

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
KANSANTALOUSTIETEEN LAITOS

Anni Rautiainen

TAKAISINOSTOJEN AJOITUS SUOMALAISSA

PÖRSSIYHTIÖISSÄ 2006–2010

Tarkastelussa 10 suomalaista yritystä

Kansantaloustieteen
Pro Gradu-tutkielma

VAASA 2012

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
TIIVISTELMÄ	3
1. JOHDANTO	5
2. LISTATTUJEN YHTIÖIDEN VOITONJAKOTAVAT	8
2.1. Osingot	9
2.2. Omien osakkeiden ostamisen syyt	11
2.3. Laki omien osakkeiden takaisinostoista ja osakkeiden ostotavat	17
2.3.1. Avomarkkinaostot	19
2.3.2. Kiinteähintainen ostotarjous	20
2.3.3. Hintaväli-ostotarjous	20
2.4. Yhtiöiden ilmoittamat syyt takaisinostoille	24
3. OMIEN OSAKKEIDEN OSTOT YHDYSVALLOISSA	29
4. TAKAISINOSTOJEN AJOITUKSEN ONNISTUMINEN	37
4.1. Kone Oyj	39
4.2. Konecranes Oyj	42
4.3. Ponsse	45
4.4. Amer Sports Oyj	47
4.5. Rapala VMC Oy	50
4.6. Finnair Oyj	53
4.7. Basware Oyj	56
4.8. F-Secure Oyj	59
4.9. Tieto Oyj	62
4.10. Nokia	65
5. JOHTOPÄÄTÖKSET	69
LÄHDELUETTELO	72

VAASAN YLIOPISTO**Kauppatieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Anni Rautiainen	
Tutkielman nimi:	Takaisinostojen ajoitus suomalaisissa pörssi-yhtiöissä 2006–2010 – Tarkastelussa 10 suomalaista yritystä	
Ohjaaja:	Hannu Piekkola	
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri	
Linja:	kansantaloustiede	
Aloitusvuosi:	2006	
Valmistumisvuosi:	2012	Sivumäärä: 77

TIIVISTELMÄ

Tämä tutkielma käsittelee suomalaisten pörssiyritysten takaisinostojen ajoitusta vuosina 2006–2010. Tutkielmaan on valittu 10 Helsingin pörssiin listattua yritystä, jotka ovat ostaneet omia osakkeitaan tänä aikana. Tarkoitus on tutkia, kuinka hyvin yritykset ovat onnistuneet ajoittamaan ostonsa, eli kuinka kustannustehokkaasti ne ovat saaneet ostettua osakkeitaan takaisin.

Omien osakkeiden takaisinostaminen on Suomessa ollut mahdollista vuodesta 1997 lähtien. Ostojen mahdollistamisen tarkoitus oli alun perin tarjota toisenlainen voitonjakotapa osingonmaksun ohella. Syitä takaisinostoihin on kuitenkin lukuisia muitakin. Syistä riippumatta yrityksen kannattaisi ostaa osakkeensa mahdollisimman kustannustehokkaasti, eli sen pitäisi saada ostettua osakkeitaan mahdollisimman alhaiseen hintaan. Yrityksellä itsellään on markkinoita parempi tieto omasta tilastaan ja tulevaisuudestaan, joten ajoituksessaan sen pitäisi onnistua keskimääräistä paremmin. Arvioinnissa käytetään pohjana Cookin, Krigmanin ja Leachin vuonna 2004 julkaistua tutkimusta yhdysvaltalaisien yritysten ajoituskyvystä.

Tarkasteltaessa erityisesti päivän sisäistä ajoituskykyä, voitiin huomata, että keskisuuret yritykset pärjäsivät suuria yrityksiä paremmin. Toimialoittain tarkasteltuna kulutustavarat ja – palvelut pärjäsivät parhaiten, kun taas teollisuusyritykset edustivat ajoituksen onnistumisessa häntäpäätä. Teknologiayritykset jäivät tähän keskiväliin. Kaiken kaikkiaan ajoituksessa oli monella yrityksellä parantamisen varaa.

AVAINSANAT: omien osakkeiden osto, osingot, takaisinostojen ajoitus

1. JOHDANTO

Yrityksen tärkein tehtävä on tuottaa voittoa omistajilleen. Tämä on monella tapaa kiistelty aihe, mutta tosiasia on se, että sijoittajat tuskin rahoittaisivat yrityksiä, mikäli eivät uskoisi saavansa siitä sopivaa korvausta. Osakkeenomistajilla on konkurssitilanteessa vasta viimekäden oikeus sijoittamaansa pääomaan, joten sijoittajat haluavat korkealle riskille korkeaa tuottoa (Puttonen V. & Knüpher S. 2006: 21). Kun yritykselle kertyy tarpeeksi voittoa edellisiltä tilikausilta, sen oletetaan jakavan voittoa osakkeenomistajilleen. Osingot ovat tässä huomattavasti vanhempi tapa, sillä omien osakkeiden ostaminen on ollut Suomessa mahdollista vasta vuodesta 1997 lähtien. Ostojen mahdollistaminen ei ole kuitenkaan houkutellut läheskään kaikkia yrityksiä muuttamaan voitonjakotapojaan, sillä edelleen osingonjakoa käytetään huomattavasti enemmän.

Vaikka ostojen määrä onkin Suomessa ollut alusta lähtien hienoisessa nousussa (Soini 2008: 10), emme ole saavuttaneet samaa tasoa kuin monet muut maat. Omien osakkeiden oston sallimisen oli osakeyhtiölain (1997) mukaan tarkoitus tarjota yrityksille yksi lisäkeino jakaa voittoja osakkeenomistajille. Jäljempänä voidaan kuitenkin huomata, että takaisinostot eivät ole Suomessa vakiinnuttaneet asemaansa voitonjakotapana, vaan ne ovat pikemminkin olleet keino muuttaa yhtiön pääomarakennetta tai niiden avulla on pyritty nostattamaan yhtiön osakekurssia. Takaisinostoja on käytetty myös optio-ohjelmien yhteydessä estämään laimenemisvaikutusta (Valli 2009: 32) sekä agenttiongelman poistamiseksi.

Osingonjako on siis suomalaisille yrityksille edelleen pääasiallinen voitonjako-keino. Ainakin 2000-luvun alussa uskottiin yleisesti, että yritysten kansainvälistymisen myötä myös suomalaisten pörssiyhtiöiden ostot tulisivat lisääntymään tulevaisuudessa, sillä päinvastoin kuin kotimaisille sijoittajille, ostot olivat ulkomaisille omistajille verotuksellisesti edullisempi voitonjakotapa (Knüpher & Puttonen 2004: 200). Toisaalta taas yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luopuminen vuonna 2005 aiheutti sen, että osinkojen verotus kohdistuikin nyt sijoittajiin (Verotiedote 2/2004) ja takaisinostojen uskottiin tuovan uuden, kansainvälisen ja paremman keinon palkita myös suomalaisia sijoittajia.

Omien osakkeiden takaisinostoille löytyy siis monia muitakin syitä kuin voitonjako. Ostojen syystä riippumatta yrityksille edullisinta on ostaa osakkeet mahdollisimman alhaiseen hintaan. Sellaisen yrityksen, joka maksaa osakkeistaan keskimääräistä korkeamman hinnan, voidaan katsoa tuhlaavan yrityksen omistajien varoja tavalla, jota osakeomistajien ei pitäisi hyväksyä. Yritysjohdolla katsotaan lisäksi olevan informatiivinen etulyöntiasema muihin markkinatoimijoihin nähden ajoittaessaan takaisinostoja. (Urpalainen 2008: 3) Näiden syiden vuoksi yrityksen johdon pitää ajatella kustannustehokkaasti ja osata ajoittaa ostonsa mahdollisimman hyvään aikaan. Takaisinostot ovat toki tiukasti säänneltyjä, jotta voitaisiin välttyä syytöksiltä sisäpiirikaupasta. Esimerkiksi ostoja ei yleensä ajoiteta pörssitiedotteiden läheisyyteen. Yritysjohdolla on nimittäin mahdollisuus hyötyä sisäpiiriläisyydestä, koska osakemarkkinat eivät ole tehokkaat. Osakkeiden hinnat reagoivat hitaasti takaisinostoilmoitukseen johtuen markkinoiden skeptisyydestä. (Ikenberry, Lakonish ja Vermaelen 1995).

Tämä tutkielma alkaa teoriaosasta, jossa käydään läpi takaisinostoja, niiden syitä sekä tapoja ostaa omia osakkeita. Takaisinostoja käsitellään myös nimenomaan voitonjakotapana, jolloin rinnalle tuodaan myös osingonmaksu. Jonkin verran vertailua tehdään myös Suomen sekä Yhdysvaltojen välillä. Muutenkin aikaisempien tutkimuksien ollessa melko vähäisiä suomalaisella aineistolla, turvaudutaan usein yhdysvaltalaiseen aineistoon, jonka kyllä voidaan olettaa pätevän suomalaisiin markkinoihin.

Takaisinostojen ajoitusta tutkittaessa pohjana toimivat sekä Cookin tutkimukset amerikkalaisilla Nasdaq- ja NYSE- yhtiöillä sekä suomalaisista Ville Urpalaisen vuonna 2008 tekemä gradutyö Sampo-Pankin takaisinostojen ajoituksesta. Tämän tutkielman tarkoitus on vastata kysymykseen: Ostavatko suomalaiset pörssiyhtiöt osakkeitaan oikeaan aikaan eli kustannustehokkaasti mahdollisimman alhaiseen hintaan? Tähän kysymykseen pyritään vastaamaan tutkielman empiirisessä osassa, jossa otetaan esimerkkitapauksiksi 10 suomalaista pörssiyhtiötä ja tutkitaan niiden takaisinostoja vuosien 2006–2010 välillä. Ensinnäkin tutkitaan, paljonko nämä yhtiöt ovat ostaneet osakkeitaan ja sen jälkeen ostot suhteutetaan osakekurssiin, jotta voidaan nähdä ostojen määrät eri kursseilla. Tämän jälkeen tutkimuksessa käytetään pitkälti Cookin ym. (2004) kehittämää mallia, jossa ajoituskykyä tarkastellaan maksimi- ja minimihintoihin verrattaes-

sa, todellisia ostopääriä toteutuneilla hinnoilla päivän päätöskursseihin verrattaessa sekä kurssien keskihintaan verrattaessa.

2. LISTATTUJEN YHTIÖIDEN VOITONJAKOTAVAT

Yrityksen arvo voidaan määrittää osinkojen nettonykyarvolla tai diskonttaamalla yrityksen tulevat kassavirrat nykyhetkeen. Sijoittajat pyrkivät arvioimaan tulevia kassavirtoja ja tällä tavalla hinnoittelemaan osakkeen oikealle tasolle. Sijoittajan kannalta kiinnostavampia ovatkin siis yrityksen kassavirrat kuin sen tekemä tulos, sillä kun kassavirrat suurenevat, osakkeen hinta yleensä nousee ja sama toisinpäin. (Urpalainen 2008:4).

Tehokkailla osakemarkkinoilla ei pitäisi olla väliä, palkitaanko omistajat osingoilla vai takaisinostoilla. Kuitenkin esimerkiksi verotuksen kannalta takaisinostot olisivat nykyään sijoittajille parempi tapa vastaanottaa yrityksen jakama voitto. Luotettava ja tasainen pitkän aikavälin voitonjakopolitiikka on yritykselle hyödyksi. Sijoittajien keskuudessa yrityksen arvo määritetään sen kyvystä tuottaa voittoa ja palauttaa kassavirtoja osakeomistajilleen. Yrityksen voitonjako- tai osinkopolitiikka on kerrottu yrityksen toimintakertomuksessa tai yritystiedotteessa. Tätä politiikkaa voidaan pitää tavoitteena, johon yrityksen johto pyrkii. Mikäli tähän tavoitteeseen ei päästä, eikä pätevää syytä löydy esimerkiksi investoinneista, voidaan johdon katsoa epäonnistuneen. Omistajilla onkin paremmat edellytykset mitata johdon käyttäytymistä ja onnistumista, kun tavoitteena pidettävää voitonjakopolitiikkaa voidaan verrata yhtiön todelliseen tulokseen. (Tomperi 2004: 49-50)

Osakeyhtiölain 13. luvun varojenjakotapoja koskevan 1§:n mukaan yhtiön varoja voidaan jakaa osakkeenomistajille voitonjakona (osinko) ja varojen jakamisena vapaan oman pääoman rahastosta. Edelleen varoja voidaan jakaa osakeyhtiölain 14. luvussa tarkoitettuna osakepääoman alentamisena sekä lisäksi 3. ja 15. luvussa tarkoitettuna omien osakkeiden hankkimisena ja lunastamisena. Varoja voidaan jakaa myös osakeyhtiölain 20. luvussa tarkoitettuna yhtiön purkamisena ja rekisteristä poistamisena. Näistä varojenjakotavoista osingot ja omien osakkeiden ostot ovat yhtiöille tapoja jakaa voittoa.

2.1. Osingot

Osingot ovat voitonjakotapa, jonka mukaan yhtiö jakaa tietyn suuruisen voiton yhtiökokouksensa määräämänä summana osaketta kohden. Osinkoa voidaan pitää korvauksena omistajille siitä, että heillä on viimesijainen oikeus yhtiön varoihin. Osingonjaosta päättää yhtiökokous, joka saa esityksen yhtiön hallitukselta. Osingot maksetaan jakokelpoisista varoista, eli yhtiön omasta pääomasta, eikä osinkojen määrä saa vaarantaa yhtiön maksuvalmiutta. Suomessa osinkoa jaetaan kerran vuodessa.

Osingot signaloivat yhtiön taloudellista tilaa ja siten vaikuttavat yhtiön osakkeen arvoon. Toisaalta osakkeen hinnan pitäisi muodostua oikeaksi ilman osinkojakin, sillä tieto yhtiön todellisesta tilasta kuuluisi saada sijoittajat hinnoitteluun osake oikein. Siitä, vaikuttavatko osingot osakkeen hintaan vai antavatko ne vain signaalin osakkeen arvosta on Tomperin (2008: 8) mukaan tultu erilaisiin tuloksiin riippuen tutkimuksesta. Osinkojen noston on nähty nostavan osakkeen hintaa, kun taas joissain tutkimuksissa on tultu siihen lopputulemaan, että lisääntynyt menovirta vähentää itse osakkeen arvoa. Osinkopolitiikan on myös nähty olevan täysin irrallinen osakkeen arvosta. (Brealey & Myers 2000: 447). Millerin ja Modiglianin (1961) osinkopolitiikan irrelevanttiusteoreeman mukaan tehokkailla osakemarkkinoilla osinkopolitiikalla ei ole vaikutusta osakkeen arvoon. Näin ollen olisi sama, jakaako yritys voittoa osinkoina vai ostamalla omia osakkeitaan. Tutkimusten mukaan reaali maailmassa osinkojen kasvattamisella on kuitenkin ollut positiivinen vaikutus osakkeen arvoon. (Tomperi 2008: 8).

Osingot ovat Suomessa edelleen käytetyin voitonjakotapa. Sijoittajan kannalta osingot ovat pysyvämpi ja tulevaisuutta ajatellen varmempi tapa saada tuottoa sijoitukselle, sillä osinkoja ei alenneta kevyin perustein. Markkinoilla osinkojen pienentäminen nähdään negatiivisena asiana kertoen huonoista tulevaisuuden näkymistä tai muista vaikeuksista (Tomperi 2008: 6). Tämän vuoksi osingot pyritään pitämään aikaisemmalla tasolla tai osinkoja kasvatetaan. Kasvattaminen vaatii kuitenkin varmuuden siitä, että yhtiön näkymät ovat yhtä hyvät myös pitkällä tähtäimellä ja osinko saadaan pidettyä tulevaisuudessa vähintään samalla tasolla (Urpalainen 2008: 6). Osinkojen pienentäminen ei sijoittajan kan-

nalta ole toivottavaa, mutta kuten viime vuosina (esimerkiksi UPM 2009) vaikea taloustilanne on saanut hyviäkin osingonmaksajia varautuneemmiksi. Yritykset haluavat vahvemman puskurin hitaan kasvun ja nousevien tuotantokustannusten varalle. Velkaa halutaan lyhentää, sillä taantumana aikana vain suhteellisen velattomat yhtiöt saavat edullista luottoa ja säilyttävät kykynsä investoida paria vuotta pidemmälle tulevaisuuteen (Erola 2009: 79).

Kuten sijoittajat, myös yhtiön johto tiedostaa osinkojen pienentämisen vaikutukset. Forsman & Savolainen (2010) väittävät, että tämän vuoksi yhtiön kertaluontoisia ja satunnaisia, suurempia tuloja ei lähdetä jakamaan osinkoina, vaan kysymykseen tulevat omien osakkeiden ostot. Tehokkailla pääomamarkkinoilla omistajan kannalta on yhdentekevää, jakaako yritys varoja omistajilleen osinkojen vai osakkeiden takaisinoston muodossa. Pääomamarkkinat eivät kuitenkaan ole täysin tehokkaat. Etenkin osinkojen ja luovutusvoittojen verokohtelun eroavaisuudet vaikuttavat voitonjakoon liittyviin päätöksiin.

Vuoteen 2004 asti Suomessa oli käytössä yhtiöveron hyvitysjärjestelmä, joka tarkoitti sitä, että yhtiö maksoi itse veron jakamastaan osingosta. Näin ollen sijoittajalle osingot olivat kahdenkertaisen verotuksen välttämiseksi verovapaata tuloa. Yhtiöveron hyvitys kattoi siis kokonaan osinkotulosta menevän veron. (Edilex 2000) Hyvitysmahdollisuus koski kuitenkin vain kotimaisia yrityksiä ja tämän vuoksi EY:n tuomioistuin katsoi hyvitysjärjestelmän estävän pääomien vapaata liikkumista EU:n alueella (Euroopan Yhteisöjen komissio 2003). Vuonna 2005 järjestelmästä luovuttiinkin ja vanhan sekä uuden verotuksen yhteensovittamiseksi sovellettiin aluksi alennettuja verokantoja. Tällöin luonnollinen henkilö maksoi veroa 57 prosentin osalta osingoistaan 70 prosentin sijaan. Vuodesta 2006 lähtien 70 prosenttia osingoista on ollut veronalaista pääomatuloa ja 30 prosenttia verovapaata tuloa (TVL 33a § 1. momentti). Noista 70 prosentista yhtiö pidätti 19 prosentin ennakonpidätyksen ja tilitti sen verovirastolle. Lopullisessa verotuksessa veroprosentti oli siis 28 (Veronmaksajat 2011).

2.2. Omien osakkeiden ostamisen syyt

Omien osakkeiden ostaminen tarkoittaa tilannetta, jossa yritys ostaa jo liikkeelle laskettuja osakkeitaan takaisin. Tämän jälkeen yritys voi joko mitätöidä osakkeet tai välittää ne edelleen. Takaisinoston pitäisi olla osa yhtiön voitonjakoa, jonka kuuluisi hyödyttää myös osakkeenomistajia. Tosin tällä voitonjakokeinolla välittömästi sijoituksensa konkretisoivat vain ne sijoittajat, jotka myyvät osakkeensa yritykselle (Knüpher & Puttonen 2004: 199). Ne sijoittajat, jotka päättävät jättää myymättä, saavat kuitenkin välillisesti osansa tästä voitonjaosta, sillä jos yritys ostettuaan osingot mitätöi ne, jää jäljellä oleville osakkeille suurempi osa yrityksestä.

Omien osakkeiden ostoa puoltavat tekijät:

Satunnaiset tulot

Edullisempi verotus kuin osingonjaossa

Osakekohtaiset tunnusluvut, esimerkiksi oman pääoman tuottoaste, paranevat

Signaaliarvo: ylimääräiset voittovarot

Asymmetrinen informaatio

Omistajien likviditeetin parantaminen

Omien osakkeiden ostoa vähentävät tekijät:

Velkaisuuden kasvu

Huonot investointinäköymät

Tulojen satunnaisuus

Omia osakkeita ostetaan yleensä silloin, kun yritykselle on kertynyt satunnaisia pääomia. Toinen vaihtoehto olisi käyttää kertynyt pääoma esimerkiksi investointeihin, mutta mikäli yritys ei näe sopivia investointikohteita tai löydä muita hyödyllisiä tapoja sijoittaa varojaan, on osakkeiden takaisinostaminen ymmärrettävä vaihtoehto. (Fenn & Liang 2001: 80) Tällainen ylimääräinen pääoma voitaisiin jakaa pois myös osinkoina, mutta mikäli tuotto on ollut hyvin satunnaisista, eikä jatkuvuudesta voida olla varmoja, ovat takaisinostot turvallisempi tapa

jakaa pois ylimääräisiä kassavaroja. Osinkoja ei mielellään lähdetä pienentämään (Finn & Young 2009: 80) ja sen vuoksi yritykset haluavatkin olla varmoja, että pystyvät pitämään määrän joko samana tai mahdollisesti nostamaan sitä.

Toisin kuin monessa muussa maassa, suomalaisen sijoittajan kannalta osingot ovat vuoteen 2004 asti olleet verotuksellisesti edullisempi vaihtoehto. Esimerkiksi amerikkalaiselle sijoittajalle osinkoihin kohdistuu raskaampi verotus kuin myyntivoittoihin (Liljeblom & Pasternack 2002: 17). Omien osakkeiden ostot ovatkin huomattavasti yleisempi varojenjakoaine amerikkalaisille yhtiöille.

Verotus

Omien osakkeiden ostot ovat omistajan verotuksen kannalta yleensä edullisempi tapa palauttaa varoja. Veroetua syntyy, jos luovutusvoittoja verotetaan kevyemmin kuin osinkoja. Vaikka näin ei tehtäisikään, takaisinostot voivat olla verotuksellisesti osingonmaksua edullisempi vaihtoehto verotuksen lykkääntymisen vuoksi. Takaisinostot nostavat yleensä pörssikurssia, ja osakkeenomistaja voi siirtää verotusta eteenpäin ja maksaa verot vasta myydessään osakkeet. Osinkojen suhteen tätä vaihtoehtoa ei ole olemassa, sillä osingot verotetaan samana vuonna kuin ne maksetaan. Verotuksen lykkäämisen kumulatiivinen vaikutus sijoituksen tuottoon voi muodostua huomattavan suureksi, kun omistusaika on pitkä. Takaisinostojen eduksi katsotaan myös niiden joustavuus. Sijoittaja saa itse päättää, milloin realisoi sijoituksensa, kun taas osinkojen maksun ajankohtaan osakkeenomistajalla ei ole mahdollista vaikuttaa. Sijoittaja voi toki sijoittaa saamansa osingot uudelleen yritykseen, mutta tällöin sijoitettava määrä on pääomaveron verran osinkoja pienempi. (Forsman P. & Savolainen E. 2010)

Osakekohtaiset tunnusluvut

Omien osakkeiden takaisinostolla ja mitätöimisellä saavutetaan myös se hyöty, että muun muassa oman pääoman tuottoaste sekä osakekohtaiset tunnusluvut paranevat (Soini 2008: 23 ja Tommila 2007: 21). Jotta yrityksen osakekohtainen tulos saadaan korkeammaksi, kannattaa ostetut osakkeet mitätöidä.

Osakekohtainen tulos = nettotulos/osakemäärä

(Haverila, Uusi-Rauva, Kouri, Miettinen 2005: 155)

Jos yrityksellä on esimerkiksi 100 000 osaketta ja yrityksen nettotulos on myös 100 000, niin osakekohtainen tulos on silloin 1. Mikäli yritys ostaa mahdollisimman suuren määrän mukaisesti osakkeitaan, eli 10 prosenttia ja siis tässä tapauksessa 10 000 ja mitätöi ne, jää jäljelle 90 000 osaketta, yrityksen arvon pysyessä silti 100 000:ssa. Tämä tarkoittaa, että osakekohtainen tulos nousee 1,11:een ja tämä saattaa vaikuttaa positiivisesti myös yrityksen osakekurssiin. Lyhyesti sanottuna siis yrityksen arvo jakautuu mitätöinnin jälkeen pienemmälle määrälle osakkeita, mikä nostaa jokaisen osakkeen arvoa. Tämä onkin asia, johon sijoittajien kannattaisi kiinnittää huomiota. Jos osakekohtainen tulos on parantunut, kannattaa ensimmäiseksi ottaa selvää, johtuuko tuloksen kasvu reaalisesta kasvusta vai onko kyseessä niin sanotusti keinotekoinen tuloksen nostaminen, kuten tässä tapauksessa.

Signaaliarvo: ylimääräiset kassavarat

Voitonjaon kannalta tärkein syy takaisinostoilta ovat yrityksen ylimääräiset satunnaiset kassavarat. Tällaisia varoja käytetään yleensä investointeihin, lisäosinkoihin sekä muihin kertaluontoisiin ostoihin, joista yritys kokee saavansa hyötyä. Jos yrityksellä on ”liikaa” vapaata omaa pääomaa, on yrityksen johtajilla ja omistajilla usein eri käsitys siitä, mihin tämä ylimääräinen raha pitäisi sijoittaa. Tämä muodostaakin agenttiongelman; johtajien pelätään tuhlaavan varat huonoihin sijoituksiin, sillä kun kyseessä on tällainen yhtäkkinen ylimääräinen pääoma, saatetaan tehdä hätiköityjä päätöksiä yrityksen omistajien kustannuksella. Omistajat taas uskovat, että jos pääomat jaetaan ulos yrityksestä, se pitää johtajat tarkkoina investointien suhteen. (Soini 2008: 19 ja Tommila 2007: 13–14)

Mikäli yrityksellä ei kuitenkaan satu olemaan tiedossa hyvää investointikohtetta, mikä nähdään huonona asiana muun muassa innovatiivisille kasvaville yrityksille, se tuskin haluaa antaa näiden ylimääräisten rahojen maata kassassaan.

