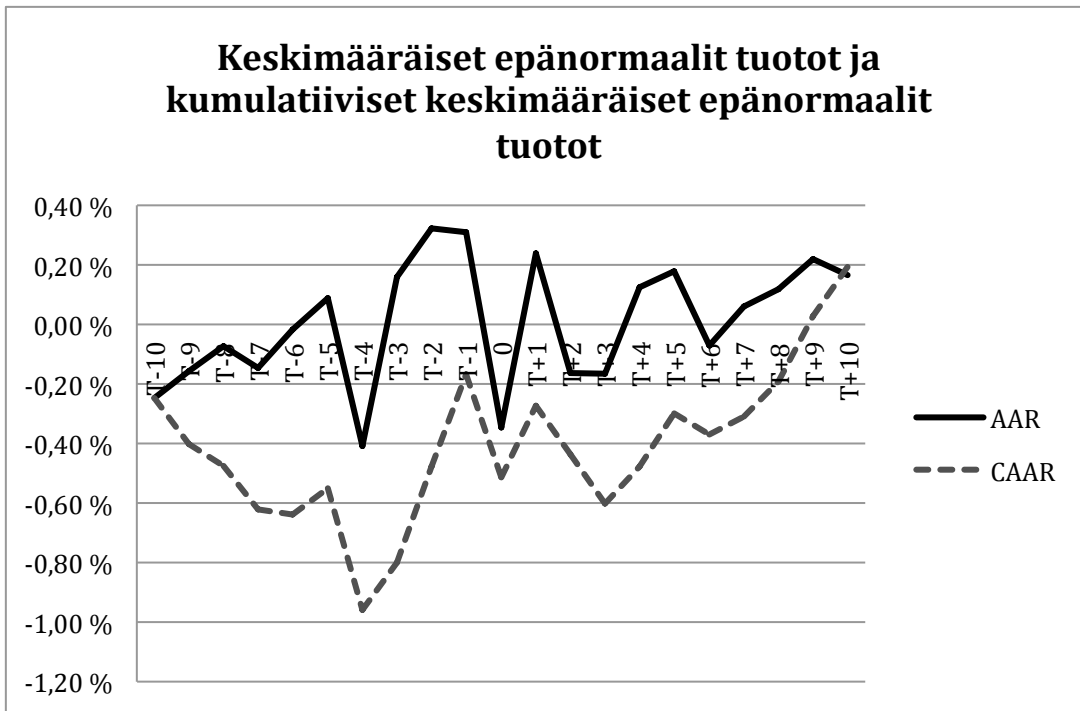
**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Kuviossa 12 esitetään arvoyritystotoksen osalta keskimääräiset epänormaalit tuotot sekä keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan [-10;+10] päivien osalta. Kuvioista nähdään kuinka keskimääräiset epänormaalit tuotot heiluvat sekä positiivisella että negatiivisella puolella. Keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto kapuaa negatiivisesta lopulta positiiviseksi arvoyritystotoksen osalta tapahtumaikkunan aikana. Ennen tapahtumapäivää nähdään positiivisia epänormaaleja päivätuottoja, tapahtumapäivänä negatiivinen ja taas seuraavana päivänä positiivinen. Vaihtelevat tuotot viittaavat markkinoiden epävarmuuteen ja siihen, että sijoittajat eivät ole varmoja suhtautumisestaan yt-neuvotteluilmoitukseen.



Kuvio 12. Keskimääräiset epänormaalit tuotot ja keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten ympärillä arvoyritysten osalta.

Tutkielman hypoteesin kolme mukaan kasvuyritysten yt-neuvotteluilmoitukset aiheuttavat negatiivisemmän markkinareaktion kuin arvoyritysten yt-neuvotteluilmoitukset. Yllä esitettyjen tulosten perusteella kasvuyritysten yt-neuvotteluilmoitukset aiheuttavat tilastollisesti erittäin merkitsevän negatiivisen -0,92 % keskimääräisen epänormaalit tuoton tapahtumapäivänä, joka tässä tutkimuksessa on ilmoituspäivä. Arvoyritysten osalta vastaava tuotto on ei merkitsevä -0,35 %. Tämän tuoton p-arvo 0,1497 on kuitenkin melko lähellä merkitsevää arvoa eli epänormaalit tuottoa voidaan pitää lähes pätevänä.