(Luoma & Jokipii 2009) Tällöin kyseeseen tulevat osingot tai takaisinmaksut. Osinkoja maksetaan osakkeenomistajille yhtiökokouksessa päätetyn summan verran tiettyinä aikoina. Markkinoilla osingon suuri määrä tietysti houkuttelee uusia sijoittajia, mutta samalla se voi kertoa hyvien investointikohteiden puuttumisesta ja siten kasvun hidastumisesta.

Lien (2000) mukaan takaisinostoja tekevillä yrityksillä on enemmän varoja kassassa kuin muilla saman alan yrityksillä. Hänen mukaansa positiivinen kurssi-reaktio takaisinostoihin on sitä voimakkaampi mitä suurempi kassa yrityksellä on. Grullonin mukaan kurssi-reaktio on positiivinen silloinkin, kun yrityksellä ei ole hyviä investointimahdollisuuksia (Grullon 2000: 39). Vaikka monissa tutkimuksissa onkin päästy siihen lopputulokseen, että takaisinostot nähdään markkinoilla positiivisena asiana, on esimerkiksi Stonham (2002: 39) löytänyt tapauksia, joissa osakkeen arvo on takaisinostoilmoituksen johdosta tippunut. Tällöin markkinoilla uskotaan, ettei yrityksellä ole ollut mitään muuta käyttöä rahoilleen kuin ostaa osakkeitaan takaisin.

Omistajien likviditeetin parantaminen

Yleisesti taloustieteessä likviditeetillä tarkoitetaan sitä, kuinka nopeasti hyödyke voidaan muuttaa rahaksi. Osakemarkkinoilla likviditeetillä tarkoitetaan tarkemmin sitä, että osakkeita voidaan ostaa ja myydä anonyymisti suhteellisen pienellä hintavaikutuksella. (Urpalainen 2008: 23). Likviditeetti kuuluu sijoittajien seuratuimpiin tunnuslukuihin ja sitä voidaan mitata esimerkiksi myynti- ja ostotarjouksen erona, kaupankäyntivolyyymilla, kauppohen lukumäärällä tai tehtyjen kauppohen koolla (Tomperi 2004: 38).

Likviditeetin parantamista ei pidetä varsinaisena syynä takaisinostoillem, mutta useimmiten se paranee ostojen seurauksena. Sijoittajan kannalta likviditeetin parantuminen on tietysti hyvä asia ja sijoituskustannuksetkin pienenevät (Kim 2005: 1). Takaisinostot voivat myös parantaa informaation epäsymmetrisyyttä, sillä markkinoille tuleva iso ostaja (takaisinostava yritys) herättää luottamusta muissa markkinaosapuolissa ja myyjien määrä vähenee. Tällöin myyjien ja osta-

jien tarjousten väliset erot pienenevät ja likviditeetti paranee. (Urpalainen 2008: 23).

Velkaantuneisuuden kasvu

Yksi takaisinostoja vähentävä tekijä voi olla yrityksen velkaantuneisuuden kasvu (Karhunen 2002a: 12–13). Tämä nostaa yrityksen velkariskiä ja sitä kautta sijoittajien tuottovaatimusta. Näin ollen yritys joutuu maksamaan enemmän velkarahastaan.

Lyhyellä aikavälillä velkaantumistasteen radikaali muuttaminen ei kuitenkaan ainakaan Suomessa onnistu, sillä yritys voi ostaa kerrallaan vain 10 prosenttia osakkeistaan. Pitkällä aikavälillä pääoma-asteeseen voidaan kuitenkin vaikuttaa jonkin verran (Grullon 2000: 41). Velan korot voivat olla yritykselle verovähennyskelpoisia ja siten se voi velkaantumistasettaan kasvattamalla vähentää verotuksessa velanhoitokulujaan.

Osakkeiden takaisinosto on yleisesti ottaen nähty sijoittajien kannalta hyvänä asiana. Se kertoo, että yrityksellä on ylimääräisiä varoja. Lisäksi sen nähdään ainakin osittain kertovan johtajien luottamuksesta yritykseen, mikä kasvattaa luottamusta myös sijoittajien keskuudessa. Omien osakkeiden takaisinosto onkin nähty hyödyllisenä osakekurssin nostamisessa. (Karhunen 2002b) Johto näkee, että osakekurssi on yrityksen tilanteeseen ja tulevaisuuteen nähden liian alhainen, jolloin yhtiö voi ostaa omia osakkeitaan ja samalla yrittää saada nostettua kurssia sille tasolle, joka nähdään sopivammaksi.

Osakkeiden takaisinosto ei kuitenkaan aina viesti hyvää. Mikäli kyseessä sattuu olemaan kasvava yritys, joka on menestynyt hyvien investointikohteidensa avulla ja yhtäkkiä sijoittaakin pääomaansa omiin osakkeisiin, voidaan sen nähdä kertovan tuottavien ja sopivien investointikohteiden puuttumisesta ja merkkinä yrityksen kasvun hiipumisesta. Toisaalta kuitenkin kasvavakin yritys voi ostaa osakkeitaan, mikäli saa ne halvalla. Tällaisissa ostoissa myyjä on useimmiten sellainen henkilö tai yhtiö, jonka taloudellinen tilanne pakottaa myymään osakkeet alihintaan. (Peyr & Vermaelen 2005: 364)

Vuonna 1998 22 suomalaisyritystä päätti antaa valtuutuksen yrityksen omien osakkeiden ostoon. Määrä on ollut kasvussa koko ajan ja esimerkiksi vuonna 2002 valtuutuksia oli antanut jo yli 60 yritystä. Nämä vastasivat jo noin 40 prosenttia Helsingin pörssin yhtiöistä. (Tomperi 2004: 23.) Alla olevasta taulukosta voidaan nähdä suomalaisten yhtiöiden takaisinosto-ohjelmien kehitystä vuodesta 1998 vuoteen 2001.

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

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

Taulukosta voidaan huomata, että tehtyjen ostojen kokonaisarvo on noussut muutamassa vuodessa huomattavasti. Myös ostopäivät ovat kasvaneet samassa suhteessa. Takaisinostovaltuutuksia annettiin yhteensä 100. Toteutusprosentti on sen sijaan vaihdellut vuodesta toiseen. Valtuutuksista on toteutettu keskimäärin kolmannes tai neljännes. Tämä kertoo, että suomalaiset yhtiöt tekevät valtuutuksia usein varmuuden vuoksi ja toteuttavat ne vain, jos ne katsotaan tarpeellisiksi. Voisi siis olettaa, että suomalaisyhtiöiden intresseissä olisi myös kustannustehokkuus ja osakkeiden ostoissa otettaisiin huomioon myös sen hetkinen osakekurssi.

Asymmetrinen informaatio

Omien osakkeiden ostaminen kertoo johtajien luottamuksesta yritykseen. Se antaa yrityksen tilasta positiivisen signaalin markkinoille (Teikari 2006: 25). Sijoittajat huomaavat, että jos yrityksen johdolla on niin kova luotto yrityksen osakkeeseen ja tulevaisuuteen, niin miksi he eivät ostaisi yrityksen osakkeita.

Joskus tosin omien osakkeiden ostoa saattaa olla vain hätäkeino yrittää nostaa osakekurssia. Vaikka nousua saataisiinkin aikaan, pitkällä tähtäimellä osakkeiden ostaminen ei ole ratkaisu vaikeuksille.

Yhtiön johdon näkemys alihinnoittelusta osakkeesta syynä takaisinostoihin on silti arveluttava. Sijoittajan kannalta yhtiö antaisi lupaavista tulevaisuudennäkymistään huomattavasti paremman signaalin, mikäli yhtiön osakkeita ostettaisiin sisäpiiristä. Tällöin johtajat käyttävät ostoihin omia varojaan, mikä nostaa ulkopuolisen sijoittajan luottamusta alihinnoiteltuun osakkeeseen.

Yritysten johtajien uskotaan tietävän yrityksen sen hetkisestä tilanteesta enemmän kuin ulkopuoliset sijoittajat, joten tämän vuoksi takaisinostot usein nostavat osakkeen kurssia. (Ikenberry D, Lakonishok J, Vermaelen T 1995: 181–208) Ilman takaisinostoja johto ei pysty vakuuttamaan markkinoita osakkeen aliarvostetusta tasosta. Soini (2008: 20) havaitsi tutkimuksissaan, että johtajat usein todella tietävät, mikäli yrityksen osakekurssi on liian alhaalla. Osakekurssi nousee mahdollisesti jo takaisinostoilmoituksista mutta erityisesti silloin, jos takaisinostot myös toteutetaan. Jos vielä joku yrityksen sisäpiiriläisistä ostaa yrityksen osakkeita, antaa se todella hyvän signaalin ulkopuolisille ja näin ollen osakkeen kurssille.

Ikenberryn ym. tutkimus osoittaa myös, että takaisinostojen todennäköisyys on kaksi kertaa suurempi, mikäli johdon palkka on suhteutettu osakekohtaiseen tulokseen kuin jos se olisi suhteutettu muihin tunnuslukuihin. Tämä onkin erityisen huomion arvoinen seikka kuultaessa yhtiöiden takaisinostoilmoituksista. Tällaisten kannustinohjelmien ehtoja on kuitenkin viime aikoina alettu kiristämään, sillä vaarana on ollut se, että johtajat ovat yrittäneet pitää osakekohtaista tulosta mahdollisimman korkealla keinolla millä hyvänsä.

2.3. Laki omien osakkeiden takaisinostoista ja osakkeiden ostotavat

Säädökset yrityksen omien osakkeiden ostamisesta löytyvät osakeyhtiölain 15. luvusta 5. pykälästä. Omien osakkeiden hankinnasta ja lunastamisesta päätehtään yhtiökokouksessa. Julkisessa osakeyhtiössä päätös on tehtävä määrää-

enemmistöllä. Yhtiökokous siis antaa valtuutuksen yrityksen hallitukselle ostaa omia osakkeita. Se päättää hankittavien osakkeiden enimmäismäärästä osakelajeittain, valtuutuksen voimassaoloajasta sekä vastikkeen vähimmäis- ja enimmäismäärästä. Yhtiön johto voi itse katsoa tilanteen mukaan kannattaako koko valtuutuksen sallimaa osakkeiden määrää ostaa takaisin (määrä on siis joka tapauksessa nykyisin enimmillään 10 prosenttia yrityksen osakekannasta) vai ostetaanko osakkeita vähemmän. Jos yritys mitätöi ostetut osakkeet tai käyttää niitä yrityskaupoissa maksuvälineenä, voidaan ostaa enemmän kuin 10 prosenttia. Tällöin osakkeet on kuitenkin mitätöitävä tai käytettävä välittömästi, sillä omistuksessa ei saa olla enempää kuin 10 prosenttia.

Yhtiökokouksen valtuutus voi olla voimassa enintään 18 kuukautta ja omien osakkeiden ostoon voidaan käyttää vain vapaata omaa pääomaa. Hallituksen pitää aina ilmoittaa syy osakkeiden takaisinostolle sekä se, millä tavalla osakkeita ostetaan takaisin. Osakkeita ei valtuutuksesta huolimatta ole pakko ostaa.

Hankkimispäätöksessä ja lunastamispäätöksessä on mainittava (Osakeyhtiölaki 15. luku 7§):

- 1) onko kysymys hankkimisesta vai lunastamisesta;
- 2) päätöksessä tarkoitettujen osakkeiden lukumäärä tai enimmäismäärä osakelajeittain;
- 3) keneltä osakkeita hankitaan tai lunastetaan ja tarvittaessa se, missä järjestyksessä, sekä suunnatussa hankkimisessa perustelut sille, että suunnattuun hankkimiseen on 6 §:n 1 momentissa tarkoitettu painava taloudellinen syy;
- 4) aika, jonka kuluessa hankittavat osakkeet on tarjottava yhtiölle, tai päivä, lunastetaan;
- 5) osakkeista maksettava vastike ja perustelut sen määrittämiselle sekä, jos vastike on muuta omaisuutta kuin rahaa, selvitys tällaisen omaisuuden arvosta;
- 6) vastikkeen maksuaika; sekä
- 7) miten menettely vaikuttaa yhtiön omaan pääomaan.

Takaisinostoja pidetään siis yleisesti vähemmän sitovina voitontapoina kuin osingon maksua. Finnin ja Youngin (2006) mukaan kuitenkin talouden tavallisissa olosuhteissa sijoittajat rankaisevat yritystä myös takaisinosto-ohjelmien peruuttamisista, vaikka vaikutus onkin pienempi kuin osinkojen vähentämisilmoitusten yhteydessä. Osakkeen hinta tippuu keskimäärin melkein 4 prosenttia sinä päivänä, kun yritys ilmoittaa takaisinosto-ohjelman peruuntumisesta tai vanhaa takaisinostotasoa ei pystytä pitämään enää tulevaisuudessa. Osakkeiden takaisinostot eivät siis ehkä olekaan niin joustavia yhtiöiden kannalta kuin teoriassa usein väitetään.

Suomessa osakkeita ostetaan takaisin normaalin pörssikaupan puitteissa eli avomarkkinaostoilla. Yhdysvalloissa on avomarkkinaostojen lisäksi käytössä muitakin tapoja. Seuraavassa esitellään 3 yleisintä osakkeiden takaisinostotapaa Grullonin jaotelman mukaan. (Grullon 2000: 32.)

2.3.1. Avomarkkinaostot

Avomarkkinaostot (open market share repurchase) ovat yrityksen kannalta joustavin vaihtoehto ostaa omia osakkeita. Ostot tapahtuvat samalla tavalla kuin jos kuka tahansa sijoittaja ostaisi yrityksen osakkeita markkinoilta. Yritys voi ostaa vähemmän tai enemmän osakkeita, mitä ensin on ajatellut. Tämä vaihtoehto on siis ehkäpä paras vaihtoehto niille yrityksille, jotka eivät ole varmoja tulevaisuutensa kassavirroista, eivätkä ainakaan halua joutua perumaan pitkäaikaisia osto-ohjelmiaan, joista eivät yhtäkkiä pystykään suoriutumaan. Toisaalta avomarkkinaostot ovat signaaliarvoltaan heikoimpia (Grullon 2000: 32). Eli mikäli yritys haluaa viestiä markkinoille hyvistä tulevaisuudennäkymistään ja luottamuksesta yritykseen sekä mahdollisesti liian alhaisesta osakekurssista, antaa tämä vaihtoehto sille huonoimman pohjan. Syynä on se, että yritys ei sinänsä sitoudu mihinkään, vaan suorittaa ostoja aina sen mukaisesti, mikä kulloisenakin hetkenä nähdään parhaana. Ostoja voidaan tehdä esimerkiksi aina silloin, kun osake on suhteellisen halpa ja jos osakekurssi alkaa nousta, ostot voidaan sinä aikana jättää tekemättä. Johdon on nähty suosivan avomarkkinaostoja tilanteessa, jossa markkinat ovat myrskyisät, yritys on velkaantunut, eikä sillä ole taloudellista liikkumavaraa. Tällaiset yritykset ovat usein suuria, hyvin

analysoituja ja epätodennäköisesti alihinnoiteltuja. (Stonham 2002:42 ja Urpalainen 2008: 10.)

2.3.2. Kiinteähintainen ostotarjous

Kiinteähintainen ostotarjous (fixed price tender offer) on ostotapa, jossa yritys ilmoittaa sen hinnan, jolla se on valmis ostamaan osakkeitaan takaisin. Lisäksi ilmoitetaan enimmäismäärä ostettaville osakkeille. Joskus saattaa muodostua alitarjontaa, jolloin yritys voi pienentää tätä enimmäismäärää. (Grullon 2000: 32) Kiinteähintainen ostotarjous antaa markkinoille kaikkein voimakkaimman signaalin siitä, että osake on aliarvostettu ja tulevaisuus nähdään lupaavana. Syynä tähän on muun muassa se, että osakkeet ostetaan markkinahinnalla, joka on korotettu yleensä muutaman prosentin preemiolla. (Grullon 2000: 32) Mitä suurempi tämä preemio on, sitä vahvemman signaalin yritysjohto haluaa markkinoille antaa. Preemio saattaa Grullonin mukaan olla jopa 20 prosenttia. Osakkeet siis ostetaan hinnalla, jonka päättää yrityksen johto ja tämä nähdään markkinoilla erittäin vahvana positiivisena signaalina koskien yrityksen nykyistä tilaa ja tulevaisuutta.

2.3.3. Hintaväli-ostotarjous

Hintaväli-ostotarjouksessa (dutch auction tender offer) yritys ilmoittaa takaisin ostettavien osakkeidensa lukumäärän sekä tämän lisäksi hintahaitarin, jonka sisällä näiden osakkeiden hintojen täytyy olla (Grullon 2000: 32). Tämän jälkeen halukkaat myyjät antavat tarjouksiaan ja lopullisen hinnan määrää se alin tarjottu hinta, jolla yrityksen haluama osakemäärä saadaan ostettua. Kaikille, joilta yritys loppujen lopuksi osakkeitaan ostaa, maksetaan tämä sama hinta, vaikka myyjä olisi ollut valmis myymään osakkeitaan halvemmalla. Signaalointiarvoltaan tämä ostotapa on kiinteähintaista ostotarjousta heikompi, sillä tässä osakkeen preemio muotoutuu yleensä pienemmäksi. (Comment & Jarrell 1991: 1243–1271) Lisäksi tässä tapauksessa osakkeen lopulliseen hintaan vaikuttavat myös sijoittajat, vaikka tarkoitus olisikin tuoda markkinoille yhtiön sisäpiirin tietoja. Tämä johtuu siitä, että sijoittavat määräävät osakkeiden hinnan tason, eikä tasoa määrätäkään yhtiön sisältä, kuten kiinteähintaisessa ostotarjouksessa tehdään. Hintaväli-ostotarjous sijoittuu sekä riskisyydeltään että signaalointiar-

voltaan edellisten, avomarkkinaostojen sekä kiinteähintaisten ostotarjousten väliin.

Kahdella jälkimmäisellä osakkeiden ostotavalla saadaan hankittua suurikin määrä osakkeita lyhyessä ajassa. (Grullon 2002: 32) Lisäksi ostotarjouksilla voidaan päästä eroon epämieluisasta omistajasta. (Stonham 2002: 41.) Näitä kahta tapaa käytetään kun yrityksellä on suuret kassavirrat, huonot investointimahdollisuudet, korkeat osinkotuotot, isoja osakeomistajia ja suuri vaihtelu tuotoissa. Tällaiset yritykset ovat usein pieniä. (Stonham 2002: 42.)

Takaisinostota- pa	Tutkimus	Ajankohta	Otoskoko	Vaikutus osa- kekurssiin
Kiinteähintai- nen ostotarjous	Masulis 1980	1963-78	199	17.0 %
	Dann 1981	1962-76	122	15.4 %
	Lakonishok Vermaelen 1990	& 1962-86	221	12.5 %
	Lie & McConnell 1998	1981-94	116	7.9 %
Hintaväli- ostotarjo- us/huutokauppa menettely	Comment & Jarrell 1991	1984-88	72	8.0 %
	Bagwell 1992	1981-88	31	7.7 %
	Lie & McConnell 1998	1981-94	91	7.7 %
Avomarkkina- ostot	Vermaelen 1981	1970-78	243	3.7 %
	Ikenberry et al. 1995	1980-90	1239	3.5 %
	Stephens Weisbach 1998	& 1981-90	994	2.7 %
	Guay & Hartford 2000	1981-93	1062	2.1 %
	Ikenberry et al. 2000	1989-97	1080	0.9 %

Taulukko 2. Miten markkinat ovat reagoineet osakkeiden takaisinostoilmoituk-
siin? (Karhunen 2002a)

Taulukosta huomataan, että kiinteähintaiset ostotarjoukset ovat todella eniten muuttaneet osakekurssien hintaa. Avomarkkinaostoilla taas saavutetaan pienin muutos. Yritykselle aiheutuvat kustannukset kiinteähintaisessa ostotarjouksessa sekä hintaväli-ostotarjouksessa ovat suuremmat kuin avomarkkinaostossa. Tämä heikentää yrityksen saamaa hyötyä ja siten osaltaan antaa myös luottoa yrityksen johdon näkemyksen oikeellisuudesta. (Stonham 2002: 42.)

Ikenberry tutki kanadalaisia yhtiöitä ja selvitti osakkeiden epänormaaleja kurssinousuja ennen ja jälkeen takaisinostoilmoitusten. Takaisinostoja tehneiden yritysten osakkeiden kurssien nähtiin kokevan keskimäärin 0,59 prosentin epänormaalin kuukausittaisen kurssinousun jopa yli kolme vuotta takaisinostoilmoituksen jälkeen. Kun vertailua tehtiin arvo- ja kasvuosakkeiden välillä, huomattiin, että arvo-osakkeilla epänormaali kurssinousu oli jopa 0,76 prosenttia kuukaudessa kun kasvuosakkeet jäivät 0,28 prosentin nousuun. (Ikenberry ym. 2000: 2375). Arvo-osakkeiksi luetaan siis ne osakkeet, joiden tuotto tai tasearvo suhteessa markkina-arvoon on alhainen. (Urpalainen 2008: 17).

Ikenberryn mukaan takaisinostoihin liittyy vahva strateginen tarkoitus, eli takaisinostoissa mietitään tarkasti koska ja miten osakkeita kannattaa ostaa, jotta siitä saataisiin yritykselle paras mahdollinen hyöty. Osakekurssin nähdään vaikuttavan takaisinostoihin myös siltä kannalta, että takaisinostovolyyymi kasvaa kun kurssi laskee. Kurssinousun aikana osakkeita ostetaan vähemmän. Mielenkiintoinen seikka Ikenberryn tutkimuksissa oli myös se, että arvo-osakkeilla takaisinostojen toteutusasteet olivat suurempia kuin kasvuosakkeilla.

Aktiivisesti omia osakkeitaan ostavien yritysten osakekurseissa nähtiin takaisinosto-ohjelman aikana vain pieniä muutoksia. Sen sijaan seuraavina vuosina näiden yritysten epänormaali kurssinousu oli merkittävä. Nämä markkina-reaktiot näyttivät olevan päinvastaiset sellaisten yritysten osakekurseille, jotka eivät aktiivisesti ostaneet omia osakkeitaan. Osto-ohjelman alussa havaittiin suuria positiivisia kurssireaktioita, kun taas seuraavina vuosina epänormaaleista kurssireaktioista ei ollut todisteita. Ikenberryn mukaan tämä tuo todisteita niille olettamuksille, että osakkeen hinta vaikuttaa takaisinostopäätökseen ja sen ajoittamiseen. Osakekurssin aliarvostus on siis pätevä peruste takaisinostoille. (Ikenberry ym. 2000: 2375-2376.)

Optio-ohjelmien osuutta omien osakkeiden ostamisessa ei voi väheksyä. Sekä Karhunen (2002) että Tomperi (2004) havaitsivat tutkimuksissaan, että yritysten optio-ohjelmien ja osakkeiden ostojen välillä oli selvä yhteys. Tämä on ymmärrettävää, sillä optioiden arvo kasvaa osakkeen arvon mukana. Mikäli osake on arvostettu kovin alas, voidaan osakkeita ostamalla ja mitätöimällä kasvattaa jokaisen osakkeen arvoa ja siten optioiden arvo nousee. Tässä onkin yksi tärkeä syy siihen, miksi yritykset voivat korvata osingonmaksun ainakin osittain takaisinostoilla. Osinkoa maksettaessa yrityksen osakkeen kurssi yleensä laskee. Takaisinostoilla kurssi saadaan korjattua paremmalle tasolle.

Optio-ohjelmat ovat hyvin yleisiä suomalaisissa yrityksissä nykyään ja niiden avulla pystytään kannustamaan työntekijöitä parempaan tulokseen. Optio-ohjelmat ovat kasvaneet takaisinostojen kanssa hyvin samassa suhteessa (Urpainen 2008: 7). Yrityksen osakkeenomistajan kannalta ostot ovat tällöin kuitenkin kyseenalaisia, sillä ostojen tarkoitus on vain kasvattaa yrityksen työntekijöiden optiojärjestelmien kautta saamia palkkioita.