Tarkasteltaessa ympäröiviä päiviä, kasvuyritysten otoksen keskimääräiset kumulatiiviset tuotot ovat tilastollisesti merkitseviä ja negatiivisia. Arvoyritysten otosta tarkasteltaessa vastaavat tuotot ovat osittain jopa positiivisia, mutta eivät tilastollisesti merkitseviä. Tulokset ovat yhteneväisiä hypoteesin kanssa, jonka mukaan yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivisempi vaikutus kasvuyrityksen osakekurssiin kuin arvoyrityksen osakekurssiin.

Markkinat eivät välttämättä osaa odottaa kasvuyritysten osalta yt-neuvotteluilmoitusta ja siihen reagoidaan vahvemmin. Arvoyritykset ovat usein isoja organisaatioita mihin sijoitetaan muun muassa vakaan kassavirran takia. Tällöin sijoittajat eivät reagoi näiden

yritysten osalta uutisiin yhtä herkästi kuin pienempien ja uudempien yritysten osalta. Arvoyritykset ovat myös saattaneet ilmoittaa yt-neuvotteluista useammin ja irtisanoa työntekijöitään aiemminkin, mikä saattaa pienentää markkinareaktiota. Uutiset irtisanomisista eivät enää järkytä sijoittajia, ja päinvastoin irtisanomiset voidaan nähdä myös positiivisesta näkökulmasta, että yritys panostaa tehokkuuteen ja tekee muutoksia organisaatiossaan tuottavampaa tulevaisuutta ajatellen.

Taulukossa 10 esitetään kasvu- ja arvoyritysten epänormaalin tuoton erotus, tulosten parvot sekä kumulatiivinen epänormaalityttö tapahtumaikkunan päville [-10;+10]. Tulosten avulla voidaan tarkastella tuottojen eroavaisuuksien tilastollista pitävyyttä. Tulosten perusteella nähdään, että kasvu- ja arvoyritysten epänormaalityttö erotot eroavat useampana päivänä tilastollisesti merkitsevästi. Tämä merkitsee sitä, että markkinat reagoivat todistetusti eri tavalla näiden kahden yritysryhmän yt-neuvotteluilmoituksiin.

Tapahtumapäivänä eli yt-neuvottelujen ilmoituspäivänä kasvu- ja arvoyritysten osakursseissa todetaan -0,58 %:n tuottoero ja tämä on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n merkitsevyydellä. Tapahtumaikkunan sisällä neljänä päivänä ennen tapahtumapäivää ja kahtena jälkeen, nähdään tilastollisesti eroavat epänormaalityttö erotot kasvu- ja arvoyritysten osalta.

Taulukko 10. Kasvu- ja arvoyritysten keskimääräisten epänormaalien tuottojen erot.

Kasvuyritykset n=154 ja arvoyritykset n=154			
Päivä (t)	AAR	p-arvo	CAAR
-10	0,20 %	0,2273	0,20 %
-9	-0,18 %	0,2479	0,02 %
-8	0,39 % *	0,0985	0,42 %
-7	0,20 %	0,1994	0,62 %
-6	0,19 %	0,2419	0,81 %
-5	-0,02 %	0,4666	0,79 %
-4	0,59 % ***	0,0058	1,38 %
-3	-0,36 % *	0,0923	1,02 %
-2	-0,11 %	0,3320	0,91 %
-1	-0,34 % *	0,0955	0,56 %
0	-0,58 % **	0,0399	-0,01 %
1	-0,26 %	0,1803	-0,28 %
2	-0,01 %	0,4769	-0,29 %
3	0,31 %	0,1098	0,02 %
4	-0,22 %	0,1974	-0,19 %
5	-0,29 %	0,1393	-0,48 %
6	-0,05 %	0,4253	-0,53 %
7	-0,01 %	0,4919	-0,53 %
8	-0,46 % **	0,0329	-0,99 %
9	-0,41 % **	0,0449	-1,40 %
10	-0,03 %	0,4641	-1,43 %

**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Taulukossa 11 on tarkasteltu lähemmin kasvu- ja arvoyritysryhmien välisen epänormaalien tuoton eroa yt-neuvotteluilmoituksen ympärillä kumulatiivisten epänormaalien tuottojen muodossa eri tapahtumaikkunoiden aikana. Taulukosta nähdään tapahtumapäivää ympäröivän kapean ikkunan [-2;+2] osalta -1,31 %:n kumulatiivinen epänormaalituotto, joka kuvaa kasvu- ja arvoyritysten tuottojen eroa. Tämä tulos on tilastollisesti merkitsevä viiden prosentin merkitsevyystasolla. Lisäksi taulukossa nähdään tilastollisesti merkitsevät erot kumulatiivisissa epänormaaleissa tuotoissa ikkunoiden [0;+1], [-1;+5] ja [0;+5] osalta. Tulokset viittaavat siihen, että markkinat reagoivat eri tavalla kasvu- ja arvoyritysten yt-neuvotteluilmoitukseen ja täten vaikutuksessa yrityksen osakekurssiin on eroa.

Taulukko 11. Kasvu- ja arvoyritysten välisten kumulatiivisten keskimääräisten epänormaalien tuottojen ero.

Kasvuyritykset n=154 ja arvoyritykset n=154		
Tapahtumaikkuna	CAAR	p-arvo
[-10;+10]	-1,43 %	0,2202
[-5;+5]	-1,29 %	0,1081
[-5;-1]	-0,25 %	0,6333
[-2;+2]	-1,31 % **	0,0303
[-1;+1]	-1,18 %	0,7418
[0;+1]	-0,84 % *	0,0521
[0;+2]	-0,85 %	0,3028
[-1;+5]	-1,39 % *	0,0506
[0;+5]	-1,04 % *	0,0748

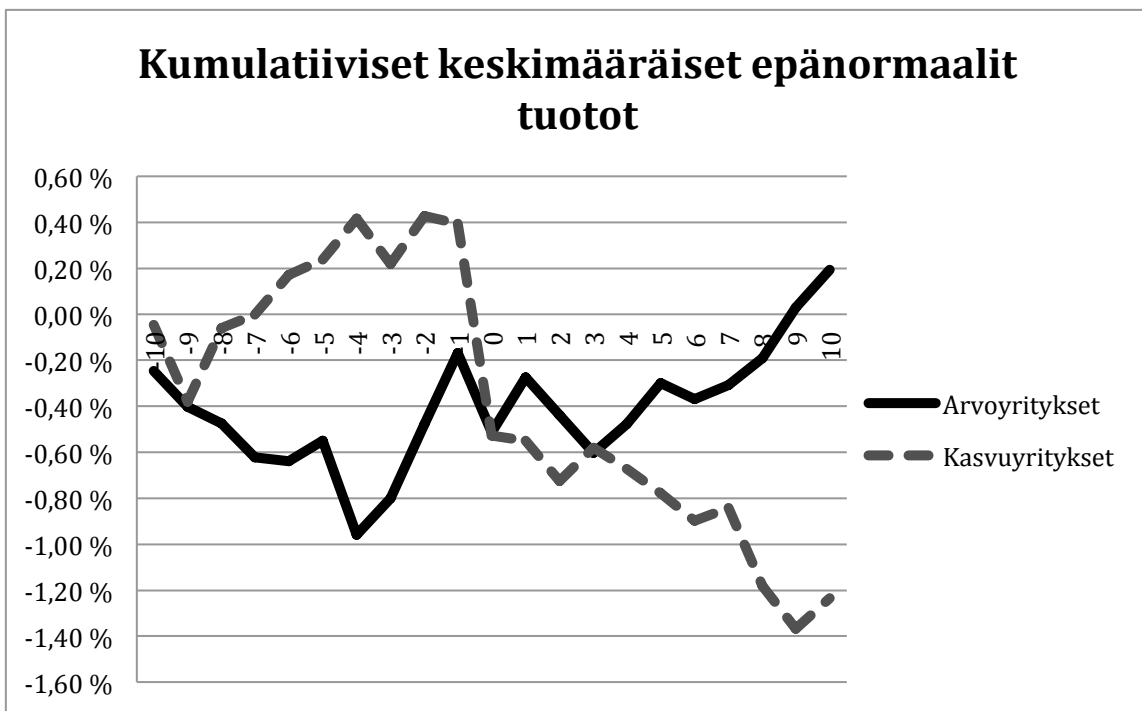
**** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 %:n tasolla

*** Tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla

** Tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla

* Tilastollisesti merkitsevä 10 %:n tasolla

Edellä esiteltyjen tulosten ja päätelmien perusteella voidaan todeta, että sijoittajat reagoivat eri tavalla kasvu- ja arvoyritysten yt-neuvotteluilmoituksiin. Kasvuyritysten osalta vaikutus osakekurssiin on negatiivisempi kuin arvoyritysten osalta. Tulosten mukaan ero on tilastollisesti merkitsevä ja tutkimuksen hypoteesi kolme hyväksytään. Seuraavassa kuviossa 13 on esitetty kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot arvo- ja kasvuyritysten osalta. Kuvio havainnollistaa edellä todetun merkitsevän eron tuotoissa ryhmien osalta. Arvoyritysten osalta tapahtumaikkunassa kumulatiivinen tuotto kapuaa positiiviseksi, kun taas kasvuyritysten osalta se on vahvasti negatiivinen.