2.4. Yhtiöiden ilmoittamat syyt takaisinostoille

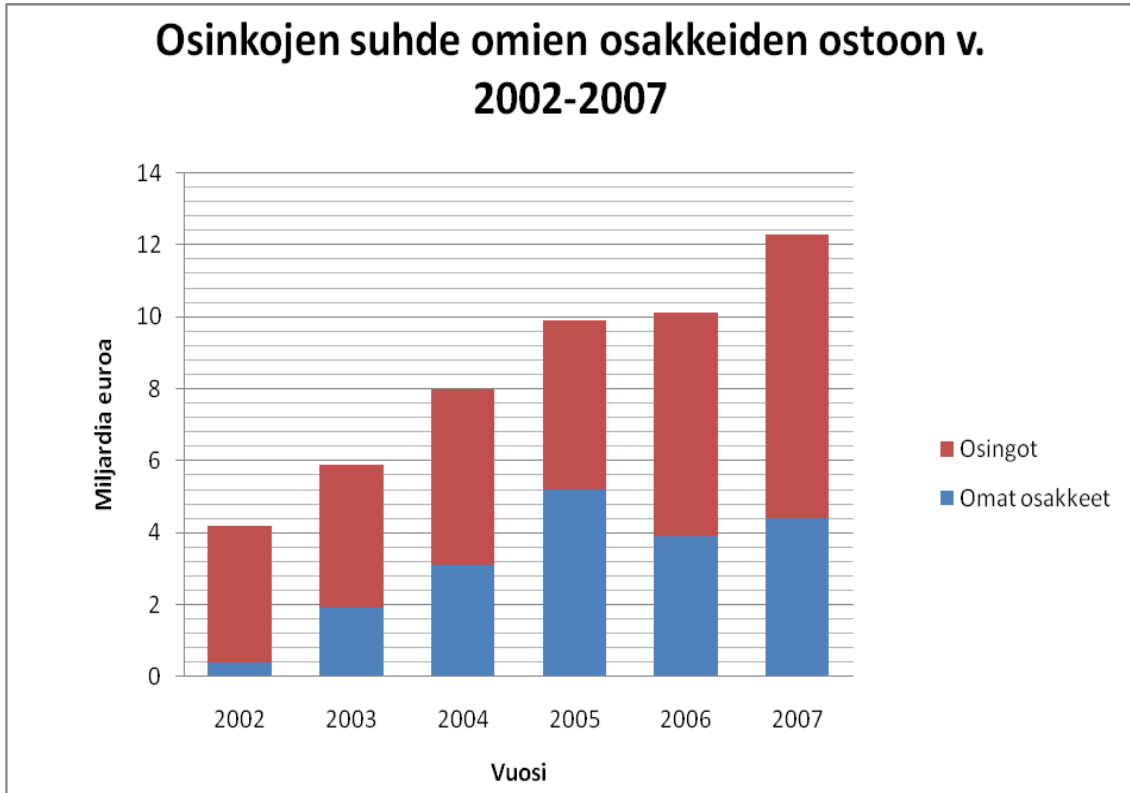
Syitä yhtiön ilmoittamille syyille omien osakkeiden takaisinostoille voidaan sanoa löytyvän lukuisia. Tämä johtunee erityisesti siitä, että Suomessa yritysten on ilmoitettava vähintään yksi syy takaisinosto-ohjelmalleen. Yleensä yritykset kertovat varmuuden vuoksi moniakkin syitä, jolloin he eivät ainakaan sulje mitään pois. Monia syitä ilmoittamalla saadaan mahdollisesti peiteltyä tai ainakin laitettua vähemmälle painolle se todellinen, ehkä ainoa syy, jonka vuoksi osakkeita ostetaan takaisin. Toisaalta taas valtuutuksia annetaan todella usein vain varmuuden vuoksi eli yhtiö pitää itsellään mahdollisuuden ostoihin ja tällöin tietysti on vaikea alkaa määrittelemään mahdollisia osakkeenostosyitä etukäteen. Suomalaisten yhtiöiden pörssitiedotteista on vaikea sanoa, mikä syy on ensisijainen, mikä toissijainen ja mikä mahdollisesti lisätty vain joukon jatkeeksi.

Takaisinostoilmoitusten vaikutus osakekurssiin riippuu yleisesti ottaen siitä, mikä on markkinoiden tulkinta ostojen syistä. Yhtiö siis ilmoittaa takaisinostohjelmastaan, jolloin on markkinoiden vuoro reagoida. Yhtiöiden ilmoittamista syistä ja niiden tärkeydestä osakekurssin kannalta voidaan olla montaa mieltä, markkinat kun joka tapauksessa vetävät omat johtopäätöksensä takaisinostojen syistä. (Tommila 2007: 4)

Tässä tutkielmassa omien osakkeiden ostoja tulkitaan nimenomaan voitonjakotapana, mutta seuraavassa käydään läpi lyhyesti myös muita syitä siihen, miksi yhtiöt ostavat takaisin omia osakkeitaan.

Se, miksi osinkojen nostaminen on usein yrityksille pitkän harkinnan vaativa päätös, johtuu siitä, että osinkojen pienentäminen nähdään markkinoilla hyvin negatiivisena asiana ja siten signaalina huonosta ennusteesta tulevaisuudessa (Tomperi 2008: 6). Tämä on myös syy siihen, miksi ylimääräisiä, satunnaisia kassatuloja ei yleensä jaeta yhtiöstä pois osinkoina. Mikäli varojen tiedetään tulleen esimerkiksi jostain kertaluontoisesta suuresta kaupasta, niillä osinkomäärän nostaminen edellyttäisi samanlaisia ylimääräisiä tuloja myös tulevaisuudessa. Tällaisista tuloista voidaan vain harvoin olla varmoja. Sen vuoksi kertaluontoiset suuret erät käytetään mieluummin osakkeiden takaisinostamiseen, millä käytännössä saadaan jaettua voittoa ulos sijoittajille, mutta mitä ei nähdä samalla tavalla lupauksena tulevaisuudesta. (Brealey & Myers 2000: 443–444)

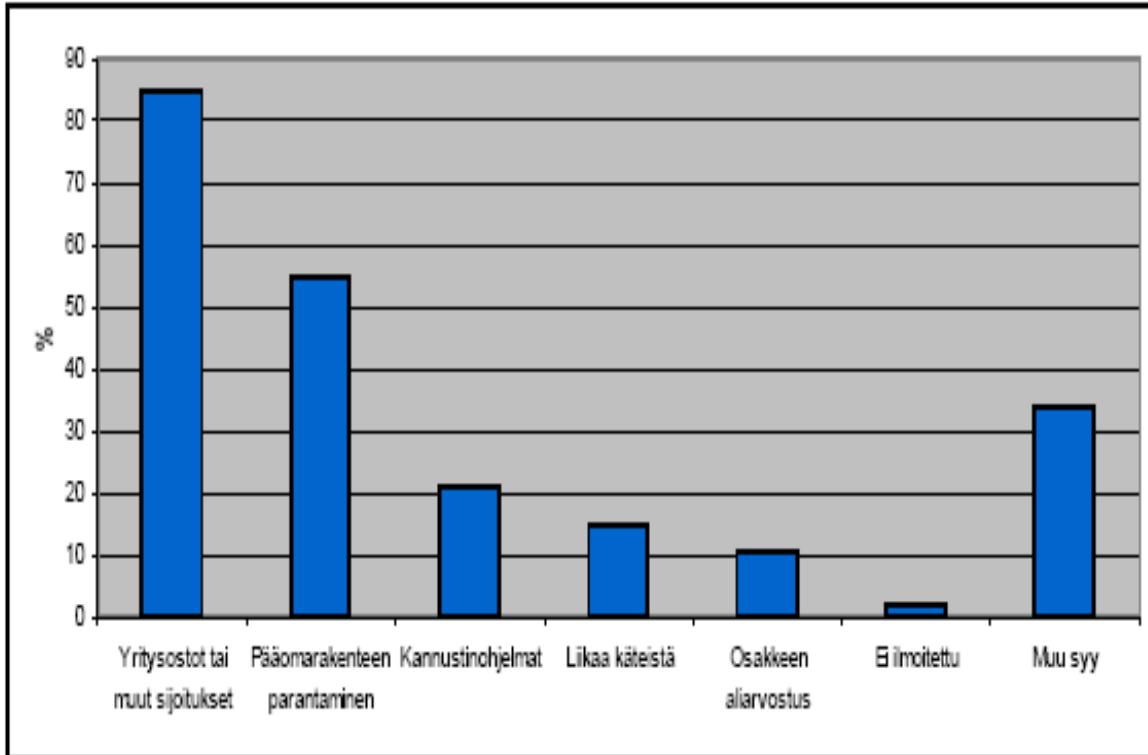
Huomionarvoinen seikka kassavarojen käytöstä omien osakkeiden ostoon on se, että nämä varat ovat yrityksen riskittömimpiä varoja. Mikäli ostot tehtäisiin velkarahalla vieraan pääoman kasvaessa oman pääoman suhteen, voidaan päätyä negatiiviseen kurssireaktioon. Näin voi käydä eritoten jos vieraan pääoman suhde omaan pääomaan on jo valmiiksi ollut korkealla. (Urpalainen 2008: 21). Suomessa ostoihin on kuitenkin käytettävä nimenomaan vapaata omaa pääomaa, jolloin ostot ovat huomattavasti riskittömämpiä.



Kuvio 1. 97 suomalaisyhtiön maksamat osingot ja omien osakkeiden ostot 2002–2007 (Haglund 2008).

Kuten yllä olevasta kuviostakin nähdään, voittoja on vuodesta 2002 lähtien suomalaisissa yrityksissä jaettu sijoittajille enenevässä määrin. Omien osakkeiden ostot ovat tasaisesti kasvaneet, lukuun ottamatta vuotta 2005, jolloin ne kokivat selvän hyppäyksen. Tämän jälkeen ostot ovat pysyneet melko tasaisella tasolla verrattuna osinkoihin, jotka ovat selvästi kasvaneet.

Edellä on käsitelty jo useita syitä ostoille. Lisänä voidaan kuitenkin mainita vielä epämieluisat osakkeenomistajat sekä yrityskaupat. Mikäli yritys haluaa päästä eroon jostain omistajastaan, se voi ostaa sopivalla premiolla osakkeensa tällaiselta omistajalta takaisin. Suomessa syyksi omien osakkeiden ostoille käytetään paljon yrityskauppoja. Loppujen lopuksi osakkeita on käytetty kuitenkin vain vähän tällaisten kauppojen maksuvälineenä.



Kuvio 2. Yritysten perusteluja omien osakkeiden ostamiselle pörssitiedotteiden mukaan (Karhunen 2002a).

Kuten yllä olevasta kaaviosta nähdään, on osakkeen aliarvostus syynä noin 11 prosenttiin takaisinostoista suomalaisilla pörssiyhtiöillä. Toisaalta tätä taulukkoa lukiessa pitää muistaa se, että perustelut takaisinostoille ovat yhtiöiden johtajien viestittämiä syitä, joille ei välttämättä ole perusteita. Ostoja ei seurata sen suhteen, mikä syy ostoille on annettu. Oman yhtiön osakekurssin halutaan tietysti olevan mahdollisimman korkealla ja siten "osakkeen aliarvostuksen" perusteluna takaisinostoille voidaan haluta viestivän markkinoille myös omaa signaaliaan.

Suomalaisten pörssiyritysten on siis aina ilmoitettava syy/syyt osakkeidensa takaisinostoille. Vuosina 1998- 2001 jopa 85 % yrityksistä ilmoitti takaisinostojen syyksi (tai yhdeksi niistä) yritysostot tai muut investoinnit. Todellisuudessa kuitenkin vain pieni osa takaisin ostetuista osakkeista päätyy käytettäväksi yrityskaupoissa (Karhunen 2002a: 90- 91). "Muu syy" viittaa siihen tosiasiaan, että useimmat yhtiöiden ilmoitukset takaisinostoista sisältävät jonkinlaisen ympäröivään lausahduksen käyttötarkoituksesta, eli näin ollen tätä syytä voidaan

käyttää melkein missä tahansa ostossa. Kaiken kaikkiaan voidaan sanoa, että oli syy takaisinostoihin mikä tahansa, sijoittajalle takaisinostot ovat yleensä hyvä asia. Sijoittaja voi hyötyä kurssinoususta ja markkinoiden reagoinnista. Takaisinostotavasta riippuen hän voi myös myydä omat osakkeensa markkinoilla määräytyvää hintaa korkeammalla hinnalla. Yritys ei voi ostaa omia osakkeitaan tai jakaa osinkoa, ellei sillä ole tähän vaadittavia pääomia käytössään. Täten sekä tehtyjen ostojen että maksettujen osinkojen pitäisi kertoa yhtiön hyvästä taloustilanteesta.

3. OMIEN OSAKKEIDEN OSTOT YHDYSVALLOISSA

Yhdysvalloissa yritykset jakavat yli 80 prosenttia voitostaan osakeomistajille. 1970-luvulla osinkojen osuus voitonjaosta oli 38 prosenttia, kun takaisinostojen osuus oli 3 prosenttia. Tästä kahdenkymmenen vuoden kuluttua 1990-luvulla osingonjaon osuus oli kasvanut 59 prosenttiin ja takaisinostojen 27 prosenttiin. (Tomperi 2004: 142-143.) Voidaan siis huomata, että yhtiöt jakavat yhä enemmän voittoa omistajilleen. Tästä saattaa seurata rahoitusongelmia myöhemmin, sillä kuten aiemmin on jo todettu, voitonjakoa ei helposti pienennetä. Tällöin rahoitus investointeihin vaikeutuu, sillä pääoma voidaan joutua hankkimaan kalliimpana vieraana pääomana. (Tomperi 2004: 57).

Yhdysvalloissa takaisinostoja on tehty 1980-luvulta lähtien. Määrä on siitä asti kiihtynyt tasaisesti. Vuosina 1995–2000 vuotuisten takaisinostojen arvo oli keskimäärin 220 miljardia dollaria. (Stonham 2002: 37.) Kuten Suomessa, myös Yhdysvalloissa takaisinosto-ohjelmien valtuutukset ovat usein suurempia kuin itse ostot. Investointipankki J.P. Morganin mukaan yhdysvaltalaisen yhtiöiden ohjelmista toteutettiin noin 83 prosenttia vuosina 1988–1997. Tämä on kuitenkin huomattavasti suurempi määrä kuin esimerkiksi Euroopassa; esimerkiksi Ranskassa vuonna 1999 48 miljardin dollarin osto-ohjelmista toteutettiin vain 0,5 miljardin dollarin osuus. Vuonna 1998 ranskalaiset yhtiöt toteuttivat 11,2 miljardin dollarin osto-ohjelmistaan 3,6 miljardia dollaria. (Stonham 2002: 37).

Takaisinostojen ajoitus

Omien osakkeiden ostamiselle on laadittu melko tiukat kehykset, joiden puitteissa ostoja voi suorittaa. Ostoihin liittyy kuitenkin oletama siitä, että yrityksen sisällä on parempi informaatio yrityksen tilasta ja tulevaisuudesta kuin mitä markkinoille tulee. Tämän takia sisäpiiritiedon hyödyntäminen on pyritty lailla minimoimaan ostojen säännellyn luonteen kautta. Kuten jäljempänä huomataan, myös yritykset itse pyrkivät tekemään ostonsa mahdollisimman avoimesti ja esimerkiksi tutkimusten mukaan pörssitiedotteiden lähellä ostot jätetään tarkoituksellisesti tekemättä (Cook, Krigman, Leach 2004: 463). Vaikka takaisinostoihin käytetyt varat ja ostojen määrä ovatkin laissa säänneltyjä, on yrityksellä

kaikki oikeus toimia muutoin markkinoilla kuten muutkin markkinatoimijat. Se siis saa ja sen kannattaa ostaa osakkeitaan mahdollisimman halpaan hintaan. Teoriassa sisäpiiritiedon käyttö on kiellettyä, mutta käytännössä esimerkiksi tieto yrityksen hyvistä tulevaisuudennäkymistä ja samanaikainen alhainen osakekurssi nostavat varmasti johdon halukkuutta ostaa osakkeita tietyissä tilanteissa.

Takaisinostojen ajoituksesta on tehty ulkomaisella aineistolla jonkin verran tutkimuksia. Esimerkiksi Cook estimoii vuonna 2004 mallin, joka ottaa huomioon sekä menneen että tulevan markkinatilanteen, samanaikaisesti tapahtuvan muun kaupankäynnin volyymin, takaisinostoilmoituksen ajoituksen sekä sen, kuinka suuri osa takaisinostoilmoituksesta lopulta toteutetaan. Mallissa tutkitaan oston ajoitusta päivän sisäisessä kaupankäynnissä. (Cook ym. 2004: 478). Näin muuttujat pystytään pitämään suhteellisen vähäisinä ja ajoitusta pystytään tarkastelemaan nimenomaan osakkeen hinnan kannalta.

Pidemmällä aikavälillä takaisinostavan yrityksen ja markkinoiden tilanne vaihtelee enemmän, jolloin analysoinnissa pitää ottaa tämä huomioon. Mallin oletuksena on, että takaisinostopäivä määräytyy osakkeen kurssin mukaan. Kun kurssi laskee, ostojen pitäisi kustannussyistä lisääntyä. Mikäli yritys käyttää ostoissaan sisäpiiritietoa, ostot tapahtuvat kurssin pohjalla, eli ne kasvavat kurssilaskun jälkeen ja ennen kurssin nousua. Cookin mukaan volyymin vaihtelua pitäisi näkyä erityisesti yritystietojulkaisujen aikana. Takaisinostojen uskotaan lisääntyvän, mikäli myyjiä on paljon tai muu kaupankäynti markkinoilla on alhaista. (Cook ym. 2004: 478-479).

Cook ym. (2004) estimoivat seuraavanlaisen Tobit-mallin:

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

Muuttuja $V_{i,t}^R$ on takaisinostettujen osakkeiden lukumäärä kullekin yritykselle i päivänä t . Riippumattomissa muuttujissa on samanaikainen markkinaliike S&P 500 osakkeille (R_t^M). Ylimääräinen kurssinousu ($XR_{i,t}$) saadaan osakkeen kurssin nousun ja S&P 500 markkinaliikkeen erotuksena. Ylimääräinen kurssinousu

CAR ennen ja jälkeen on osakkeen ylimääräinen kurssinousu verrattuna kolmen päivän ikkunaan ennen ja jälkeen takaisinoston. $V_{i,t}^{NR}$ kuvaa muu kaupankäyntiä kuin takaisinostot. Ohjelman loppuunsaaminen hetkenä t on $C_{i,t}$. $A_{i,t}$ on indikaattorimuuttuja, joka saa arvon yksi, jos yritys tekee joitain ilmoituksia näiden päivien aikana. Muuttuja on $A_{i,t\pm 2}$ jos ilmoitus on tehty kaksi päivää ennen tai jälkeen kunkin päivän (Cook ym. 2004:479 ja Urpalainen 2008:28).

Cookin tutkimuksissa päästiin siihen tulokseen, että yritykset lisäävät takaisinostojaan silloin, kun kaupankäyntivolyymi on muutenkin korkea. Kaikki tutkimuksen yritykset myös vähensivät takaisinostojaan viiden päivän sisällä ennen pörssitiedotteiden julkaisuja. Otokseen kuului 23 New Yorkin pörssin yritystä, joista kaikkien todettiin lisäävän ostojaan silloin, kun osakkeen kurssi on matalalla ja ostoja edeltävien kolmen päivän aikana osakekurssin ylimääräinen kokonaisuusmuutos on negatiivinen. Nämä yritykset seurasivat siis osakekurssiaan tarkoin ja suorittivat ostojaan kustannustehokkaasti. Sen sijaan tutkimuksessa mukana olleiden Nasdaq-yritysten ei havaittu seuraavan takaisinostoissaan osakekurssia. Ne tekivät ostonsa useimmiten silloin, kun kaupankäynti markkinoilla oli muutenkin vilkasta. Tobit-analyysin kautta päästiin siihen tulokseen, että NYSE-yritykset seurasivat kurssiaan ainakin päivätasolla ja pyrkivät sillä tavalla ajoittamaan ostonsa oikein. Nasdaq-yritysten kanssa tätä ei havaittu. (Cook ym. 2004: 479-481.)

Barclay ja Smith (1988) olettivat, että yritys voisi tukea laskevan osakkeensa hintaa asettamalla ostotarjoustason, jolla halukkaat myyjät voisivat myydä omistamiaan osakkeita takaisin yritykselle. Cook kumppaneineen tutki tätäkin olettaa ja he tulivat siihen lopputulokseen, että yritykset todella yrittivät tukea osakkeen hintaa sekä luoda likviditeettiä markkinoille. (Cook ym. 2004: 481-484). Cookin mukaan NYSE-osakkeiden hinta putoaa 0,66 prosenttia takaisinostopäivän aikana. Kun ostopäivä jaettiin ostoa edeltävään ja sen jälkeiseen aikaan, verrattiin kurssimuutoksia näiden kahden ajankohdan kesken (Urpalainen 2008: 28). NYSE-yritysten kurssi tippui keskimäärin 0,61 prosenttia ennen takaisinostoa ja 0,05 prosenttia takaisinoston jälkeen päivän loppuun mennessä. Tämän mukaan NYSE-yritykset todella pystyivät ajoittamaan ostonsa oikeaan aikaan. (Cook ym 2004: 482-483.)

Ikenberryn, Lakonishokin ja Vermaelenin kanadalaisyriityksiä koskevassa tutkimuksessa (2000) huomattiin, että takaisinostot lisääntyivät yrityksen osakekurssien laskettua. Stephen ja Weisbach (1998) huomasivat, että aikaisemmat kurssinousut vähensivät takaisinostovolyymia Yhdysvalloissa. Sen sijaan sekä odotettujen että odottamattomien kassavirtojen todettiin lisäävän takaisinostoja. Tämä tutkimus tukee olettamusta, että takaisinostoja suoritetaan nimenomaan ylimääräisistä, hetkellisesti kasvaneista kassavaroista. Voisi jopa sanoa, että takaisinostot ja osinkojen maksut eivät kilpaile samoista varoista.

Cook (2004) arvioi tutkimuksissaan yritysten takaisinostopäätöksiä valittuina kaupankäyntipäivinä. Hän tutki, olivatko yritysten ostamat osakkeet hinnaltaan yli vai alle muiden kauppajien samana päivänä. Osakepainotettua keskiarvohintaa verrattiin muihin kauppajoihin samana päivänä. Tuloksiksi saatiin että New Yorkin pörssin yritykset onnistuivat maksamaan ostamistaan osakkeista keskimäärin kaksi US-senttiä vähemmän kuin päivän muut kaupankäyjät. Niiden ostoista 40 prosenttia tehtiin alle keskiarvohinnan. Nasdaq-yritykset sen sijaan maksoivat osakkeistaan keskimäärin 10 US-senttiä enemmän kuin muut saman päivän kaupankäyjät. Vain 16 prosenttia näiden yritysten takaisinostoista alitti keskiarvohinnan. (Cook 2004: 489–490).

Kun tarkastellaan yritysten kykyä ajoittaa ostonsa päivätasolla, Cook ym. (2004) ovat käyttäneet useampiakin strategioita vertailtaessa ostojen kustannuksia. Aluksi voidaan määritellä koko osto-ohjelman dollarimääräiset kustannukset:

$$AC_i = \sum_{t \in R_{di}} P_{it} V_{it}^R$$

jossa R_{di} on päivät, jolloin yritys i osti osakkeitaan. P_{it} on ostettujen osakkeiden hinnan keskiarvo ja V_{it}^R takaisinostojen määrä yrityksellä i . Cookin tutkimuksessa 64 takaisinosto-ohjelmaa maksoivat keskimäärin 45,7 miljoonaa dollaria. (Cook ym 2004: 490).

Ensimmäinen vertailtava strategia oli minimi-maksimihinta –strategia. Tämän mukaan yritys ostaisi osakkeet alhaisimpaan tai korkeimpaan mahdolliseen hintaan. Sovellettaessa min-max –strategiaa NYSE-yrityksiin, huomattiin, että ne maksoivat keskimäärin 12,3 miljoonaa dollaria yli minimihinnan, mutta yli

15 miljoonaa dollaria vähemmän kuin maksimihinnan. Nasdaq-yritykset maksoivat keskimäärin 0,57 miljoonaa dollaria minimihintaa enemmän ja noin 0,48 miljoonaa dollaria maksimia vähemmän. Molempien pörssien yritykset onnistuivat siis jollain tavalla ostopäivänsä ajoituksessa. Erityisenä onnistujana täytyy nostaa esiin yksi Nasdaq-yritys, joka maksoi osakkeistaan tasan minimikustannusten verran. (Cook ym. 2004: 491-492).

Toisena vertailuarvona käytettiin ostopäivien määrää suhteessa kunkin päivän kaupankäyntivolyyymiin (PC). Tällöin takaisinostokustannukset ovat:

$$PC_i = \sum_{t=1}^{T_i} V_{it} P_{it}^c / V_i^R$$

Tässä kaavassa $V_i = \sum_t V_{it}$ on takaisinostajan kokonaisvolyyymi ja V_{it} on kaupankäyntivolyyymi osakkeelle i .

Cook ym. vertailivat takaisinostojen todellisia kustannuksia myös niihin kustannuksiin, jotka olisivat syntyneet, mikäli yritys olisi ostanut vakiooidun määrän osakkeita joka päivä koko osto-ohjelmansa ajan (UC). Seuraavassa Cookin käyttämä kaava tälle strategialle:

$$UC_i = \sum_{t=1}^{T_i} T_i P_{it}^c / T_i^R V_i^R$$

T_i on kaupankäyntipäivien lukumäärä takaisinostoaikana yritykselle i . $V_i^R = \sum_t V_{it}^R$ on takaisinostoportfoliossa olevien osakkeiden lukumäärä ja P_{it}^c on päätöshinta. (Cook ym. 2004:492-494 ja Urpalainen 2008:33).