Kuvio 13. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten ympärillä arvo- ja kasvuyritysten osalta.

7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Henkilöstön vähentämiseen johtavat yt-neuvottelut ovat Suomessa yleistyneet 1990-luvulta lähtien ja 2000-luvulla henkilöstön vähentämisestä ja sopeutuksista on tullut arkipäivää yrityksissä. Suomessa 2008 rahoituskriisin jälkeisen irtisanomisaallon jälkeen henkilöstön vähentäminen yt-neuvottelujen kautta ei ole täysin laantunut sitä edeltävälle ajalle, vaan määrät ovat pysyneet tasaisina myös viime vuosina. Yt-neuvottelujen vaikutusta yrityksen markkina-arvoon eli osakkeen hintaan on tutkittu 1990-luvulta alkaen valtaosin Yhdysvalloissa, mutta myös muilla ulkomaisilla markkinoilla.

Tämän tutkielman tarkoituksena oli selvittää yt-neuvottelujen aloitusilmoitusten ja lopetusilmoitusten vaikutusta yrityksen markkina-arvoon Suomen osakemarkkinoilla. Aikaisempien ulkomaisten tutkimusten mukaan markkinareaktio on ollut irtisanomisilmoituksen jälkeen negatiivinen eli yrityksen osakekurssi on laskenut ilmoituksen vaikutuksesta. Tutkimustulokset ovat olleet harvinaisen yhteneväisiä, vaikka aihetta on tutkittu eri markkinoilla ja erikokoisilla aineistoilla. Aineistoja on myös jaettu useampiin ryhmiin eri syiden perusteella. Jaotteluna on käytetty esimerkiksi yrityksen kokoa, irtisanomisten laajuutta, irtisanomisten syytä sekä yrityksen taloudellista tilaa. Ryhmittelemällä tapahtumia otoksiin on havaittu erikokoisia ja -suuntaisia markkinareaktioita, mistä on voitu päätellä tiettyjen erityispiirteiden vaikuttavan markkinoiden reaktioon irtisanomisilmoituksista.

Tässä tutkimuksessa tarkoituksena oli selvittää vuosien 2006-2014 välillä yt-neuvotteluilmoituksen antaneiden Helsingin Pörssiin listattujen yritysten osalta kyseistä markkinareaktiota. Tutkimuksessa on tutkittu yt-neuvottelujen aloitusilmoituksen sekä yt-neuvottelujen lopetusilmoituksen jälkeistä markkina-arvoa. Lopulliseen tutkimusotokseen aloitusilmoituksia kertyi 405 tapahtumaa ja lopetusilmoituksia 338. Lisäksi kiinnostuksen kohteena oli selvittää arvo- ja kasvuyritysten osalta erikseen aloitusilmoitusten jälkeinen markkinareaktio ja selvittää suhtautuvatko sijoittajat näiden kahden yritysryhmän yt-neuvotteluilmoituksiin eri tavalla. Tutkimuksessa koko otos jaettiin kahteen ryhmään P/B-luvun perusteella, minkä avulla arvo- ja kasvuyritysotokset saatiin eriteltyä. Tässä tutkimusosiossa molempiin testattaviin ryhmiin kertyi 154 tapahtumaa.

Tutkimuksessa käytettiin tapahtumatutkimusmenetelmää, minkä avulla yt-neuvotteluilmoituksen jälkeinen markkinareaktio selvitettiin keskimääräisten

epänormaalien ja kumulatiivisten epänormaalien tuottojen avulla. Tutkimuksen tapahtumaikkunana käytettiin 21 päivän ajanjaksoa, joka sisälsi kymmenen päivää ennen tapahtumapäivää sekä kymmenen päivää tapahtumapäivän jälkeen. Tämän avulla saatiin tarkasteltua myös ympäröivien päivien tuottoja ja samalla selvitettyä toimivatko Suomen osakemarkkinat tehokkaasti täyttäen keskivahvat ehdot.