Kolmantena strategiana tutkittiin takaisinostojen tekemistä mahdollisimman nopeasti (ASAP). Tällöin kustannukset laskettiin summaamalla kaikkien valtuutuksen jälkeisten päivien aikana vaihdettujen osakkeiden hinnat niin kauan, että haluttu osakemäärä oli hankittu. (Cook ym. 2004:493)

Viimeisenä vertailuarvona käytettiin kokonaiskustannusta, jonka mukaan osakkeita ostetaan todellisin hankintamäärin kunkin ostopäivän päätöshintaan. Tällä mallilla voidaan arvioida hyvin päivän sisäistä ajoituskykyä (Urpalainen

2008: 33). Mallin mukaan takaisinostokustannukset ostopäivän päätöshinnan mukaan ovat

$$CC_i = \sum_{t \in RD_i} P_{it}^c V_{it}^R$$

Tässä mallissa RD_i tarkoittaa päiviä, jolloin yritys i on tehnyt takaisinostoja. P_{it}^c on päätöshinta yritykselle i ja V_{it}^R on yrityksen i takaisinostovolyymi kunakin päivänä. (Cook ym. 2004: 493-494).

Näiden takaisinostostrategioiden pohjalta voitiin todeta, että jokainen tutkimuksen otoksessa mukana ollut Nasdaq-yritys ($n=41$) käytti ostoihinsa enemmän varoja, kuin jos ne olisivat tehneet ostonsa niin nopeasti kuin mahdollista (ASAP-strategia). Cookin mukaan odotus maksoi näille yrityksille keskimäärin hieman yli 300 000 dollaria. Muista vertailuarvoista vakioitu ja suhteellinen takaisinostokustannus eivät eronneet merkittävästi toteutuneista kustannuksista. Sen sijaan vertailtaessa kustannuksia päätöshintastrategiaan (CC) Nasdaq-yritysten hankintakustannukset olivat huomattavasti suurempia. Kaikkiaan kolmekymmentä Nasdaq-yritystä 41:stä olisi säästännyt, mikäli ne olisivat ostaneet osakkeita päivän päätöshinnalla. (Cook ym. 2004: 492-494)

Tutkimuksessa mukana olleet 23 New Yorkin pörssin yritystä onnistuivat ostoajoituksessaan paremmin kuin Nasdaq-yritykset. Vertailtaessa niiden toteutuneita ostokustannuksia vakioituihin (PC) ja suhteellisiin (UC) strategioihin huomattiin, että NYSE-yritykset olivat onnistuneet alittamaan nämä strategiat. Säästöä tuli keskimäärin 14,1 miljoonaa dollaria jokaista osto-ohjelmaa kohden. Mahdollisimman nopeasti ostettujen osakkeiden vertailuarvo ei sen sijaan poikennut merkittävästi toteutuneista kustannuksista, vaikka 61 prosenttia (14/23) onnistuikin alittamaan tämän vertailuarvon. Keskimäärin NYSE-yritykset ajoittivat ostonsa paremmin kaikilla vertailuarvoilla, vaikka minimikustannushinta ja mahdollisimman nopeasti tehtyjen ostojen vertailuarvot eivät merkittävästi Nasdaq-yritysten vastaavista eronneetkaan.

Toinen takaisinostojen ajoitusta käsitellyt tutkimus, jonka tuloksia voidaan hyödyntää suomalaisten vastaaviin, on Brockmanin ja Chungin vuonna 2001 valmistunut analyysi. Oletuksena tutkimukselle oli se, että ajoitus olisi sitä pa-

remppi, mitä suurempi osakkeen arvon vaihteluväli on. He määrittivät erilaisia muuttujia, jotka vaikuttavat takaisinostojen ajoitukseen ja estimoivat seuraavanlaisen mallin:

$$\text{TIMING}_i = \alpha + \beta_1 \text{MKTMOV}_i + \beta_2 \text{INTEREST}_i + \beta_3 \text{CASHFLOW}_i + \beta_4 (\text{LOWINTEREST}_i * \text{CASHFLOW}_i) + \beta_5 \text{NUMREP}_i + \beta_6 \text{FIRMSIZE}_i + \sum_{j=1}^6 \Theta_j \text{INDUSTRY}_{i,j} + \varepsilon_i$$

TIMING_i estimoii todennäköisyyttä sille, että satunnaisesti valittu takaisinosto-ohjelma saa pienemmät kustannukset kuin oikea takaisinosto-ohjelma. MKTMOV_i on hinnan vaihteluväli kaikille noteeratuille yrityksille, painotetussa portfoliossa aikajaksona i . INTEREST_i edustaa päivittäisten talletusten korkojen keskiarvoa jaksolla i . $\text{INDUSTRY}_{i,j}$ on dummy-muuttuja, joka saa arvon yksi, mikäli yritys i kuuluu teollisuuden alaan j ja arvon nolla muulloin. Tämän muuttujan kautta tarkastellaan sitä, onko ajoituskyky keskittynyt johonkin tiettyyn teollisuuden alaan. CASHFLOW_i edustaa yrityksen kassavirtoja jaksolla i . FIRMSIZE_i kuvaa yrityksen oman pääoman määrää ja NUMREP_i kertoo takaisinostojen lukumäärän. $\text{LOWINTEREST}_i * \text{CASHFLOW}_i$ on muuttuja, joka kuvaa niitä yrityksiä, jotka todennäköisimmin ostavat osakkeitaan muun kuin havaitun aliarvostuksen takia. (Brockman 2001: 428-430 ja Urpalainen 2008: 34)

Brockman ja Chung (2001) päätyivät tutkimuksessaan siihen, että ajoituskyky liikkuu samansuuntaisesti markkinaliikkeiden ja korkojen kanssa. Kun osakekurssi vaihtelee paljon, johdon kyky huomata väärä osakkeen arvostustaso paranee. Teollisuuden ala ei merkittävästi vaikuttanut tässä tutkimuksessa johdon ajoituskykyyn. Myöskään kassavirrat tai yrityksen koko eivät olleet merkitseviä muuttujia. (Brockman 2001:430.)

Seuraavassa tutkitaan sitä, kuinka hyvin suomalaiset yritykset ovat viime vuosina onnistuneet ajoittamaan ostonsa. Osa yrityksistä toteuttaa osto-ohjelmaansa päivittäin tietyn ajan kuluessa, välittämättä kurssiheilahteluista sen enempää. Osan voidaan kuitenkin nähdä hyötyneen huomattavasti ostaessaan osakkeensa alhaisempaan hintaan. Yhtä kaikki, yritykselle parasta olisi ostaa osakkeet kustannustehokkaasti, mikäli se vain muuten on ajan ja syiden puitteissa mahdollista.

Edellä käsiteltiin pitkän aikavälin syitä osakkeiden ostoille, mutta lyhyellä tähtämellä tarkasteltuna (eli päätettäessä oston ajankohdasta) kustannusten minimoinnin, hinnan tukemisen, likviditeetin parantamisen ja sisäpiiritiedon strategisen käytön voidaan olettaa olevan ostoajankohdan kannalta määräävimpiä tekijöitä. (Cook ym. 2004:464) Kustannusten minimointi ei varmaankaan ole päätarkoitus omia osakkeita ostettaessa, mutta koska yritysjohdolla on julkaisematonta tietoa yrityksestä, saattaa se tietoisesti tai tiedostamatta olla vaikuttamassa päätöksiin takaisinostojen ajoituksista. (Tomperi 2004: 91).

4. TAKAISINOSTOJEN AJOITUKSEN ONNISTUMINEN

Tässä tutkimuksessa selvitetään ostojen ajoitusta suomalaisten pörssiyhtiöiden osalta. Dataa on kerätty vuosilta 2006–2010, eli viiden vuoden ajalta. Tutkittavia yrityksiä on 10, joista puolet on Helsingin pörssin large cap –listalta ja puolet mid cap –listalta. Tutkittavat yritykset on valittu myös toimialan mukaan siten, että omien osakkeiden ostoja ja niiden ajoitusta pystytään vertaamaan erilaisten yritysten kesken. Toimialoja valittiin 3 ja siten samalla toimialalla toimivia yrityksiä on 3 kustakin kategoriasta. Nämä toimialat ovat teollisuus, kuluttajapalvelut ja –hyödykkeet sekä teknologia. Näin ollen jokaista yritystä voidaan tarkastella paitsi yksitellen myös vertailtaessa ajoituksen onnistumista toimialan tai yrityksen koon mukaan. Osakekurssien tiedot sekä ostettujen osakkeiden määrät on kerätty Helsingin pörssin tiedotteista.

Vielä yhtenä kriteerinä yrityksen valinnalle tähän tutkimukseen oli se, että yritys on ostanut osakkeitaan tutkittavan ajanjakson aikana vähintään 20 kertaa. Tällöin dataa on saatavilla jo jonkin verran ja mahdollista kustannushyötyä oikea-aikaisilla ostoilla voitiin olettaa saavutettavan merkittävästi. Tähän tutkielmaan valitut yritykset ovat teollisuudesta Kone Oyj, Konecranes Oyj sekä Ponsse Oyj. Kuluttajapalveluita tai –hyödykkeitä tarjoavista yrityksistä mukana ovat Amer Sports Oyj, Finnair Oyj sekä Rapala VMC Oyj. Teknologiayrityksistä mukaan on valittu Basware Oyj, F-Secure Oyj, Tieto Oyj sekä Nokia Oyj.

Tutkittaessa ajoituksen onnistumista tässä tutkielmassa käytetään jo edellä läpikäytyä Cookin vuonna 2004 kehittämää analyysiä, ja eritoten minimi- ja maksimihintaa todellisilla ostojen määrillä, päivän päätöshintaan tehtyjä ostoja sekä päivän keskikurssiin tehtyjä ostoja. Näin saadaan melko laaja kuva siitä, kuinka hyvin yritykset ovat saaneet ajoitettua ostonsa. Tutkimalla esimerkiksi päivän sisäisesti kallein ja halvin ostohinta, pystytään todellista ostohintaa vertaamaan tähän ja siten vetämään johtopäätöksiä yrityksen ajoituskyvystä. Kuten aiemminkin on tullut esille, yrityksillä on monia syitä ostaa osakkeitaan ja ostot ovat jakaneet mielipiteitä niin sijoittajien kuin yrityksen johdonkin keskuudessa. Mikäli osakkeita kuitenkin ostetaan, voidaan olla yhtä mieltä siitä, että niitä kannattaa hankkia mahdollisimman halvalla. Kustannustehokkuus on avainsana.

Cookin ym. (2004) mukaan yleisin yritysten ilmoittama syy takaisinostoille on osakkeen aliarvostus. Tämän mukaan yrityksen osakkeen kurssi on sen johtajien mielestä liian alhaalla. Tämä kuuluu kuitenkin pitkän tähtäimen syihin, Cookin ym. ollessa kiinnostuneita lyhyemmän tähtäimen syistä, eli miksi osakkeita ostetaan juuri tiettyinä päivinä. Tämän tutkimuksen oletuksena on se, että yrityksen osakkeiden takaisinostopäivän valintaan vaikuttavat osakkeen kurssivaihtelut. Kurssin laskiessa kustannusten minimoimisstrategia edellyttää takaisinostojen lisäämistä. Mikäli taas yrityksen voidaan olettaa käyttävän sisäpiiritietoa, takaisinostojen pitäisi lisääntyä juurikin kurssilaskun jälkeen ja ennen kurssin uutta nousua.

Systemaattista ostojen määrien vaihtelua pitäisi tapahtua niin ikään ennen ja jälkeen yritysten tiedotteiden. Jos yritys jostain syystä haluaisi peittää takaisinostonsa muuhun markkinoiden kaupankäyntiin, ostot suoritettaisiin mahdollisimman suurina kaupankäyntivolyymin päivinä. Mikäli takaisinostojen syiksi voitaisiin nähdä kurssitason tukemisen, voidaan odottaa takaisinostojen lisääntyvän sekä markkinoiden myyntipaineessa että muun kaupankäynnin ollessa alhaalla. (Cook ym. 2004: 478–479.) Onkin mielenkiintoista vertailla Suomen tuloksia Yhdysvalloista saatuihin, koska yritysten ilmoittama yleisin syy takaisinostoille ei ole osakekurssin tukeminen.

Tässä tutkimuksessa aitoja takaisinosto-ohjelmia verrataan muutamaa muuhun mahdolliseen strategiaan, jolloin voidaan analysoida ostojen ajankohtaa. Vertailussa ovat seuraavat strategiat:

Vuositasolla laskettu yrityksen keskimääräinen osakkeen hinta (tästä voidaan katsoa kuinka hyvin yritys on vuositasolla ajoittanut ostonsa.)

Todellisten ostopäivien minimihinta (tällöin tarkastellaan kuinka paljon yritys olisi voinut säästää todellisina ostopäivinä)

Todellisten ostopäivien maksimihinta (kuinka paljon yritys sai säästettyä todellisina ostopäivinä)

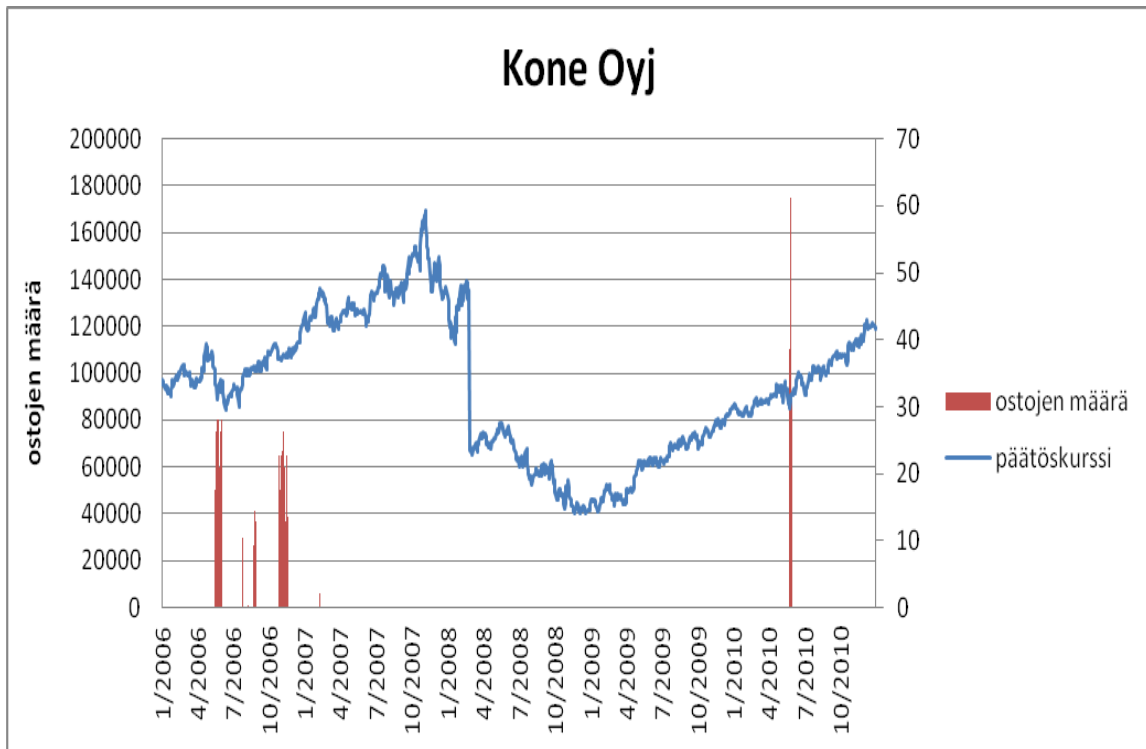
Todellisten ostopäivien päätöshinta (miten yritys onnistui ajoituksessaan verrattaessa osakkeen päätöskurssiin)

Todellisten ostopäivien keskihinta (miten yritys onnistui ajoituksessaan verrattaessa osakkeen keskihintaan)

4.1. Kone Oyj

Ensimmäiseksi käydään läpi Kone Oyj. Koneen juuret ulottuvat vuoteen 1910, jolloin Oy Kone Ab perustettiin ja aikomuksena oli toimia hissien maahan-tuojana. Oma hissituotanto aloitettiin kuitenkin jo vuonna 1918. Kone listautui Helsingin pörssiin vuonna 1967 ja teki sen jälkeen lukuisia suuria yrityskauppoja noustakseen merkittäväksi toimijaksi markkinoilla. Nykyisin Kone Oyj on yksi maailman johtavista hissejä ja liukuportaita valmistavista yhtiöistä. Sillä on 800 toimipistettä yli 40 maassa. Vuonna 2010 Koneen henkilöstömäärä oli noin 33 800 ja liikevaihto 4,99 miljardia euroa. (Kone)

Kone Oyj ei kuulu suurimpiin omien osakkeidensa ostajiin. Vuosina 2006–2010 se on ostanut osakkeitaan 45 kertaa. Yksinkertaisuudessaan voidaan ensin laskea, että Kone Oyj:n osake on vuosina 2006–2010 maksanut keskimäärin 32,68 euroa, kun keskihinta ostetuille omille osakkeille oli 35,18. Näin ollen Kone ei ainakaan tällä laskutavalla ole erityisen onnistunut ajoituksessaan. Alla olevasta taulukosta nähdään sen sijaan tarkasti ostettujen osakkeiden määrä sekä viivakuviona päivittäinen osakkeen päätöskurssi. Osakkeita ei ole ostettu kovinkaan usein, mutta määrällisesti ostot ovat olleet melko suuria. Verrattaessa kurssin kulkua tehtyihin ostoihin huomataan, että ostot eivät ole tapahtuneet vuositasolla parhaaseen mahdolliseen aikaan. Koska kuvaajasta on vaikea nähdä tarkkoja lukuja, tehdään analyysi päiväkohtaisesti, jolloin saadaan parempi kuva ostojen ajankohdasta.

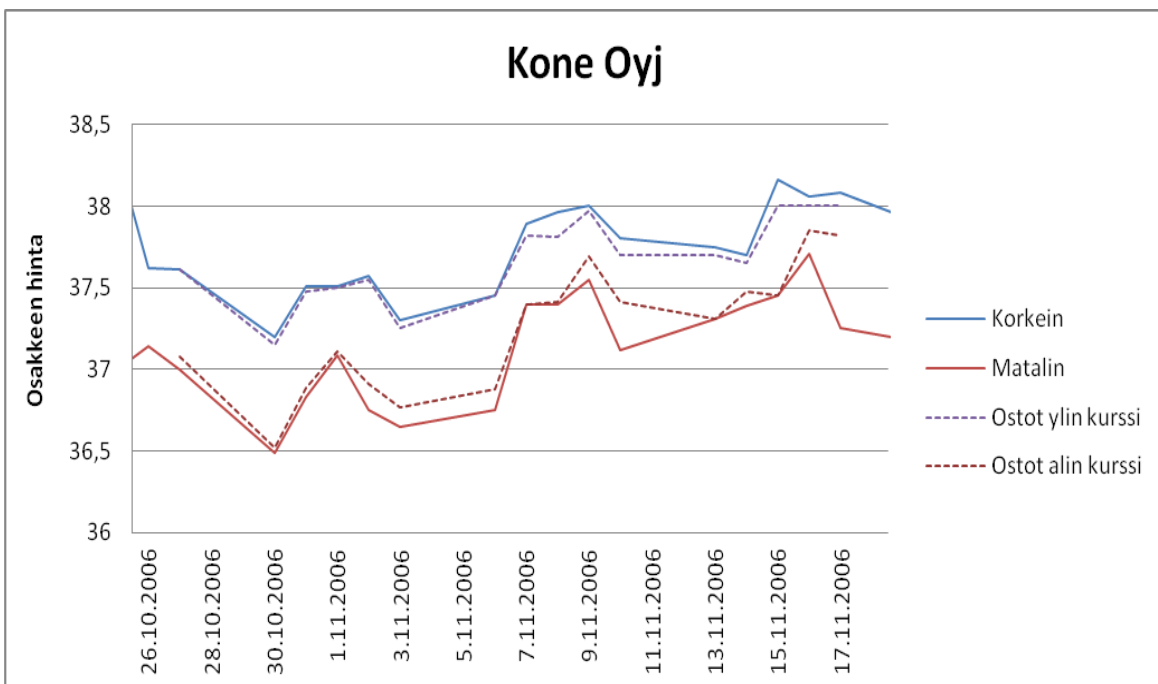


Kuvio 3. Koneen omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi vuosina 2006–2010.

Vuonna 2008 Koneen osakekurssi syöksyi alaspäin. Osakkeen hinta tippui jopa kolmannekseen parhaista ajoista. Hinnan kannalta tilaisuus ostoille olisi tuolloin ollut hyvä, mutta käynnissä ollut taantuma piti varmasti rahankäytön odottavalla kannalla.

Ensin tutkitaan Koneen ajoitusta todellisilla ostojen määrillä verrattaessa minimi- sekä maksimihintaan. Tällöin tutkitaan ensin päivät, jolloin Kone on ostanut osakkeitaan ja etsitään näiden päivien osalta sekä alhaisin, että korkein hinta, jossa osakkeen kurssi on sinä päivänä käynyt. Sitten verrataan Koneen tehtyjen ostojen hintoihin näitä minimi- ja maksimihintoja ja katsotaan kuinka oikeaan aikaan Kone on onnistunut osakkeitaan ostamaan. Tässä strategiassa tutkitaan päivän sisäistä ajoituskykyä, eikä sinänsä oteta kantaa siihen, kuinka hyvin ajoitus on onnistunut esimerkiksi viikko- tai kuukausitasolla. Tällä tavalla laskettuna erojen oletetaan siis jäävän melko pieniksi, mutta toisaalta yrityksen uskoisi myös pystyvän paremmin ajoittamaan ostonsa oikeaan hetkeen.

Kokonaisuudessaan Kone osti vuosina 2006–2010 noin 2,5 miljoonaa omaa osakettaan ja käytti näihin ostoihin noin 86 miljoonaa euroa. Mikäli tutkitaan minimi- maksimihintateoriaa koko tämän viiden vuoden ajalta yhteensä, voidaan huomata, että Kone pystyi säästämään 1,1 miljoonaa euroa ostamalla osakkeitaan silloin kuin kurssi oli korkeinta tasoaan matalammalla päivän aikana. Kuitenkin, Kone olisi voinut vielä paremmalla ajoituskyvyllä tehdä 1,5 miljoonan euron lisäsäästön. Näin ollen voidaan ainakin näin viiden vuoden ajanjakson tasolla päätellä, että Kone on onnistunut ajoituskyvyssään kohtalaisesti.



Kuvio 4. Koneen takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

Yllä olevaan taulukkoon on otettu lyhyempi aikajakso Koneen suurimmista yhtäjaksoisista ostoista. Aikavälillä 27.10.2006–17.11.2006 olevassa kuvaajassa yhtenäiset viivat kuvaavat Koneen osakkeen korkeinta sekä matalinta hintaa tällä ajanjaksolla. Katkoviivat kuvaavat korkeimmalla sekä matalimmalla hinnalla tehtyjä Koneen omien osakkeiden ostoja. Tällä ajanjaksolla Kone on onnistunut 3 kertaa ostamaan osakkeitaan alhaisimpaan mahdolliseen hintaan. Kaksi kertaa ostot on tehty kalleimpaan mahdolliseen hintaan. Kun tutkitaan koko viiden vuoden aikajanaa Koneen ostoista, alhaisimmalla kurssilla on onnistuttu

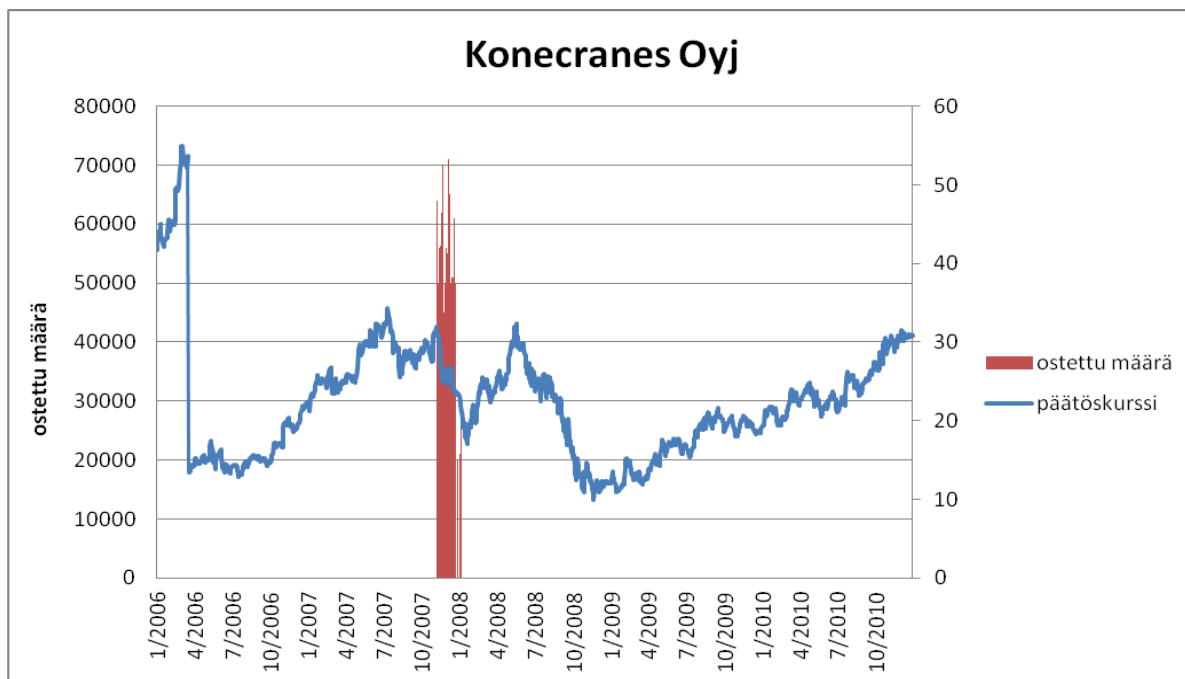
ostamaan 8 kertaa, kun taas korkein hinta osakkeista on maksettu päivätasolla 3 kertaa.