Tutkielmassa selvitettiin kolmen hypoteesin pitävyyttä. Ensimmäisen tutkimushypoteesin mukaan yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivinen vaikutus yrityksen osakekurssiin koko otoksen osalta. Koko otoksen 405 tapahtuman osalta tutkimustulos osoittaa, että markkinat reagoivat yt-neuvotteluihin keskimääräisesti negatiivisesti. Tapahtumapäivän epänormaali tuotto on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Lisäksi tarkasteltaessa kumulatiivisia tuottoja tapahtumapäivän ympärillä, nähdään tapahtumaikkunan $[-1;+5]$ sisällä tilastollisesti merkitseviä epänormaaleja tuottoja. Tämä viittaa siihen, että osakemarkkinat reagoivat yt-neuvotteluilmoituksiin myös pienellä viiveellä eli ne eivät täytä markkinatehokkuuden keskivahvoja ehtoja. Tulos on linjassa sekä hypoteesin että aikaisempien tutkimusten kanssa.

Toisen tutkimushypoteesin mukaan yt-neuvottelujen lopetusilmoituksella ei ole vaikutusta yrityksen osakekurssiin. Tässä on tutkittu 338 tapahtuman osalta markkinareaktiota ja tulosten mukaan yt-neuvottelujen lopetusilmoituksella ei ole vaikutusta yrityksen osakekurssiin. Tapahtumapäivän ympärillä nähdään hyvin heikkoja epänormaaleja tuottoja, mutta tilastollisesti merkitseviä tuottoja ei ilmene. Täten voidaan päätellä, että lopetusilmoitus ei tuo markkinoille enää uutta merkittävää tietoa, koska yritys on jo aiemmin ilmoittanut aloitettavista yt-neuvotteluista.

Tutkielman kolmas tutkimushypoteesi olettaa, että yt-neuvottelujen aloitusilmoituksella on negatiivisempi vaikutus kasvuyrityksen osakekurssiin kuin arvoyrityksen osakekurssiin. Koko otos on jaettu P/B-luvun mukaan kasvu- ja arvoyrityksotokseen ja lopullisiin otoksiin jäi molempiin 154 tapahtumaa. Tulosten mukaan kasvuyritysten yt-neuvotteluilmoitukseen reagoidaan markkinoilla negatiivisesti tilastollisesti erittäin merkitsevästi. Arvoyritysten osalta markkinat reagoivat vähemmän negatiivisesti ja tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Ympäröivinä päivinä huomataan myös heikkoja positiivisia tuottoja. Testatessa ryhmien tuottojen eroa, tuloksena saadaan tapahtumapäivälle tilastollisesti merkitsevä ero 5 %:n tasolla. Tilastollisesti merkitsevät erot todetaan myös tapahtumaikkunan $[-2;+2]$ aikana. Tulokset ovat kolmannen hypoteesin mukaisia ja antavat arvokasta tietoa sijoitusmarkkinoille.

Tutkielman tuloksista voidaan kokonaisuudessaan vetää yhteen päätelmä, että yt-neuvottelujen aloitusilmoitus vaikuttaa yrityksen osakekurssiin negatiivisesti. Lopetusilmoitukset sen sijaan eivät aiheuta markkinoilla reaktiota. Tutkimustulokset osoittavat myös, että Suomen osakemarkkinat eivät tämän tapahtuman ympärillä täytä markkinatehokkuuden keskivahvoja ehtoja. Mielenkiintoisena uutena tietona todetaan sijoittajien erilainen suhtautuminen arvo- ja kasvuyritysten yt-neuvotteluilmoituksiin.

Mielenkiintona tulevaisuudessa voisi olla tutkia aihetta jakamalla yrityksiä muiden taloudellisten mittarien mukaan erilaisiin tutkimusotoksiin. Näin saataisiin lisää tietoa siitä, vaikuttavatko yrityksen ominaispiirteet sijoittajien reaktioon kuullessaan yt-neuvotteluista. Tutkimusperiodi voisi olla toinen mielenkiintoinen jatkotutkimuksen aihe. Nykyään yritykset vähentävät henkilöstöään monesti digitalisoitumisen johdosta, jolloin henkilöstölle ei ole enää samanlaista tarvetta kuin aiemmin. Tällöin voisi ajatella, että yritysten toiminta tehostuu tulevaisuudessa valtavasti ja kasvavaa vauhtia. Sijoittajat ovat sopeutuneet ajatukseen yt-neuvotteluista ja saattavat nähdä tämän positiivisena asiana yrityksen tuottojen kannalta. Yt-neuvottelujen jälkeistä markkinareaktiota voitaisiin tutkia parilta viimeiseltä vuodelta ja erityisesti muutaman vuoden päästä tulokset saattavat näyttää jo aivan erilaisilta kuin tämän tutkimuksen tulokset. Aihe tulee varmasti pysymään ajankohtaisena ja mielenkiintoisena myös jatkossa jatkuvasti muuttuvan yritysmaailman johdosta.