Tutkittaessa takaisinostokustannuksia päivän päätöshintaan verrattuna, voidaan huomata, että Kone olisi pystynyt säästämään noin 68 000 euroa, mikäli se olisi ostanut todellisilla ostomäärillä, mutta suorittanut ostonsa aina kunkin ostopäivän päätöshintaan. Summa ei ole viiden vuoden aikajaksoa ajatellen järjettömän suuri, mutta huomioitavan arvoinen seikka kuitenkin, sillä ajoituskyvyssä voidaan sanoa olleen jonkin verran parantamisen varaa. Viiden vuoden ajanjaksolla säästöä olisi todellisiin ostokustannuksiin verrattuna tullut noin 0,08 prosenttia.

Samalla tavalla verrattaessa Koneen tehtyjä ostoja todellisten ostopäivien keskiurssiin, Kone olisi pystynyt paremmalla ajoituskyvyllä säästämään noin 37 000 euroa. Täten säästöä olisi kertynyt noin 0,04 prosenttia. Kokonaisuudessaan kurssin tukeminen ei näytä olleen ensisijainen syy takaisinostoille.

4.2. Konecranes Oyj

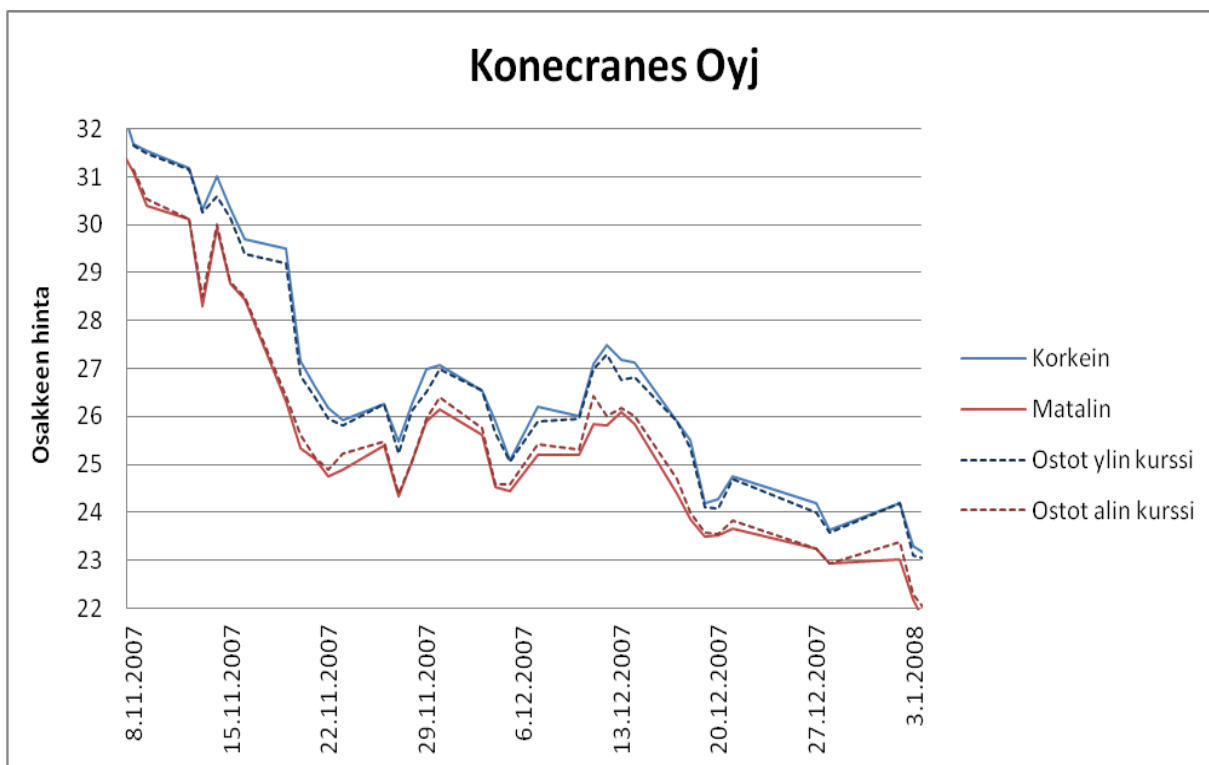
Toisena teollisuusalan yrityksenä tutkimuksessa käsitellään Konecranes Oyj. Kuten Konekin, se kuuluu Helsingin pörssin large cap – listalle. Konecranes edustaa metalliteollisuutta ja se valmistaa nostureita sekä tarjoaa kunnossapitopalveluita. Vuonna 2010 liikevaihto oli 1,5 miljardia euroa ja työntekijöitä sillä oli 10 000. Konecranes oli osa Kone Oyj:tä aina vuoteen 1994 asti, jolloin se irtaantui omaksi itsenäiseksi osakeyhtiökseen nimeltä KCI Konecranes International Oy. Nykyisin Konecranes on yksi maailman johtavista nostolaitevalmistajista. (Konecranes)



Kuvio 5. Konecranesin omien osakkeiden ostot sekä kurssin kehitys vuosina 2006-2010.

Konecranesin ostot ovat ajoittuneet 2007 vuoden loppuun sekä hieman myös 2008 luvun alkuun. Viiden vuoden aikavälin kuvaajaa katsottaessa voisi päätellä, että ostot ovat ajoittuneet suhteellisen hyvin vuositasolla, sillä ostot on aloitettu juuri kurssin tipahtaessa alaspäin. Ostot on kuitenkin lopetettu juuri ennen kuin kurssi on laskenut matalimmalle tasolle, eikä näin ollen ole päästy hyötymään täysin tästä laskusta. Kuten aiemminkin tuli ilmi, ostot olisi kannattavinta suorittaa kurssilaskun jälkeen ennen seuraavaa kurssinousua. Tässä tapauksessa ostot on tehty kurssilaskun aikana.

Kokonaisuudessaan Konecranes on vuosina 2006–2010 ostanut osakkeitaan noin 1,8 miljoonaa kappaletta ja maksanut niistä yhteensä 47,6 miljoonaa euroa. Keskihinnaltaan osakkeet ovat maksaneet tänä aikana 22,57 euroa, kun Konecranes on ostoja tehdessään maksanut osakkeestaan keskimäärin 26,15 euroa.



Kuvio 6. Konecranesin takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

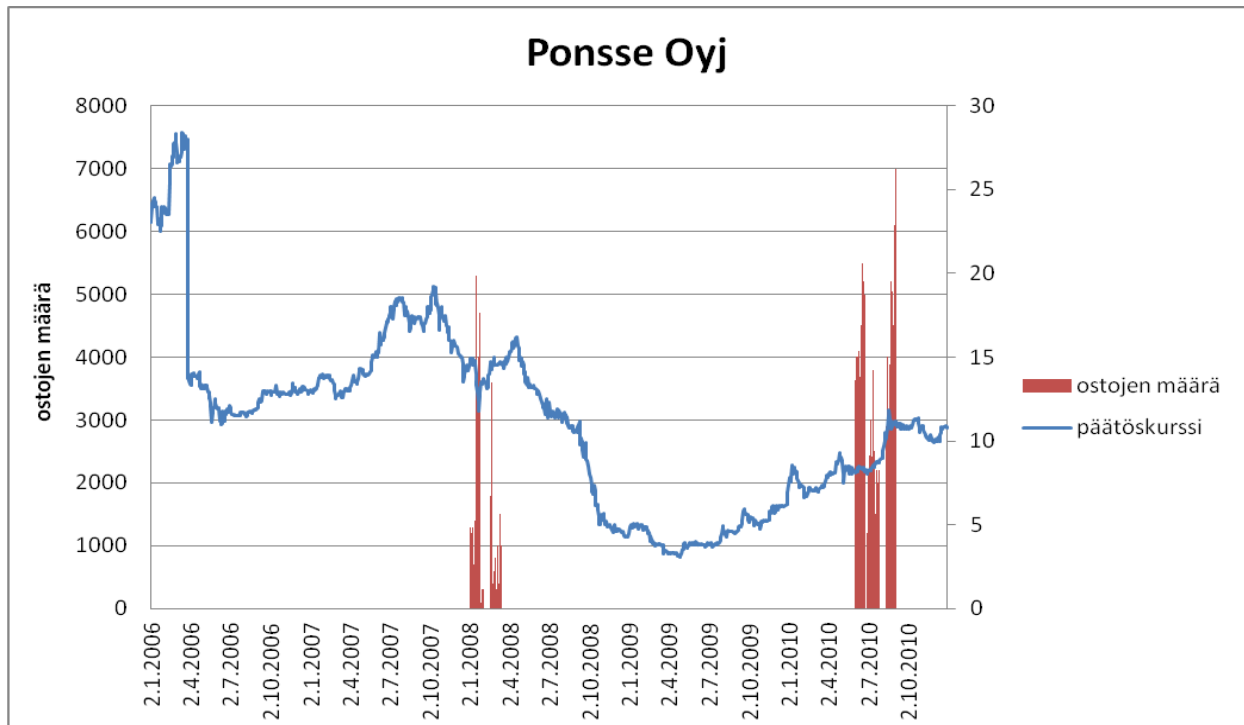
Jos otetaan huomioon koko viiden vuoden ajanjakso, Konecranes olisi enimmäkseen pystynyt säästämään ostoissaan noin miljoonan euron verran. Mikäli taas verrataan toteutuneiden ostojen osakkeiden hintoja samanaikaisen osakekursin korkeimpaan tasoon, voidaan huomata, että Konecranes oli saanut ostettua osakkeet noin 1,2 miljoonan euron verran halvemmalla. Ajoituskyvyltään Konecranesin voidaan siis katsoa onnistuneen melko hyvin. Koko aikajakson aikana yhtiö on onnistunut 3 kertaa ostamaan osakkeita takaisin päivän alimpaan kurssiin ja kerran ostot on tehty korkeimmalla kurssilla.

Mikäli taas Konecranes olisi ostanut osakkeensa aina jokaisen ostopäivän päätöshintaan, olisi yhtiö pystynyt säästämään noin 250 000 euroa. Tässä on kyse jo isommasta summasta. Konecranes olisi pystynyt ostamaan täysin saman määrän osakkeita neljännesmiljoonaa euroa pienemmällä summalla, mikäli se olisi odottanut ostoissaan jokaisen päivän loppuhetkille. Suhteessa ostoihin käytettyyn rahamäärään, säästöä olisi tullut noin 0,5 prosenttia.

Keskikurssiin verrattaessa Konecranesin säästöt olisivat olleet vain 56 000 euroa, joka on noin 0,12 prosenttia ostettujen osakkeiden hankintasummasta. Näin tarkasteltuna Konecranes on suorittanut ostonsa hyvinkin keskimääräisesti. Yleensä ottaen voisi kuitenkin olettaa, että yrityksellä itsellään on paremmat lähtökohdat osakkeidensa ostamiseen kuin markkinoiden muilla toimijoilla, joten sen pitäisi pystyä ostoihin myös keskimääräistä halvemmalla hinnalla.

4.3. Ponsse Oyj

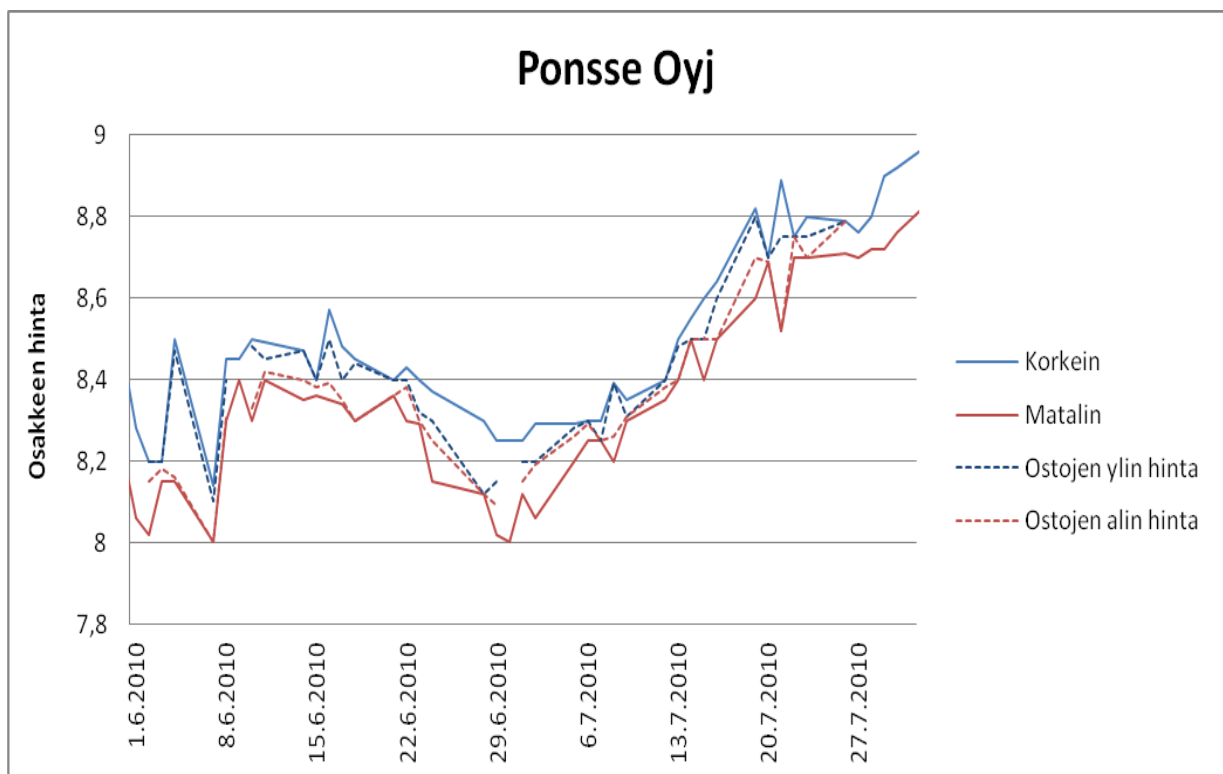
Kolmantena teollisuusalan edustajana on Ponsse Oyj, joka kuuluu Helsingin pörssin mid cap – listalle. Ponsse valmistaa metsäkoneita ja se on perustettu vuonna 1970. Konsernilla on 800 työntekijää ja toimintaa yli 40 maassa. Vuonna 2010 liikevaihto oli 262 miljoonaa euroa. Yritys on kasvanut pienestä perheyri-tyksestä yhdeksi maailman johtavista metsäkonevalmistajista muutamassa vuosikymmenessä. (Ponsse)



Kuvio 7. Ponssen omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi vuosina 2006–2010.

Ponsse Oyj on pienemmästä koostaan huolimatta ostanut osakkeitaan kohtalaisen paljon. Ostot ovat ajoittuneet 2008 vuoden alkuun sekä 2010 vuoden puolelle. Ainakin vuoden 2008 ostot näyttävät tapahtuneen kohtalaisen hyvään aikaan, sillä kurssi tipahti uudelleen vasta puolisen vuotta ostotapahtumien jälkeen. Kuviosta huomataan myös, että 2010 vuoden ostot olivat suurempia ja ne olisi kannattanut suorittaa aikaisemmin samana vuonna jos kurssilaskusta olisi haluttu hakea jotain hyötyä osakkeita ostettaessa.

Kokonaisuudessaan osakkeita on viiden vuoden aikana ostettu noin 210 000 ja ne ovat maksaneet yhtiölle noin 2,2 miljoonaa euroa. Mikäli Ponsse olisi ostanut kaikki ostamansa osakkeet alimmalla osakkeen kurssilla, se olisi säästänyt lisää noin 31 000 euroa. Tehdyllä ajoituksella se kuitenkin onnistui ajoituksillaan säästämään noin 27 000 euroa.



Kuvio 8. Ponsseen takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

Yllä olevaan kuvaajaan on koottu tietoja Ponsseen ostoista vuoden 2010 kesä- ja heinäkuulta. Keskimäärin osake maksoi näiden viiden vuoden aikana 11,18 euroa, samalla kun Ponsse maksoi ostamistaan osakkeista 11,34 euroa. Verrattuna edellä läpikäytyihin yrityksiin, huomaa Ponsseen pienemmän koon myös siinä, että osakevaihto päivän aikana on pienempää kuin isoilla yrityksillä ja siten Ponsseen itsensä osuus päivän osakevaihdosta saattaa olla suurempi. Vuosina 2006–2010 Ponsse osti osakkeitaan 30 kertaa osakkeen ollessa alimmillaan. Samalla se kuitenkin teki myös 30 ostoa silloin, kuin osakekurssi nousi päivän aikana korkeimmilleen.

Ponsseen tapauksessa päätöshintaan ostaminen olisi säästänyt 7200 euroa. Ei kuulosta paljolta, mutta toisaalta Ponsseen osakekurssikaan ei ole paljoa heilahdellut. Säästön osuus ostoihin käytetyistä varoista olisi ollut vain noin 0,33 prosenttia, vaikka Ponsse onkin ostanut osakkeitaan noin 2,2 miljoonalla näiden viiden vuoden aikana. Tästä voi huomata, että yrityksen, jonka osakkeilla käydään paljon kauppaa ja jonka osakekurssi vaihtelee päivän aikana paljon, voidaan nähdä saavuttavan paremmat tulokset mitä etevämpi ajoituskyky sillä on. Ponsseen kaltaisella yrityksellä hyväkään ajoituskyky ei tuo liemmin säästöä vuosien varrella, kun taas isommalla yrityksellä säästöt voisivat olla huomattavia.

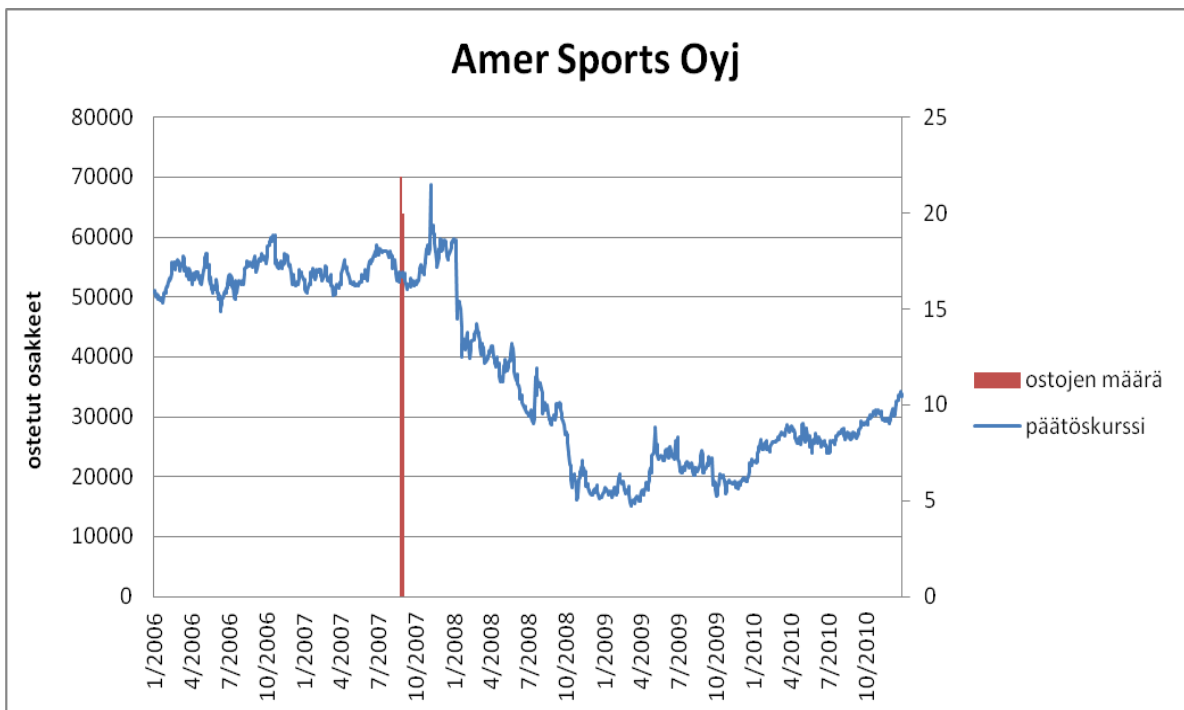
Edellistä tukee myös takaisinostojen vertailu Ponsseen keskikurssiin. Keskikursilla ostettaessa Ponsse olisi säästänyt vain noin 250 euroa, mikä ei ole kuin 0,01 prosenttia ostoihin käytetyistä varoista kokonaisuudessaan. Ponsse on siis onnistunut ostamaan kuta kuinkin keskimääräisellä hinnalla osakkeensa. Se, että osakkeita ei ole ostettu alimpaan hintaan voi kertoa siitä, että tällöin myös osakevaihto on ollut pienintä. Täten Ponsse ei ole voinut ostaa osakkeita mahdollisen tietoisien kurssimanipulaation pelossa epälikvideillä markkinoilla.

4.4. Amer Sports Oyj

Seuraava käsiteltävä toimiala ovat kulutustavarat ja – palvelut. Amer Sports Oyj kuuluu Helsingin pörssin large cap – listalle. Tupakkatehtaana aloittanut Amer-tupakka Oy perustettiin vuonna 1950. Tämän jälkeen yritys on tehnyt

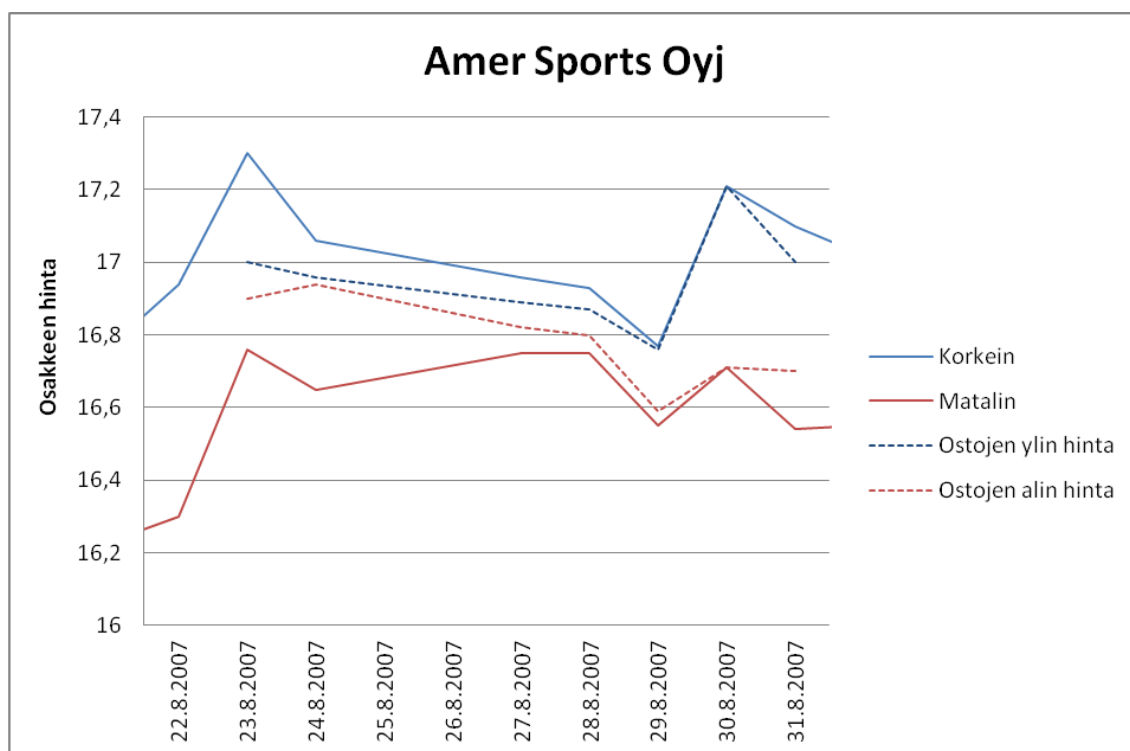
lukuisia yritysostoja. Esimerkiksi vuonna 1985 Amer hankki enemmistöosuuden Marimekosta. Osuus kuitenkin myytiin vuonna 1991. Vuonna 1986 Amer perusti urheiluosastonsa ja nykyään yhtiö toimiikin vain urheiluvälineiden saralla. Amer Sportsin konserniin kuuluu sellaisia urheiluvälineyrityksiä kuin Wilson Sporting Goods Co., Atomic-yhtiöt, Suunto Oyj, Precor sekä Salomon. Amer-yhtymän keskittyminen urheiluvälineisiin on merkinnyt yhtymän muiden osien myymistä. Myytyjen toimintojen listalle kuuluu esimerkiksi kustannusyhtiö Weilin+Göös, Toyota, Citroën sekä Suzuki –autojen maahantuonti ja edustus sekä tupakkaliiketoiminta.