LÄHDELUETTELO

- Abraham, S.E. (2004). Layoff announcements and employment guarantee announcements: How do shareholders respond? *International Journal of Manpower* 25:7/8, 729–740.
- Abraham, S.E. (2006). The market reaction to layoff announcements: a union-nonunion comparison. *International Journal of Manpower* 27:5, 452–446.
- Ali-Yrkkö, J. (2006). Ulkoistus ja toimintojen siirrot Suomesta ulkomaille – katsaus 2000-luvun alun tilanteesta. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Keskustelunaiheita no. 1059. ISSN 0781.6847
- Banz, R.W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9:1, 3-18.
- Bauman, W.S., C.M. Conover & R.E. Miller (1998). Growth versus Value and Large-Cap versus Small-Cap Stocks in International Markets. *Financial Analysts Journal* 54:2, 75-89.
- Berges, A., J.J. McConnell & G.G. Schlarbaum (1984). The Turn-of-the-year in Canada. *Journal of Finance* 39:1, 185-192.
- Bodie, X., A. Kane & A.J. Marcus (2009). *Investments*. 8. painos. New York: McGraw-Hill Companies Inc. 990 s. ISBN 978-007-126325-2.
- Brown, P., D. Keim, A. Kleidon, & T. Marsh (1983). Stock return seasonalities and the tax-loss selling hypothesis: Analysis of the arguments and Australian evidence. *Journal of Financial Economics* 12, 105-127.
- Cagle, J., A. Sen & J.K. Pawlukiewicz (2009). Inter-industry differences in layoff announcement effects for financial institutions. *Journal of Economics and Finance* 33:1, 100–110.
- Campbell, J.Y., A.W. Lo & A.C. MacKinlay (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press. ISBN 0-691-04301-9.
- Chan, L.K.C., Y. Hamao & J. Lakonishok (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance* 46:5, 1739-1764.

- Chan, L.K.C. & J. Lakonishok (2004). Value and Growth Investing: Review and Update. *Financial Analysts Journal* 60:1, 71-86.
- Chen, P., V. Mehrotra, R. Sivakumar & W.W. Yu (2001). Layoffs, Shareholders' Wealth and Corporate Performance. *Journal of Empirical Finance* 8:2, 171-199.
- CFR. Code of Federal Regulations. Title 20: Employees' Benefits. Part 639. Worker Adjustment and Retraining Notification. § 639.1 Purpose and scope.
- Daniel, K. & S. Titman (1997). Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns. *The Journal of Finance* 52:1, 1-33.
- Datta, D.K., D.A. Basuil & E.A. Radeva (2012). Employee downsizing and organizational performance: What do we know? Teoksessa: Downsizing: Is Less Still More? Cary L. Cooper, Alankrita Pandey & James Campbell Quick. Cambridge University Press. ISBN 978-1-107-00467-2.
- Davis, J.L., E.F. Fama & K.R. French (2000). Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929 to 1997. *The Journal of Finance* 55:1, 389-406.
- De Meuse, K.P., T.J. Bergmann, P.A. Vanderheiden & C.E. Roraff (2004). New evidence regarding organizational downsizing and a firm's financial performance: a long-term analysis. *Journal of managerial issues* 16:2.
- De Meuse, K.P. & G. Dai (2012). Reducing costs and enhancing efficiency or damaging the company: Downsizing in today's global economy. Teoksessa: Downsizing: Is Less Still More? Cary L. Cooper, Alankrita Pandey & James Campbell Quick. Cambridge University Press. ISBN 978-1-107-00467-2.
- Elayan, F.A., G.S. Swales, B.A. Maris & J.R. Scott (1998). Market Reactions, Characteristics and the Effectiveness of Corporate Layoffs. *Journal of Business Finance & Accounting* 25:3/4, 329-351.
- Fama, E.F., L. Fisher, M.C. Jensen & R. Roll (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review* 10, 1-27.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25:2, 383-417.
- Fama, E.F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance* 46:5, 1575-1617.

- Fama, E.F. & K.R. French (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal on Finance* 47:2, 427–465.
- Fama, E.F. & K.R. French (1993). Common risk factors on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33 3-56.
- Fama, E.F. & K.R. French (1998). Value versus growth: the International evidence. *Journal of Finance* 53 1975-1999.
- Fama E.F. & K.R. French (2007). The Anatomy of Value and Growth Stock Returns. *Financial Analysts Journal* 63:6, 44-54.
- Farber, H.S. & K.F. Hallock (2009). The Changing Relationship Between Job Loss Announcements and Stock Prices: 1970 – 1999. *Labour Economics* 16:1, 1–11.
- Filbeck, G. & S.E. Webb (2001). Information asymmetries, managerial ownership, and the impact of layoff announcements on shareholder wealth. *Journal of Finance and Accounting* 40:2, 31–47.
- Flanagan, D.J. & K.C. O’Shaughnessy (2005). The Effect of Layoffs on Firm Reputation. *Journal of Management* 31:3, 445–463.
- Goins, S. & T.S. Gruca (2008). Understanding Competitive and Contagion Effects of Layoff Announcements. *Corporate Reputation Review* 11:1, 12–34.
- Graham, B. (2003). *Intelligent Investor Revised Edition*. First Collins Business Essentials ed. New York: HarperCollins Publishers.
- Gunderson, M., A. Verma & S. Verma (1997). Impact of Layoff Announcements on the Market Value of the Firm. *Industrial Relations* 52:2, 364–381.
- Hahn, T.W. & M.G. Reyes (2004). On the Estimation of Stock Market Reaction to Corporate Layoff Announcements. *Review of Financial Economics* 13:4, 357–370.
- Hall, R.E. (2005). Employment Efficiency and Sticky Wages: Evidence from Flows in the Labor Market. *Review of Economics and Statistics* 87:3, 397–407.
- Hallock, K.F. (1999). Layoffs, Top Executive Pay and Firm Performance. *American Economic Review* 88:4, 711–723.
- Heikkilä T. (2005). *Tilastollinen tutkimus*. Helsinki: Edita Prima Oy. 328 s. ISBN: 951-37-4135-4.

- Henriot, A. (2010). Adjustment on the labour market during the crisis: a comparison Europe-United States. In Labour markets in Europe, edited by Julián Pérez. European Economic Network Studies 3.
- Hillier, D., A. Marshall, P. McColgan & S. Werema (2007). Employee Layoffs, Shareholder Wealth and Firm Performance: Evidence from the UK. *Journal of Business Finance & Accounting* 34: 3/4, 467–494.
- Iqbal, Z. & S. Shetty (1995). Layoffs, Stock Price, and Financial Condition Of The Firm. *Journal of Applied Business Research* 11:2, 67–72.
- Jensen, M. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics* 6:2/3, 95–101.
- Jones, C.P. (2007). *Investments: Analysis and Management*. 10. painos. New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 646 s. ISBN 978-0-470-04781-1.
- Kairinen, M., H. Uhmavaara & H. Finne (2005) Työpoliittinen Tutkimus: Yhteistoiminta yrityksissä. Helsinki: Työministeriö 6. ISBN 951-735-970-5.
- Kato, K. & J.S. Schallheim (1985). Seasonal and size anomalies in the Japanese Stock market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 243-259.
- Knüpfer, S. & V. Puttonen (2009). *Moderni Rahoitus*. 4. painos. Helsinki: WSOY. 244 s. ISBN 978-951-0-35877-1.
- Laki yhteistoiminnasta yrityksissä 30.3.2007/334.
- Lee, P.M. (1997). A Comparative Analysis of Layoff Announcements and Stock Price Reactions in the United States and Japan. *Strategic Management Journal* 18:11, 879–894.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics* 47:1, 13–37.
- MacKinlay, A.C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature* 35:1, 13–39.
- Malkamäki, M. (1990). *Rahoitusmarkkinoiden tehokkuuskäsitteet*. Teoksessa: Rahoitusmarkkinat. Malkamäki, Markku & Teppo Martikainen. Jyväskylä: Weilin+Göös. 28–44. ISBN 951-35-4983-6.