Yhtiön liikevaihto vuonna 2010 oli noin 1,7 miljardia euroa ja henkilöstöä 6 600. Amer Sports jakaa liiketoimintansa kolmeen osa-alueeseen. Näitä ovat talviurheilu ja ulkoilu, pallopelit sekä fitnessurheilu. Talviurheilu tekee liki neljänneksen yhtiön myynnistä. (Amer)



Kuvio 9. Amer Sportsin omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi 2006-2010.

Amer Sports ei kuulu sekään suurimpiin suomalaisiin takaisinostajiin. Se on ostanut tutkittavalla aikavälillä osakkeitaan vain 27 kertaa. Osakkeita on näinä kertoina hankittu yhteensä 445 000 ja niistä on maksettu noin 7,5 miljoonaa euroa. Viiden vuoden aikavälillä tarkasteltuna nämä osakkeet on myös ostettu melko korkeaan hintaan, sillä keskimäärin Amer Sports maksoi niistä 16,86 euroa, kun keskihinta osakkeelle koko tuona aikana oli 11,80 euroa. Lyhyemmällä aikavälillä yrityksen voidaan kuitenkin katsoa onnistuneen ajoituksessaan, sillä osake on juuri tullut laskun alaspäin. Ostojen jälkeen kurssi taas tekee piikin ylöspäin. Seuraavasta kuvaajasta voimme katsoa ostoja päiväkohtaisesti:



Kuvio 10. Amer Sportsin takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattuna markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

Kuvaajassa yritys on onnistunut sitä paremmin, mitä alempana ja lähempänä katkoviivat kulkevat punaista yhtenäistä viivaa. Tässä tapauksessa Amer Sports on kyllä päiväkohtaisesti ollut useammin liian korkealla, eli se on maksanut osakkeistaan hinnan, joka on ollut lähempänä päivän korkeinta hintaa. Mikäli Amer olisi tehnyt takaisinostojaan hieman eri aikaan, se olisi voinut säästää jo-

pa 83 000 tuhatta euroa. Saman summan se kuitenkin sai säästettyä jo sillä, ettei ostanut osakkeita joka päivä kalleimmalla hinnalla.

Amerin tapauksessa olisi myös tullut säästöä noin 18 000 euron verran päätöskurssia käytettäessä. Säästön osuus ostoihin käytetyistä varoista olisi ollut noin 0,25 prosenttia, eli kuten Ponssenkin tapauksessa, kovin suurta hyötyä ei olisi Amer Sportsinkaan tapauksessa saatu odottamalla päätöskurssia.

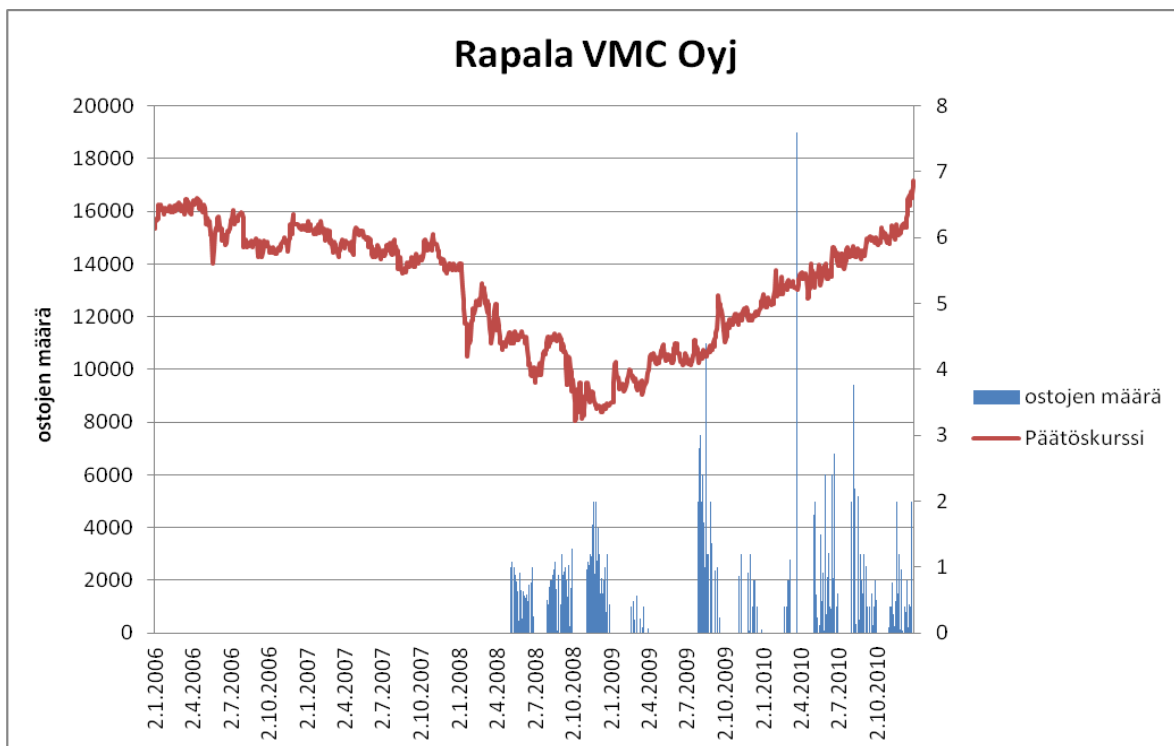
Keskikurssiin verrattaessa Amer Sports hävisi myös jonkin verran, sillä se käytti ostoihinsa noin 11 000 euroa enemmän kuin mitä se olisi käyttänyt ostaessaan keskihinnalla. Tämä vastaa noin 0,15 prosentin säästöä yrityksen takaisinostoisissa. Amerin tapauksessa ostojen ajoittamien harvoihin kertoihin voi kertoa kurssin tukemisesta, jonka markkinat myös uskoivat että johdolla on parempi tietämys tulevaisuudesta (asymmetrinen informaatio). Myöhempi kurssikehitys ei tue tätä näkemystä, tosin urheiluväline kauppa on herkkä suhdanteille ja siten Euroopan talouskriisille joka puhkesi 2008.

4.5. Rapala VMC Oyj

Toisena kuluttajatuotteiden tarjoajana on Rapala VMC Oyj. Yhtiö on maailman johtava kalastajantarvikkeiden sekä fileointiveitsien valmistaja ja myyjä. Sillä on myös vahva maailmanlaajuinen markkina-asema urheilukalastuksen tuotekategorioissa. Lauri Rapala perusti yrityksen 1930-luvulla ja nykyisin yritys myy vieheitä 140 maahan, yhteensä 20 miljoonaa kappaletta vuodessa. Rapala-konserniin kuuluvat myös muun muassa suksimerkki Peltonen, puukkoja valmistava Marttiini sekä viehevalmistajat Blue Fox, Storm ja Luhr Jensen.

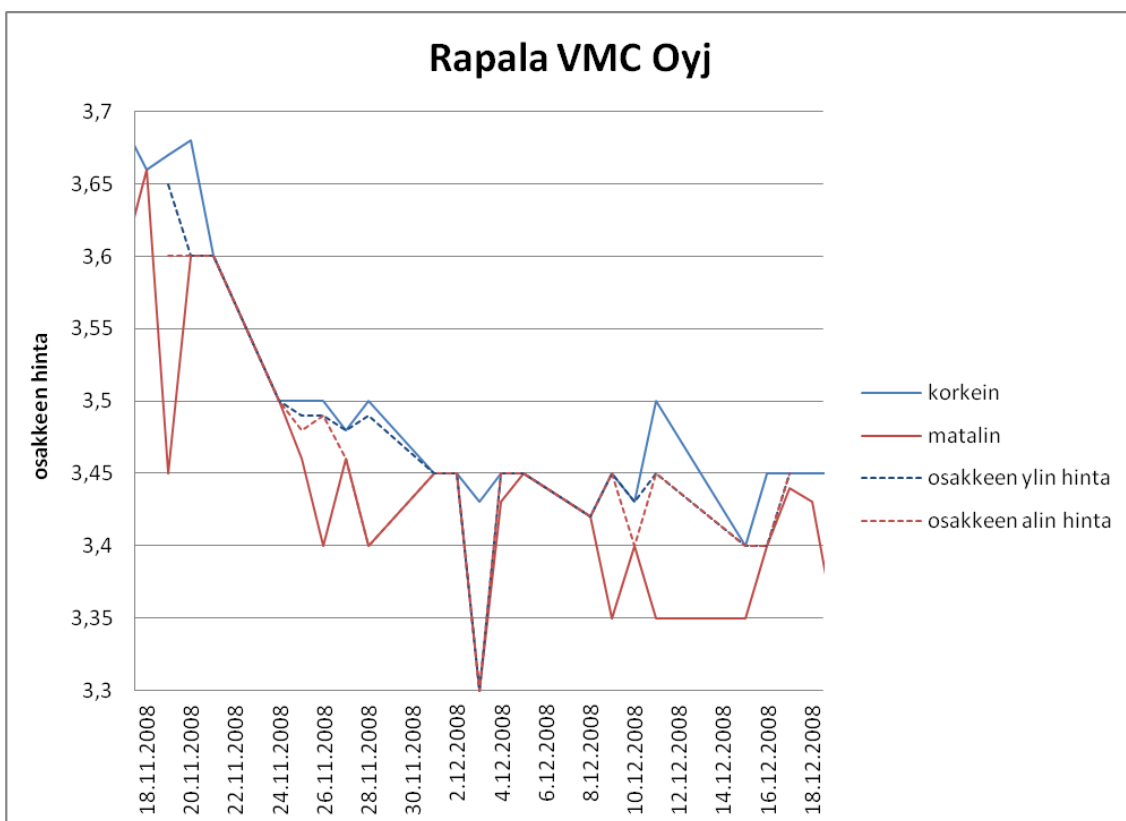
Rapalan ydinliiketoiminnan muodostavat kalastusvälineiden valmistus ja jakelu. Organisaatio voidaan jakaa kolmeen liiketoimintasegmenttiin: konsernin kalastustuotteet, konsernin muut tuotteet kuten murtomaasukset ja lahjatavarat sekä kolmansien osapuolien tuotteet urheilukalastukseen. Näistä konsernin tuotteet valmistetaan omissa tuotantoyksiköissä tai alihankintaan ja myydään konsernin omien tuotemerkkien alla. Kolmansien osapuolien tuotteet ovat konsernin jakeluyhtiöiden edustamia ja jakelemia konsernin ulkopuolisia tuotteita.

Yhtiön liikevaihto vuonna 2010 oli noin 270 miljoonaa euroa ja työntekijöitä oli hieman yli 2300. Näin Rapala siis kuuluu Helsingin pörssin mid-cap listalle. (Rapala)



Kuvio 11. Rapalan omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi vuosina 2006–2010.

Rapala on vuodesta 2008 lähtien ollut melko ahkera omien osakkeidensa takaisinostaja. Ostot ovat alkaneet hieman ennen kuin kurssi on käynyt matalimmalla tasollaan ja niitä on jatkettu tasaisesti kurssin ollessa hienoisessa nousujohteessa siitä asti. Yhteensä Rapala on ostanut osakkeitaan tänä aikana noin 540 000 ja niihin on käytetty noin 2,5 miljoonaa euroa. Rapalan osalta osake on tänä aikana ollut keskimäärin 5,25 euroa, kun se on takaisinostoissa ollut keskimäärin 4,81 euroa. Tästä voitaisiin vetää se johtopäätös, että Rapala on todellakin onnistunut ajoituksessaan. Kun vielä tarkastellaan koko viiden vuoden ajanjaksoa kerralla, voidaan laskea, että Rapala sai tehtyä yli 38 000 euron säästöt kuin jos se olisi ostanut kalleimmalla. Säästämisen varaa jäi vielä noin 11 000 euroa, mutta kaiken kaikkiaan Rapalan ostot ovat sujuneet todella menestyksellisesti.



Kuvio 12. Rapalan takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

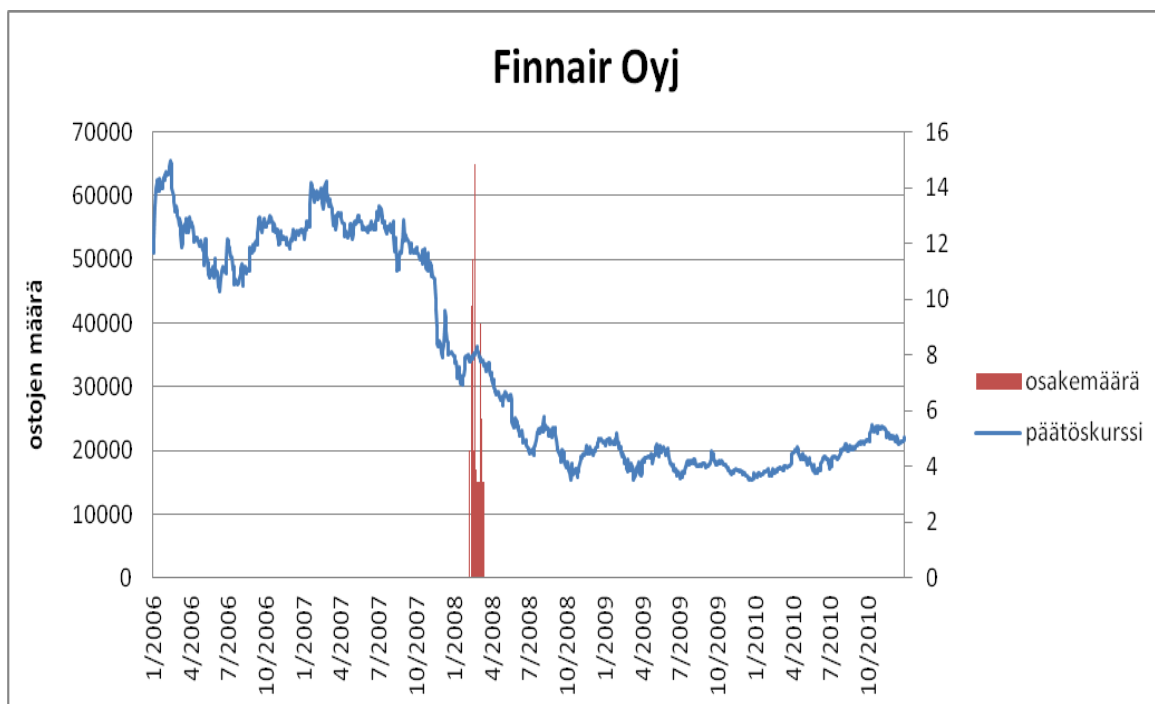
Rapalan kuvaaja 2008 vuoden osakkeiden hinnoista on huomattavasti edellisiä epäselvempi, sillä se on ostanut osakkeita takaisin usein kerralla yhden päivän kuluessa. Sen vuoksi ostetun osakkeen ylin ja alin hinta vastaavat usein toisiinsa. Ostettujen osakkeiden hinta kulkee myös usein joko sen hetkisen hinnan matalimmalla tai korkeimmalla tasolla tai jopa molemmilla yhtä aikaa. Tämä kertoo siitä, että osakkeen vaihto on ollut suhteellisen pientä ja siksi kurssi ei pääse tekemään isoja heilahduksia suuntaan tai toiseen. Kuvaajasta täytyy nostaa esiin 3.12., jolloin Rapala on selvästi onnistunut tekemässään ostossa. Kurssi on lähtenyt laskuun ja yritys on onnistunut ostamaan osakkeita takaisin matalimmalla hinnalla. Laskettaessa päiväkohtaisesti viiden vuoden ajalta Rapalan ylimmän ja alimman kurssin ostot, huomataan että se on onnistunut niinkin usein kuin 120 kertaa ostamaan halvimmalla mahdollisella päivän kurssilla. Samalla kuitenkin päivän korkein hinta täytyi maksaa 97 kertaa.

Rapalan tapauksessa päätöshintaan ostaminen olisi sen sijaan tullut kalliimmaksi. Yritys nimittäin säästi noin 11 000 euroa suorittamalla ostonsa haluamiinsa aikoina. Säästö oli 0,43 prosenttia ostoihin käytetyistä varoista. Tämä osoittaa melko onnistunutta ajoituskykyä Rapalan puolelta myös näin tarkasteltuna. Lisäksi se säästi noin 14 000 euroa verrattaessa osakekurssin keskihintaan kyseisinä ostopäivinä. Tämä vastaa 0,55 prosenttia ostoihin käytetyistä varoista. Rapala on onnistunut ostojensa ajoituksessa siis erityisen hyvin.

4.6. Finnair Oyj

Kolmas tässä käsiteltävä samaan toimialaan kuuluva yhtiö on kuluttajapalveluita tarjoava Finnair Oyj. Myös Finnair kuuluu Rapalan tapaan keskisuuriin yhtiöihin. Sen liikevaihto vuonna 2010 oli noin 2 miljardia euroa ja henkilöstöä oli noin 7 500. Finnair perustettiin vuonna 1923 nimellä Aero O/Y ja se on maailman viidenneksi vanhin edelleen toimivista lentoyhtiöistä. Suomen valtio omistaa enemmistön Finnairin osakkeista, joten se lukeutuu valtionyhtiöihin.

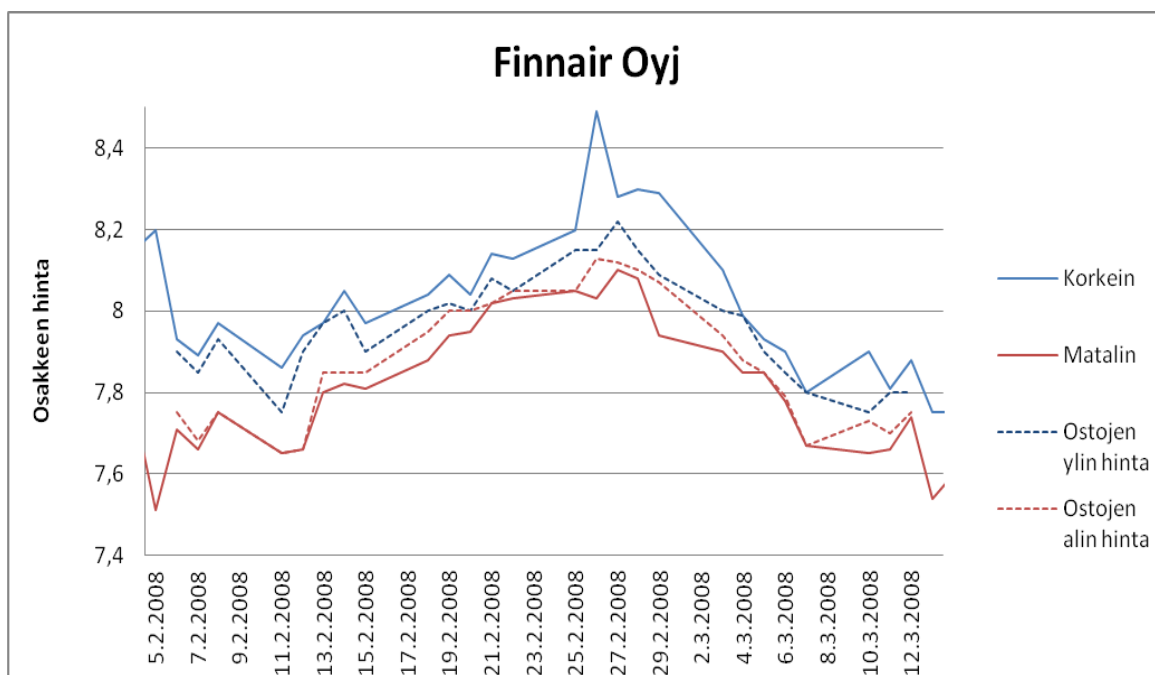
Finnair-konsernin toimialat ovat reitti- ja lomalentotoiminta, tekniset ja maapalvelut, catering-toiminta, matkatoimistoala sekä matkailualan tieto- ja vaarapalvelut. Sen tytäryhtiöihin lukeutuvat muun muassa Aurinkomatkat, Suomen Matkatoimisto sekä maapalveluyhtiö Northport. Finnairin visiona on olla Pohjolan ykkönen sekä halutuin vaihtoehto Aasian liikenteessä. Kasvustrategian perustana Finnairilla on siis Aasian kasvavat markkinat. Finnairin tavoitteena on maksaa osinkoina vähintään kolmasosa vuosituloksesta. (Finnair)



Kuvio 13. Finnairin omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi vuosina 2006–2010.

Finnairin ostot ovat olleet vähäisiä ja kuvaajasta katsottaessa myös melko huonosti ajoitettuja. Takaisinostettuja osakkeita on ollut yhteensä melkein 600 000 kappaletta ja näiden kokonaishinta on ollut 4,7 miljoonaa euroa. Keskihinta Finnairin osakkeelle on tarkasteltavan viiden vuoden ajalla ollut 7,71 euroa, kun taas hankittujen osakkeiden keskihinta samalla aikavälillä on ollut 7,93 euroa.

Säästöä Finnair sai kuitenkin tehtyä noin 59 000 euroa sillä, että se sai ostettua osakkeitaan takaisin päivän korkeinta hintaa pienemmällä hinnalla. Toisaalta vielä paremmalla ajoituksella säästöä olisi voinut tulla noin 50 000 euroa lisää. Samansuuntaista tietoa saadaan myös siitä seikasta, että Finnair on 5 kertaa onnistunut ostamaan päivän alimmalla hinnalla ja 3 kertaa se on maksanut osakkeistaan päivän korkeimman hinnan. Kuten alla olevasta kuviostakin huomaa, Finnair on suurimmaksi osaksi pysytellyt ostoissaan alimman ja ylimmän kurssin välillä.



Kuvio 14. Finnairin takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

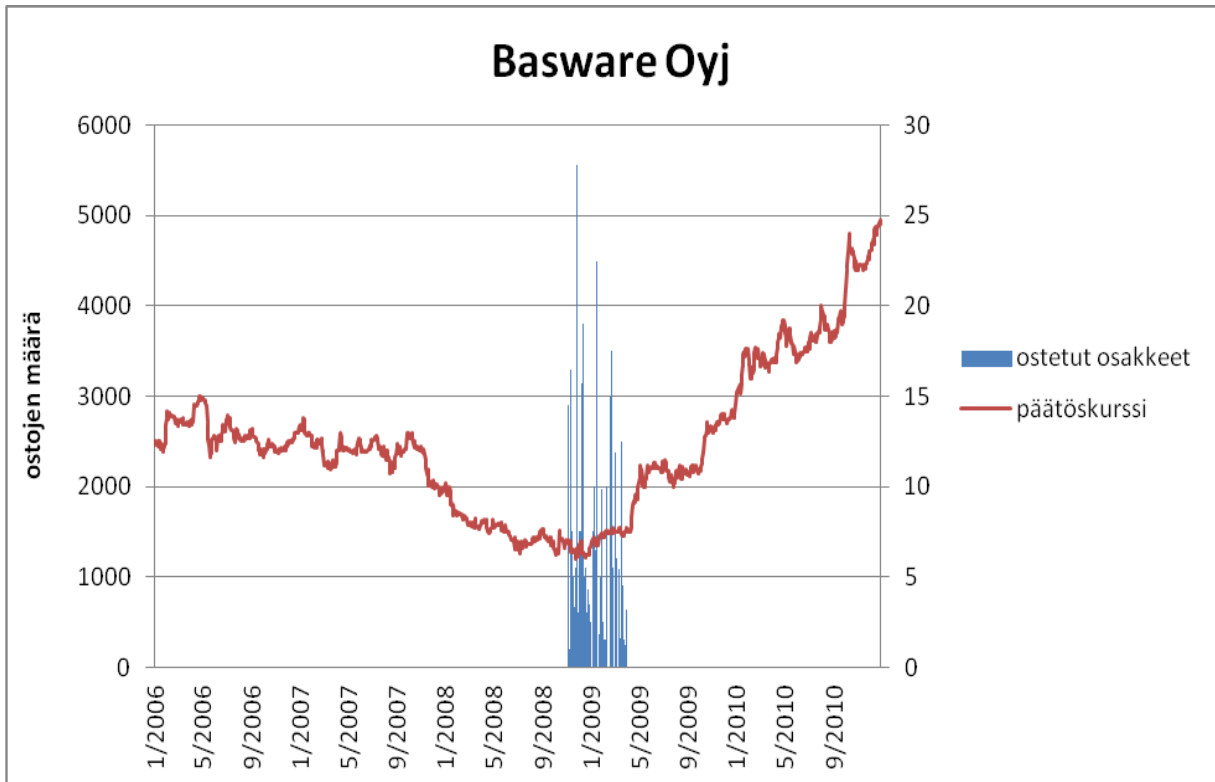
Verrattaessa Finnairin ostettujen osakkeiden hintoja ostopäivien päätöshintoihin, voidaan huomata, että myös Finnair on siltä osin onnistunut ostojensa ajoituksessa. Yritys säästi noin 5 000 euroa, mikä vastaa noin 0,1 prosenttia ostoihin käytetystä summasta. Finnairin osake on vaihdellut edellisiin yritykseen verrattuna huomattavasti enemmän, mutta koska ostoja on tehty Finnairin osalta vain vähän, ei säästöäkään ole päässyt syntymään kovin paljoa. Ostoja on itse asiassa suoritettu vain 26 päivänä koko viiden vuoden aikajaksolla.

Huomioitaessa vielä osakkeiden keskihinta päiviltä, jolloin takaisinostoja on suoritettu, voidaan huomata Finnairin onnistuneen säästämään noin 4 000 euroa. Tämä on 0,09 prosenttia kaikkien takaisinostettujen osakkeiden yhteishinnasta. Rapalan ohella Finnair on siis toinen tässä tutkimuksessa mukana olevista yrityksistä, joiden voidaan sanoa onnistuneen ostojensa ajoituksessa erityisen hyvin.

Kolmas tähän tutkimukseen mukaan otettu toimiala on teknologia. Tätä alaa edustavat keskisuurista yrityksistä F-Secure sekä Basware. Suurista yrityksistä mukaan on otettu Suomen suurin omien osakkeiden ostaja, eli Nokia sekä Tieto Oyj. Nokia vääristäisi luvuillaan niin paljon vertailussa toimialojen ja yrityksen koon kesken, että sen vuoksi Nokia käsitellään tässä vain yksittäistapauksena ja vertailuihin otetaan mukaan vain kolme muuta edellä mainittua yritystä. Suomalaisia yrityksiä ja niiden omien osakkeidensa ostoja käsiteltäessä Nokiaa ei voi nimittäin kokonaan sivuuttaakaan; niin suuri osuus tehdyistä ostoista on Nokian käsialaa.

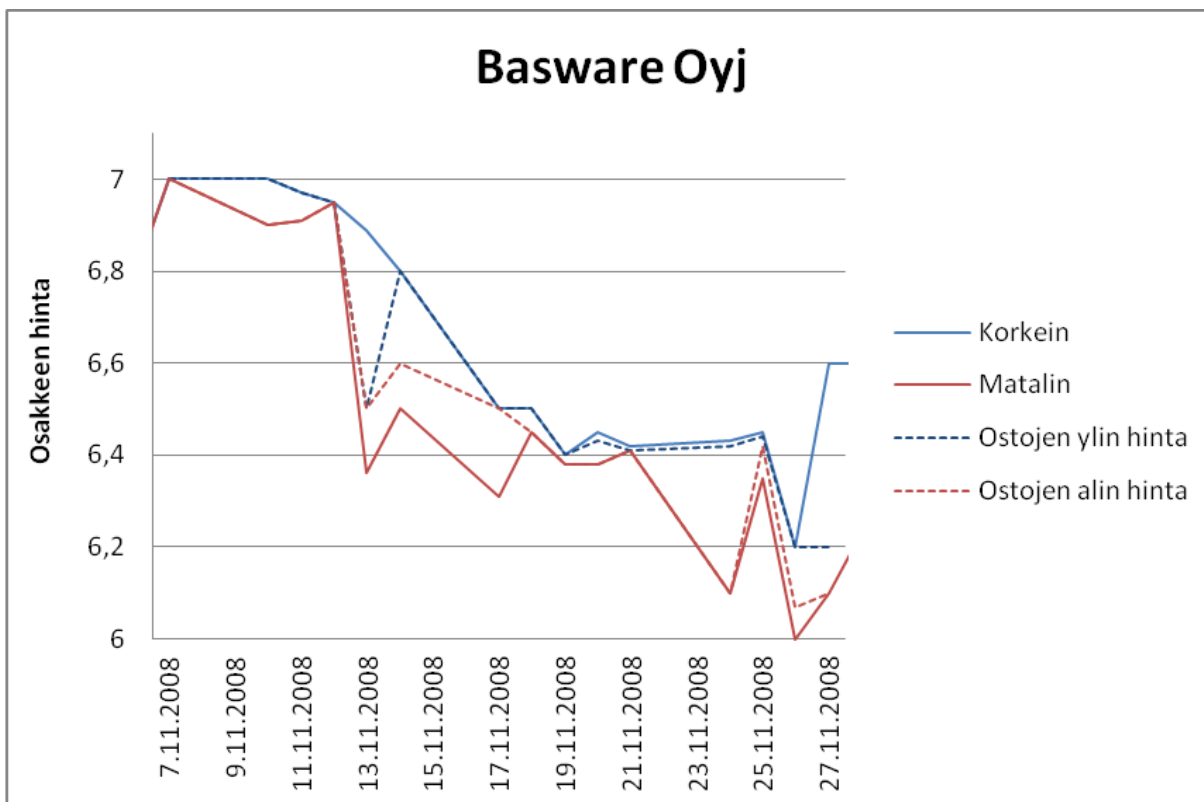
4.7. Basware Oyj

Basware Oyj on vuonna 1985 nimellä Baltic Accounting Systems –nimellä perustettu ohjelmistotalo. Yhtiö kehittää ratkaisuja organisaatioiden talousprosessien automatisoimiseksi hankinnasta maksuun. Sillä on 12 tytäryhtiötä Euroopassa, Yhdysvalloissa sekä Aasian ja Tyynenmeren alueella sekä yli 70 jälleenmyyjää yli 30 maassa. Yhtiön strategiana onkin panostaa edelleen voimakkaaseen kansainväliseen kasvuun. Basware onkin kasvuyhtiö, joka tähtää osakkeenomistajien saamaan arvonnousuun ja maltilliseen osingonmaksuun. Yhtiön liikevaihto vuonna 2010 oli noin 103 miljoonaa ja henkilökuntaa se työllisti hieman yli 900. Basware kuuluu Helsingin pörssin keskisuurten yritysten listalle. (Basware)



Kuvio 15. Baswaren omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi vuosina 2006–2010.

Baswarekin on ostanut ahkerasti osakkeitaan 2008–2009 –lukujen taitteessa. Yhteensä osakkeita ostettiin noin 90 000 ja niihin käytettiin noin 630 000 euroa. Yllä olevaa kuvaajaa tarkasteltaessa voi huomata, että ostot eivät oikeastaan olisi voineet osua parempaan aikaan. Kurssi on juuri tullut tasaisesti alaspäin ja ostot on lopetettu kurssin alkaessa lähteä uuteen nousuun. Saman päätelmän voi tehdä Baswaren viiden vuoden keskimääräisestä osakekurssista (12,35 euroa) verrattuna ostettujen osakkeiden keskihintaan (6,97 euroa). Tässä kohtaa asymmetrisen informaation osuus on melko ilmeinen, eli Baswaren johto tiesi markkinoita enemmän yrityksen tilanteesta ja käytti tätä tietoa hyväkseen ostoiinsa.



Kuvio 16. Baswaren takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

Basware kuuluu myös hieman pienempiin yhtiöihin, mikä tarkoittaa usein, että yrityksen osakkeilla ei käydä niin paljon kauppaa. Isommilla yhtiöillä on usein vaihdetumpi osake. Edellisessä kappaleessa kävi ilmi, että Basware on onnistunut ostojensa ajoituksessa ainakin viiden vuoden aikavälillä. Kun tarkastellaan lyhyempiä aikoja, tai aikoja jolloin ostoja on todella tapahtunut, voidaan laskea seuraavia tuloksia: Basware olisi saanut säästettyä noin 10 000 euroa, mikäli se olisi saanut ostettua osakkeet aina päivän halvimpaan hintaan. Kalleinta hintaa halvemmalla se sai kuitenkin ostettua niin useasti, että säästöä tuli noin 8 500 euroa. Tässä siis huomataan, että päiväkohtaisesti kurssija katsottaessa Basware olisi voinut pärjätä paremminkin.

Halvimpaan hintaan yhtiö sai tehtyä ostoja 38 kertaa ja kalleimpaan hintaan ostoja tuli tehtyä 37. Huomioon pitää kuitenkin ottaa se seikka, että päivän alin ja ylin hinta olivat samat peräti 18 kertaa. Näin ollen voidaan vetää se johtopäätös, että yhtiön kurssi on vaihdellut päivän aikana todella vähän, johtuneeko sitten osakkeen heikosta kiinnostuksesta ja vaihdosta vai myyjien yksimielisyy-

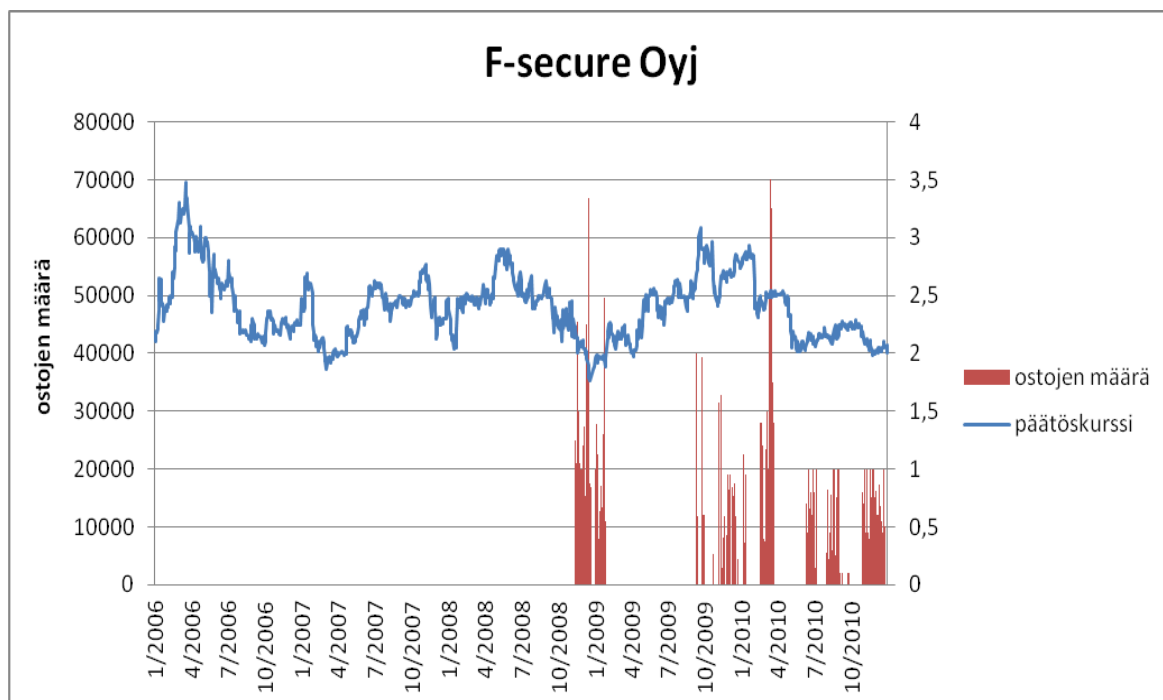
destä. Joka tapauksessa Baswarekin olisi saanut jonkinlaista säästöä tehtyä ostoissaan.

Päätöshintaa tutkittaessa Baswaren voidaan nähdä menettäneen ostoissaan vain noin 1 000 euroa ylimääräistä. Päätöshinta olisi tuonut tämän suuruiset säästöt. Summa ei kuitenkaan ole kuin 0,17 prosenttia ostojen koko hinnasta, joten paljoo paremmin yritys ei olisi voinut ostojaan suorittaa. Kun tehdään samanlainen vertailu yrityksen osakkeiden keskihintaan, Basware olisi voinut säästää enää 600 euroa. Kuulostaa pieneltä summalta, mutta prosenteissa se on kuitenkin 0,1 siitä kokonaissummasta, joka ostoihin on kaiken kaikkiaan käytetty.

Basware kuuluu myös näihin pienempiin yrityksiin, joilla osakevaihto ei ole päivän sisäisesti kovinkaan suurta. Tällöin päivän sisäinen odottelu oikean hinnan suhteen ei hirveästi lisäarvoa yritykselle tuo. Yllä olevasta Baswaren takaisinostojen ja osakekurssin kuviosta voidaan huomata, että pidemmällä tähtäimellä tämänkin kokoinen yritys pystyy tekemään ajoituskyvyllään suurempia kustannussäästöjä. Viiden vuoden sisällä kurssi on vaihdellut 6 ja 25 euron välillä. Näin ollen takaisinostojen ajoitus on tärkeää myös pienemmillä yrityksillä.

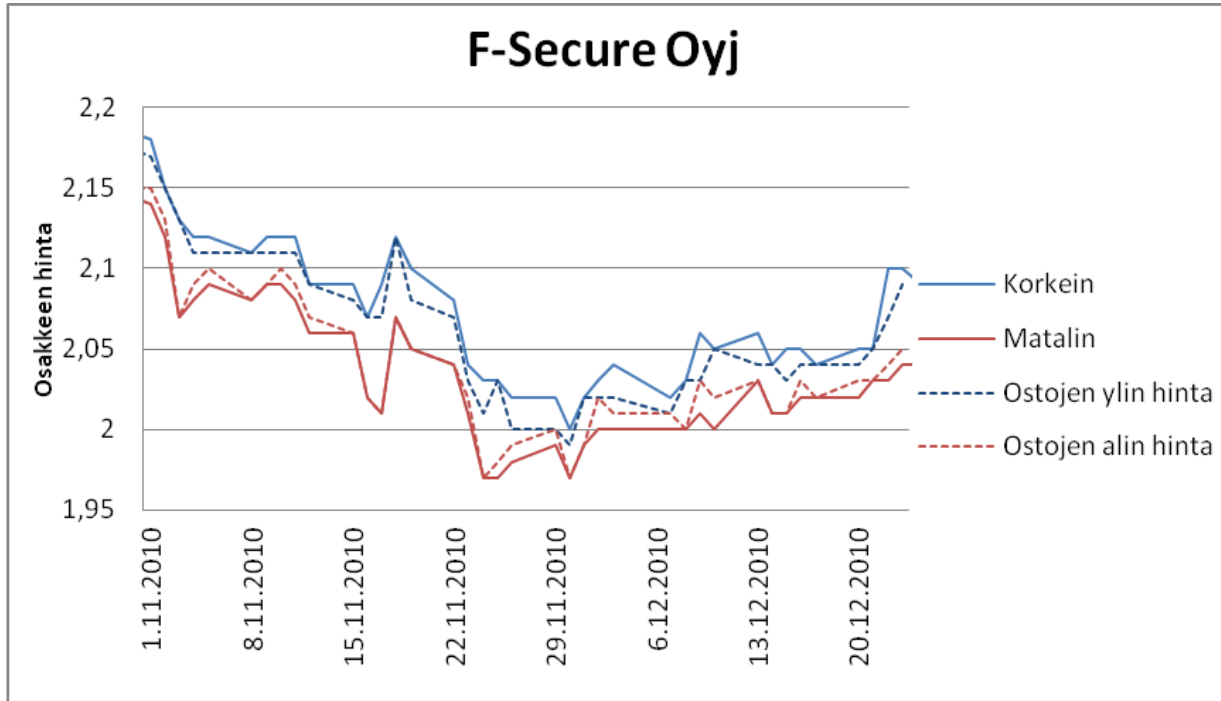
4.8. F-Secure Oyj

Toinen keskisuuri teknologiayritys tutkimuksessa on F-Secure Oyj. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin vuonna 1999. Aiemmalta nimeltään Data Fellows perustettiin vuonna 1988 tarjoamaan hajautettuja tietoturvaratkaisuja. Yhtiö valmistaa tietoturvatuotteita kaikenlaisille tietokoneille sekä Nokian, Sony Ericssonin ja Android-käyttöjärjestelmillä varustetuille matkapuhelimille. F-Securen liikevaihto vuonna 2010 oli noin 130 miljoonaa euroa ja työntekijöitä oli 850. Osinkopolitiikkana on jakaa noin puolet vuotuisesta voitosta osinkona. (F-Secure)



Kuvio 17. F-Secure Oyj:n omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi vuosina 2006–2010.

F-Secure poikkeaa edellä käsitellyistä yhtiöistä siinä, että se on aloittanut oston 2008 vuoden lopulla ja jatkanut niitä edelleen 2009 ja 2010, vaikka monet muut yhtiöt ehkäpä taantuman iskettyä sulkivat rahakassansa takaisinostojen tapaisilta ”vapaaehtoisilta” menoeriltä. Yhtiö on myös tehnyt ostoja kohtuullisen paljon. Takaisinostettuja osakkeita on ollut 3,3 miljoonaa kappaletta ja niihin on käytetty 7,5 miljoonaa euroa. Ensimmäinen osa ostoista on tehty 2008–2009 –lukujen vaihteessa ja ajoitus näyttäisi ainakin silloin osuneen nappiin. Ostojen määrässä on myös nähtävissä selvä piikki kurssin käydessä pitkän aikavälin matalimmissa luvuissa. Keskimäärin yhtiön osake maksoi näiden viiden vuoden aikana 2,39 euroa, kun ostojen keskimääräinen hinta oli 2,28 euroa.



Kuvio 18. F-Securen takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

Laskettaessa päivän sisäistä onnistumista ostojen ajoituksessa, voidaan päätellä F-Securen säästäneen noin 114 000 euroa ja toisaalta se olisi voinut säästää noin 110 000 euroa lisää. Koska myös tämä yhtiö kuuluu keskisuuriin yrityksiin, senkin osakevaihto on suuria yrityksiä pienempää. Siksi vaihtelut päivän ylimmän ja alimman kurssin hinnoissa on hyvin pientä. F-Secure onnistui ostamaan halvimmalla kurssilla 84 kertaa ja kalleimmalla se osti 46 kertaa. Tämänkin yhtiön kohdalla voidaan huomioida se seikka, että alin ja ylin kurssi olivat samat 20 kertaa.

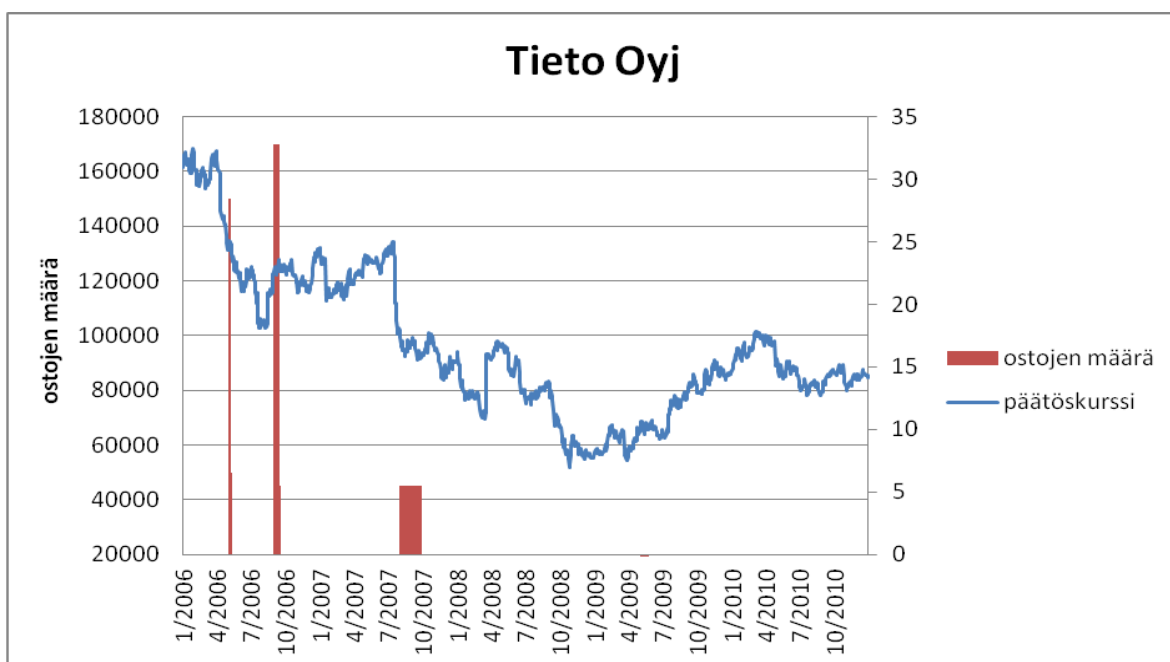
F-Secure tuntuu olevan täysin oma lukunsa tässä tutkimuksessa. Päätöshinnalla ostaminen olisi säästänyt yritykseltä vain alle 2 000 euroa, mikä vastaa noin 0,02 prosenttia todellisesta ostoihin käytetystä summasta. F-Securen voidaan siis nähdä onnistuneen ostoissaan oikein hyvin. Edes markkinoilla tehtyjen ostojen keskihintaan verrattuna F-Secure ei olisi täällä aikavälillä pystynyt säästämään kuin noin 3 500 euroa (0,05 prosenttia). Nämä ovat hyvin pieniä summia siihen verrattuna, että ostoja on kuitenkin tehty noin 7,5 miljoonalla eurolla. F-Secure

voidaankin katsoa onnistuneen takaisinostojen päivänsisäisessä ajoituksessa hyvin.

4.9. Tieto Oyj

Tieto on Pohjois-Euroopan johtava tietotekniikka- ja tuotekehityspalveluja tarjoava palveluyritys. Yhtiö aloitti liiketoimintansa vuonna 1968 Espoossa nimellä Tietotehdas Oy. Alkuvuosina Tietotehdas toimi pääasiassa omistajiensa tietokonekeskuksena. Tietojärjestelmiä kehitettiin ja ylläpidettiin lähinnä Yhdyspankille ja sen asiakkaille sekä muutamalle metsäyhtiölle. 1990-luvulla yhtiö kasvoi nopeasti useiden yritysostojen, fuusioiden ja strategisten kumppanuuksien ansiosta. Yhtiön nimi muutettiin Tietotehtaasta TT Tiedoksi vuonna 1995 ja Tiedoksi vuonna 1998. Vuonna 1996 yhtiö vahvisti asemaansa tietoliikennesektorilla merkittävästi ostamalla Avancerin. Vuonna 1999 Tieto ja Enator yhdistyivät TietoEnatoriksi. Vuonna 2009 nimi vaihdettiin takaisin Tiedoksi.

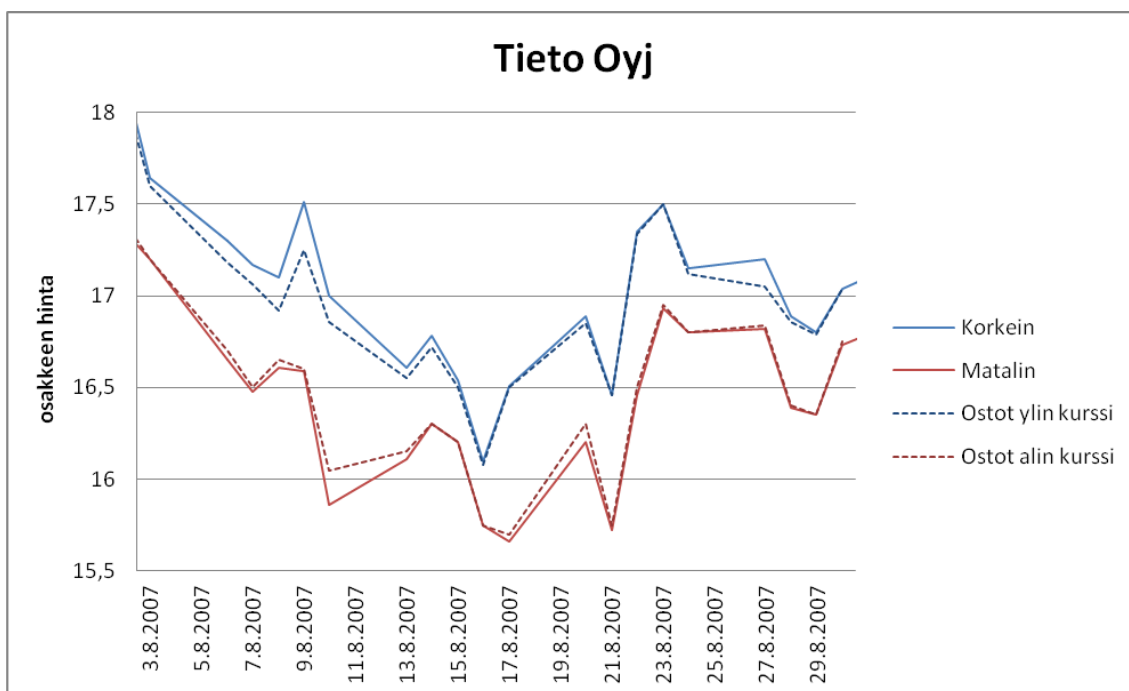
Tiedon tavoitteena on saavuttaa johtava asema Koillis-Euroopassa. Yrityksen päämarkkina-alueet ovat Pohjoismaat, Venäjä ja Puola. Tieto jakaa toiminta-alueensa toimialaratkaisuihin, yritysratkaisuihin, jatkuviin palveluihin sekä tuotekehitysratkaisuihin. Yrityksen liikevaihto vuonna 2010 oli 1,8 miljardia euroa ja henkilöstöä oli noin 18 000. Yhtiön osakkeet noteerataan NASDAQ OMX:ssä Helsingissä large cap -listalla sekä Tukholmassa. (Tieto)



Kuvio 19. Tieto Oyj:n omien osakkeiden ostot sekä osakekurssi vuosina 2006–2010

Tieto Oyj on ostanut osakkeitaan tutkittavien vuosien aikana yhteensä noin 4,2 miljoonaa kappaletta, joista se on maksanut yhteensä 82,5 miljoonaa euroa. Yhden osakkeen keskihinta on tänä aikana ollut 16,60 euroa, kun taas Tieto on maksanut ostamistaan osakkeista keskimäärin 16,65 euroa, eli 5 senttiä enemmän joka osakkeelta. Saman voi huomata yllä olevasta kuvaajasta; Tiedolla olisi ollut mahdollisuuksia hankkia osakkeitaan myös halvemmalla.