- Malkamäki, M. & T. Martikainen (1990). *Säännönmukaiset poikkeamat markkinatrehokkuudesta*. Teoksessa: Rahoitusmarkkinat. Malkamäki, Markku & Teppo Martikainen. Jyväskylä: Weilin+Göös. 113-124. ISBN 951-35-4983-6.
- Malmelin K. & S. Vaarla (2005). Yhteiskuntavastuu aikalaiskäsitteenä. Tiedepolitiikka 2005/2. Edistysellinen tiedeliitto. ISSN 0782-0674
- Mandelbrot, B. (1966). Forecasts of future prices, Unbiased markets, and “Martingale” Models. *Journal of business* 39:1, 252–255.
- Martikainen, T. (1995). *Arvopaperit*. 1. painos. Porvoo: WSOY. 153 s. ISBN 951-0-20735-7.
- Martikainen, T. & M. Martikainen (2009). Rahoituksen perusteet. Helsinki: WSOY. 205 s. ISBN 978-951-0-36391-1.
- McKnight, P., A. Lowrie & C. Coles (2002). Investor Reactions, Social Implications and Layoff Announcements in the UK: A Comparison between Periods. *Journal of Management and Governance* 6, 83–100.
- McWilliams, A. & D. Siegel (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal* 40:3, 626–657.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*. 34:4, 768-783.
- Nikkinen, J., T. Rothovius & P. Sahlstrom (2002). *Arvopaperisijoittaminen*. 2. painos. Helsinki: Werner Soderstrom Osakeyhtio. 244 s. ISBN 951-0-26627-2.
- Palmon, O., H.-L. Sun & A. Tang (1997). Layoff announcements: Stock market impact and financial performance. *Financial Management* 26:3, 54–68.
- Pouder R.W., H.D. Hindman & R.S. Cantrell (2004). How Unions Affect Shareholder Wealth in Firms Announcing Layoffs. *Journal of Labor Research* 25:3 495–502.
- Puntari I. & S. Roos (2007). *Nuoroita ja Ihmisiä: Yt-neuvottelut, Irtisanotut ja Työyhteisön Tulevaisuus*. Helsinki: Talentum. 203 s. ISBN: 978–952–14–1132–8.
- Reinganum, M.R. (1981). A New Empirical Perspective on the CAPM. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 16:4, 439-462.
- Roll, R. (1977). A Critique of the Asset Pricing Theory’s Tests. *Journal of Financial Economics* 4, 129–176.

- Rosenberg, B., K. Reid & R. Lanstein (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management* 11, 9-17.
- Said, T., J. Le Louarn & M. Tremblay (2007). The performance effect of major workforce reductions: Longitudinal evidence from North America. *International Journal of Human Resource Management* 18, 2075–2094.
- Samuelson, P.A. (1965) Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review* 6:2, 41–49.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. 1. painos. New York: Oxford University Press Inc. 224 s. ISBN 0–19–829227–9.
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk. *Journal of Finance*. 19:3, 425–442.
- Suomen ammattiliittojen keskusjärjestö SAK (2011). Tilastot. Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.sak.fi/aineistot/tilastot/yt-ja-irtisanomistilastot>>.
- Takala, T. (2000) Yhteiskunnallisen vastuun ideologiat v. 2000 – suomalainen yritys globalisoituvassa maailmassa. Liiketaloudellinen aikakauskirja 4/2000.
- Takala, T. (2004). *Yrityksen yhteiskuntavastuu globalisoituvassa maailmassa*. Teoksessa: Moraalitalous, Ilkka Kauppinen, Vastapaino. ISBN 951-768-133-X.
- Tilastokeskus (2016). Tilastoja. Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.stat.fi/til/tyti/index.html>>
- Työsopimuslaki 26.1.2001/55.
- Ursel, N. & M. Armstrong-Stassen (1995). The Impact of Layoff Announcements on Shareholders. *Industrial Relations* 50:3, 636–649.
- USC, United States Code (2013). 29: 23 Worker Adjustment and Retraining Notification. § 2101–2102. Saatavana World Wide Webistä: <<http://www.law.cornell.edu/uscode/text/29/chapter-23>>
- Vaihekoski, M. (2004). *Rahoitusalan sovellukset ja Excel*. Helsinki: Werner Söderström Osakeyhtiö. 341 s. ISBN 951-0-29067-X.
- Vieru, M. (1990). *Rahoitusmarkkinoiden tasapainomallit*. Teoksessa: *Rahoitusmarkkinat*. Malkamaki, Markku & Teppo Martikainen. Jyväskylä: Weilin+Goos. 79–97. ISBN: 951-35-4983-6.

- Wertheim, P. & M.A. Robinson (2000). The Effect Of A Firm's Financial Condition On The Market Reaction To Company Layoffs. *Journal of Applied Business Research* 16:4, 63–72.
- Wertheim, P. & M.A. Robinson (2004). Market Reactions to Company Layoffs: Evidence on the Financial Distress Versus Potential Benefit Hypothesis and the Effect of Predisclosure Information. *The Journal of Applied Business Research* 20:1, 51–64.
- Worrell, D.L., W.N. Davidson & V.M. Sharma (1991). Layoff Announcements and Stockholder Wealth. *Academy of Management Journal* 34:3, 662–78.