Minimi- ja maksimihintastrategiaa päiväkohtaisesti tarkastellessa voi laskea Tiedon maksaneen osakkeistaan 1,2 miljoonaa enemmän, kuin mitä se olisi maksanut ostaessaan joka päivän alimmalla kurssilla. Vastaavasti se kuitenkin onnistui säästämään 1,1 miljoonaa euroa. 18 kertaa Tieto sai ostettua osakkeitaan alimmalla kurssilla ja 8 kertaa se maksoi päivän korkeimman hinnan.



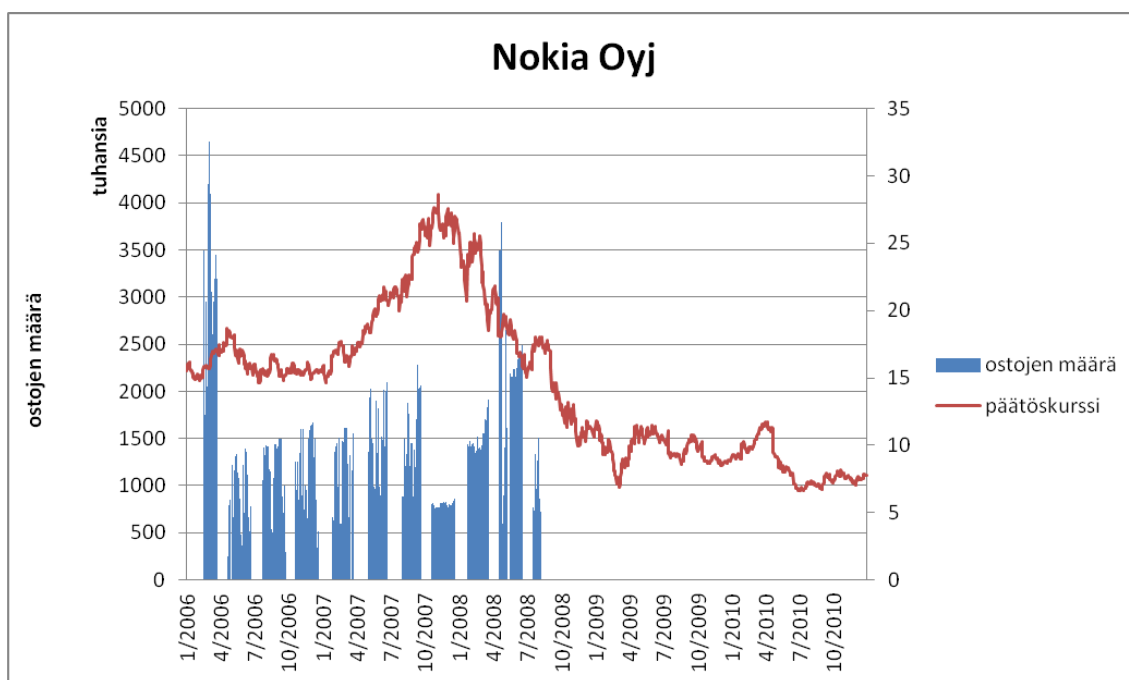
Kuvio 20. Tieto Oyj:n takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

Mikäli Tieto olisi ostanut osakkeensa aina päivän päätöshinnalla, se olisi onnistunut säästämään noin 57 000 euroa, mikä on 0,07 prosenttia kaikista ostoihin käytetyistä varoista. Tieto myös käytti ostoihinsa yhteensä 55 000 euroa enemmän kuin mitä osakkeen keskihinta oli ostopäivinä. Huomioon pitää Tiedon kohdalla ottaa se seikka, että aina kun yritys on ostanut osakkeitaan, se on ostanut niitä saman verran jokaisena ostopäivänä. Esimerkiksi syyskuussa 2007 Tieto on ostanut joka päivä 45 000 osaketta. Tästä voisi päätellä, että Tieto ei pidä osakkeensa hintaa tärkeimpänä tekijänä ostoajankohtaa valittaessa. Jonkin verran hinnan voi kuitenkin olettaa vaikuttavan, sillä nämä syyskuun ostot on aloitettu juuri suuren kurssipudotuksen jälkeen. Tieto on ollut varsin kannattamaton, mikä selittää vähäiset takaisinostot. Yrityksellä ei ole ollut runsaita kassavaroja.

4.10. Nokia Oyj

Suomen suurimman yrityksen Nokia Oyj:n juuret ulottuvat vuoteen 1865, jolloin Fredrik Idestam perusti Nokia Aktiebolagin. Muita Nokian edeltäjäyhtiöitä olivat Suomen Gummitehdas Oy, joka keskittyi kalossien, kumisaappaiden sekä autonrenkaiden valmistukseen sekä Suomen Kaapelitehdas, joka keskittyi puhelin- ja lennätinkaapeleihin. Vuosina 1966–1967 nämä yritykset fuusioitiin Oy Nokia Ab:ksi, josta tuli nykyisen Nokia-konsernin emoyhtiö Nokia Oyj. Tytäryhtiöitä ovat muun muassa Nokia Siemens Networks, Vertu, Navteq sekä Qt Development Frameworks.

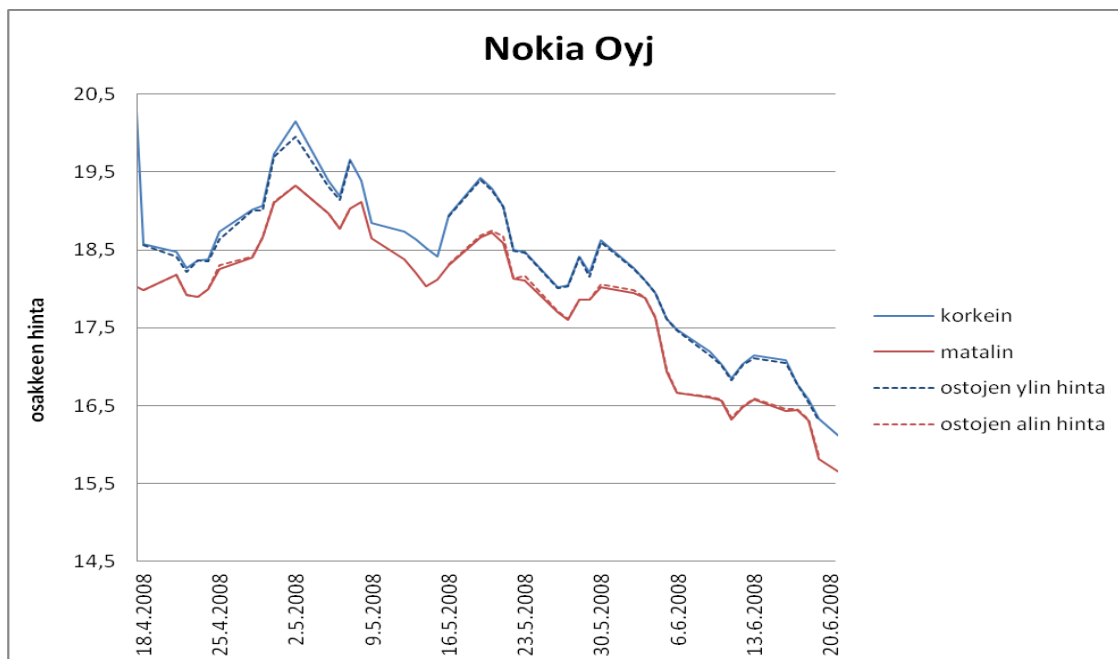
Vuosina 1992–2006 Nokia nousi maailman johtavaksi ja suurimmaksi matkapuhelinyhtiöksi Jorma Ollilan johdolla. Vuonna 2000 yhtiön osake kävi korkeimmillaan 65 eurossa ja markkinat arvioivat yhtiön jopa 203 miljardin arvoiseksi. Nokia Oyj oli kauan liikevaihdoltaan Helsingin pörssin suurin yritys ja sen osake pörssin vaihdetuin osake. Viime vuosien vaikeuksien aikana Nokian osake on kuitenkin tipahtanut jopa alle puoleentoista euroon. Vaikeudet alkoivat vuonna 2008 eikä yhtiö ole päässyt sen koommin uuteen nousuun. Nokian liikevaihto vuonna 2010 oli noin 42 miljoonaa euroa ja henkilöstöä oli 132 000 ympäri maailmaa. (Nokia)



Kuvio 21. Nokian omien osakkeiden ostot vuosina 2006–2010.

Omia osakkeitaan Nokia on ostanut paljon heti vuodesta 1997 lähtien, jolloin takaisinostot laillistettiin Suomessa. Yritys on aina ollut Suomen suurin takaisinostaja ja ostoja on tehty säännöllisesti. Viiden vuoden tutkittavalta aikaväliltä huomaa, että Nokia osti osakkeitaan aktiivisesti aina vuoden 2008 puoliväliin asti, jonka jälkeen ostot ovat loppuneet, eikä niitä ole sen jälkeen tehty. Tähän on varmasti vaikuttanut Nokian samoihin aikoihin alkaneet vaikeudet. Kuvaajasta huomaa jonkinlaista riippuvuutta ostojen määrien suhteessa osakkeen hintaan ja esimerkiksi 2007 vuoden lopulla, jolloin osakekurssi hipoi korkeimpia lukuja tällä aikavälillä, ostojen määrä puolittui. Toisaalta taas 2008 vuoden puolivälissä ostojen määrä kasvoi, kun osakekurssi tipahti nousua edeltäviin lukemiin.

Yhteensä Nokia on vuosina 2006–2010 ostanut osakkeitaan takaisin noin 547 miljoonaa kappaletta ja varoja on näihin ostoihin käytetty noin 10,4 miljardia euroa. Kyse on siis todella isoista määristä. Takaisinostoja on tehty niin paljon, että voisi olettaa Nokian tekevän ostopäätöksiä tietyn määrän tietyssä ajassa, välittämättä hinnasta sen enempää. Vielä kun laskee Nokian ostamien osakkeiden keskihinnan (23,93 euroa) ja vertaa sitä viiden vuoden ajan keskihintaan (14,51 euroa) näyttäisi siltä, että Nokia ei varsinaista ajoitustaan ainakaan päiväkohtaisesti kovin tarkasti seuraa.



Kuvio 22. Nokian takaisinostettujen osakkeiden hintakehitys verrattaessa markkinoilla määräytyneisiin hintoihin.

Myös edeltävä kuvaaja puhuu sen puolesta, että Nokia ostaa välittämättä hinnasta. Osakkeita on hankittu useimmiten sekä korkeimmalla että halvimalla päivän hinnalla. Tämä kertoo siitä, että Nokia ostaa osakkeitaan päivän aikana niin monesti, että osa on välttämättäkin päivän alhaisimpia ja osa kalleimpia osakkeita.

Kun sitten tutkitaan Nokian tehtyjä säästöjä ostopäivien aikana, eli kuinka paljon se on saanut ostettua osakkeitaan päivän korkeinta kurssia alempaan hintaan, voidaan huomata säästöä kertyneen 117,3 miljoonaa euroa. Verrattaessa tehtyjen ostopäivien hintaa ostopäivien alimpaan kurssiin, voidaan Nokian todeta maksaneen 119,7 miljoonaa euroa enemmän. Vaikka Nokian ostoista helposti uskoisi, ettei niin iso yritys jaksa välittää päivän sisäisistä kurssin hintavaihteluista, on huomiota herättävää se, että osakkeita on ostettu näiden viiden vuoden aikana päivän alimmalla kurssilla 145 kertaa ja päivän korkeimmalla kurssilla 31 kertaa. Nämä luvut eivät tietenkään kerro sitä, kuinka paljon ostoja on noilla kurseilla tehty, mutta jonkinlaista osviittaa siitä voisi saada siihen, että Nokian kokoinenkin yritys kuitenkin yrittäisi ajoittaa ostonsa edes jollain tavalla mahdollisimman edullisesti. Niinä päivinä kun Nokia on osakkeitaan ostanut, se on

tehnyt kaupat keskimäärin 1,35 miljoonasta osakkeesta. Eli pienikin huomio osakkeen hintaan toisi ja on tuonut melko suuret säästöt yhtiölle.

Mikäli Nokia olisi ostanut osakkeensa ostopäivien päätöshinnalla, se olisi voinut säästää tänä ajanjaksona noin 2,3 miljoonaa euroa (0,02 prosenttia). Keskihintaan verrattaessa Nokialla olisi ollut mahdollisuus 0,5 miljoonan euron lisäsäästöön, mikä vastaa 0,005 prosenttia kaikista ostoihin käytetyistä varoista. Summat ovat Nokian kohdalla suuria, mutta kun tutkitaan summien suhteellisia osuuksia, voidaan huomata, ettei Nokia olekaan ollut aivan onneton ajoitukseensa suhteen. Itse asiassa se on pärjännyt paremmin kuin moni muu edellä mainituista yrityksistä. Ostoja on kuitenkin tehty päivien mittaan niin paljon ja useasti, että tarkasti ei voida sanoa, mikä vaikutus osakkeen hinnalla on ollut ostoajankohdissa. Mitään selvää kaavaa Nokia ei näytä noudattavan kuitenkaan ostojensa määrissä, sillä ne vaihtelevat päivittäin jonkin verran.

Nokian takaisinnostoissa korostuu näin osakehinnan tukeminen, mikä Yhdysvalloissa on selitetty osakeostojen tärkeimmäksi syyksi. Tarkoituksena on ehkä myös lisätä osakkeenomistajien likviditeettiä.

Kaiken kaikkiaan voidaan huomata, että Nokia Suomen suurimpana ja kansainvälisimpänä yrityksenä on ottanut omien osakkeidensa oston tavaksi. Nokia kuuluu myös niihin harvoihin, ellei ainoihin suomalaisyhtiöihin, jotka käyttävät voitonjakokelpoisia varojaan enemmän osakkeidensa ostoon kuin osinkoihin. Suurimpana syynä voi tietysti pitää juuri Nokian kansainvälistä asemaa sekä ulkomaalaisia sijoittajia, jotka ovat tottuneet osakkeiden ostoon voitonjakotapana paremmin kuin suomalaiset sijoittajat.

5. JOHTOPÄÄTÖKSET

Yleisesti ottaen suomalaiset pörssiyhtiöt eivät ole innostuneet osakkeidensa takaisinostoista yhtä paljon kuin yritykset monissa muissa maissa. Vaikka se alun perin tarkoitettiin vaihtoehdoksi voittojen jakamiselle osinkojen rinnalla, se ei ole löytänyt tätä tarkoitustaan kovin hyvin suomalaisissa yhtiöissä. Syy ostolle on useimmiten jokin muu, eivätkä edes kaikki suurimmatkaan pörssiyritykset ole takaisinostoja tehneet. Kansainvälistyminen on (Nokiaa lukuun ottamatta) näkynyt yllättävän huonosti tämän asian osalta. Liekö osittaisena syynä se, että verotus suosi Suomessa aiemmin osinkoja voitonjakotapana, eikä tästä ajatuksesta ole päästy eroon, vaikka verotuskäytäntö vuonna 2005 muuttuikin.

Niiltä osin kun takaisinostoja on Suomessa harjoitettu, on tässä tutkimuksessa huomattu, että mitä suuremmasta yrityksestä on kyse, sitä huonompi on ollut ostojen ajoitus. Kymmenestä yrityksestä vain kaksi, Rapala ja Finnair, ovat onnistuneet ostamaan osakkeitaan keskimääräistä halvempaan hintaan. Nämä ovat molemmat keskisuuria yrityksiä ja kuuluvat kulutustavarat ja – palvelut – toimialaan. Tutkimuksen yrityksistä Amer Sports ja Konecranes ovat pärjänneet huonoimmin. Nämä taas kuuluvat suuriin yrityksiin. Näin ollen tämä tutkimus tukee Brockmanin (2001) olettamusta siitä, että mitä suurempi yritys on kyseessä, sitä paremmin se on analysoitu ja sitä vaikeampi on päästä hyötymään aliarvostetusta kurssista. Asymmetrinen informaatio johdon ja osakkeenomistajien välillä on siis vähäisempi.

Tutkimuksesta on huomioitava se seikka, että mukaan on otettu vain osakkeen kurssikehityksestä päätöskurssi sekä keskikurssi ja takaisinostojen osalta keskikurssi sekä matalin ja korkein kurssi, joilla osakkeita on ostettu. Näillä perusteilla ei voida tarkalleen tutkia sitä, kuinka paljon yritys on ostanut milläkin kurssilla, vaan vertailut on tehty todellisilla ostomäärillä kutakin kurssia kohden.

Vaikka tutkimuksen otos on suhteellisen pieni, voidaan todeta, että suomalaisilla yrityksillä olisi vielä parantamisen varaa ostopensa ajoituksessa. Mielenkiintoista näissä tuloksissa on lisäksi se, että vaikka yrityksillä uskotaankin olevan markkinoita parempi tieto omasta tilastaan ja kehityksestään, ne ovat silti pär-

jänneet keskimääräistä markkinatoimijaa huonommin ostaessaan osakkeitaan. Kuitenkin, muille markkinatoimijoille tärkein peruste ostolle on usein hinta. Takaisinostavalla yrityksellä sen sijaan on usein muitakin intressejä ostoissaan kuin vain alhainen hinta. Tämän vuoksi nämä tilanteet pitää nähdä hieman eri kantilta, takaisinostavalta yritykseltä kun vaaditaan muutakin kuin kassavaroja ja halu ostaa osake.

Toimialoittain tarkasteltuna kulutustavarat ja – palvelut pärjäsivät siis parhaiten, kun taas teollisuusyritysten Konecranes ja Ponsse edustivat ajoituksen onnistumisessa häntäpäätä. Teknologiayritykset jäivät tähän keskiväliin, niiden säästöt eivät olisi paremmalla ajoituksella olleet yhtä merkittäviä kuin tutkimuksen teollisuusyrityksillä, mutta niillä jäi parantamisen varaa enemmän kuin kulutustavaroita ja – palveluita edustavilla yrityksillä. Vaikka otokset ovat kustakin toimialasta pienet, ovat tulokset tässä tutkimuksessa niin selvät, että jonkinlaista suuntaa tästä voi saada.

Yrityksen koon osalta voidaan sanoa, että tutkimuksessa mukana olleista viidestä suuresta yrityksestä kolme kuului huonoimmin osakeostonsa ajoittajiin ja yksi keskinkertaisiin. Nokia oli suurista yrityksistä ainoa menestyjä. Keskisuurista yrityksistä (n=5) 3 kuului menestyjiin, yksi keskinkertaisiin ja yksi (Basware) ajoituskyvyltään huonoimpiin. Näin ollen suuret yritykset menestyivät yleisesti ottaen huonommin.

Useimmat suomalaiset pörssiyhtiöt ovat antaneet valtuutuksia takaisinostoille. Takaisinostot ovat Suomessa tarkasti säänneltyjä, jolloin toiminta on saatu mahdollisimman läpinäkyväksi markkinoille. Osakkeen liian alhaisen hinnan ja siten myös yrityksen osakkeen aliarvostuksen pitäisi houkutella yrityksiä mahdollisuuksien mukaan ostamaan osakkeitaan takaisin. Syitä ostoille on lukuisia, mutta oli syy mikä tahansa, yritykselle ja sen omistajille paras vaihtoehto on ostaa osakkeet mahdollisimman halvalla. Kiinnitettäessä enemmän huomiota osakkeen hintaan, pystytään säästämään yrityksen varoja ja tämän uskoisi olevan niin johdon kuin omistajienkin intresseissä.

Vertailtaessa suomalaisia ja yhdysvaltalaisia osakemarkkinoita voidaan todeta, että Suomessa osakekurssin tukeminen on ollut vähäisempää muuten kuin pie-

nissä yrityksissä, joissa asymmetrisen informaation ongelmat ovat olleet ilmeiset. Johto on pyrkinyt viestittämään kasvumahdollisuuksista tulevaisuudessa osakeostolla, mutta tämä signaali on ollut mahdollinen vain yrityksille joilla on riittävät kassavarat.

LÄHDELUETTELO

Amer Saatavana World Wide Webistä:

<URL:http://www.amersports.com/about/corporate_structure/kay_facts-002/>

Barclay, M. and Smith C (1988). *Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases*. Journal of Financial Economics 22, 60-95.

Basware Saatavana World Wide Webistä:

<URL:<http://www.basware.fi/yrityksesta/yritys/strategia>>

Brealey Richard A. & Myers Stewart C. (2000). *Principles of Corporate Finance*. 6. painos. McGraw Hill Series of Finance.

Comment R & Jarrell G. A. (1991). *The Relative Signalling Power of Dutch Auction and Fixed-Price Self Tender Offers and Open Market Share Repurchases*. The Journal of Finance 46:4, 1243-1271.

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

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

Edilex (2000). *Osinkojen verotus*. [online] Verohallituksen julkaisu 907. 1.1.2000 Saatavilla World Wide Webistä:

<URL:http://www.edilex.fi/content/virallistieto/verohallituksen_diarioidut_ohjeet/pdf/907.pdf>

Erola, Marko (2009). UPM maksaa velkaa. [online] *Talouselämä* 8.1.2009. Saatavana World Wide Webistä:

<URL:<http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/sori+omistajat+nyt+upm+maksaa+velkaa/a2086584>>

- Euroopan yhteisöjen komissio (2003). *Komission tiedonanto neuvostolle, Euroopan parlamentille ja Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle* 19.12.2003. [online] Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0810:FI:HTML>>
- Fenn, George W. & Nellie Liang (2001). Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60, 45–72.
- Finn Malcolm, Young Steven (2009). Bye-bye buy-backs? *Accountancy Magazine*. [online] March 2009. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://web.ebscohost.com.proxy.tritonia.fi/ehost/pdf?vid=3&hid=113&sid=3b3599b3-5045-42ca-8da9-d8ad1ca3ea87%40sessionmgr113>>
- Finnair Saatavana World Wide Webistä: <URL:http://www.finnairgroup.com/konserni/konserni_1.html>
- Forsman P. & Savolainen E. (2010). Osakkeiden takaisinostot kaunistelevat vaihtotasetta. [online] *Tieto&Trendit*. 7/2010 Tilastokeskus. Saatavana World Wide Webistä: <URL:http://www.stat.fi/artikkelit/2010/art_2010-11-10_001.html?s=0>
- F-Secure Saatavana World Wide Webistä: <URL:http://www.f-secure.com/fi/web/corporation_fi/company/about-f-secure>
- Grullon, Gustavo & Roni Michaely (2002). Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance* 57: 4, 1649–1684.
- Haglund Lotta* (2008). Helsingin pörssin 97 suomalaisyhtiön maksamat osingot ja omien osakkeiden ostot 2002- 2008. *Helsingin Sanomat*. 14.4.2008, s. B4.
- Ikenberry D., Lakonishok J. & Vermaelen T. (1995) Market Under Reaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Finance* 39:2-3, 181–208.

Jokipii Annukka (2009). *Omien osakkeiden osto-ohjelma yleensä hyödyttää sijoittajaa*. Pörssisäätiö. [online] Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/omien-osakkeiden-osto-ohjelma-yleensa-hyodyttaa-sijoittajaa>>

Karhunen Jussi. (2002a). *Essays on tender offers and share repurchases*. Working papers. Vaasa.

Karhunen Jussi. (2002b). *What determines actual open market repurchases?* Working papers. Vaasa.

Knüpher Samuli, Puttonen Vesa. (2007). *Moderni rahoitus*. 3. painos. Juva: WS Bookwell Oy.

Kone Saatavana World Wide Webistä:

<URL:<http://www.kone.com/corporate/fi/yhtio/Pages/default.aspx?cmp=kone-fi-splash-page>>

Konecranes Saatavana World Wide Webistä: <URL:

http://www.konecranes.fi/portal/fin/tietoa_ymesta/yleisesittely/>

Kulmala Anja (2005). *Osinkoja vai ei?* Pörssisäätiö [online] Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/osinkoja-vai-ei>>

Leskinen J. R. (2010). *Nokiasta tuli osinkopaperi*. Kauppalehti 19:1, 5.

Liljebloom Eva, Pasternack Daniel. (2002). *Share repurchases, dividends and executive options: Empirical evidence from Finland*. Working papers. Helsinki.

Luoma Martti, Jokipii Annukka (2009). *Kuka hyötyy omien osakkeiden ostamisesta?* [online] Talouselämä. 24.4.2009. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.talouselama.fi/sivullinen/article277098.ece>>

Nokia Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.nokia.com/fi-fi/tietoa-nokiasta/sijoittajat/tulostiedot/tulostiedot/>>

Osakeyhtiölaki. (2006). [online] Saatavana World Wide Webistä:
<URL:<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>>

Ponsse Saatavana World Wide Webistä:
<URL:<http://www.ponsse.com/fi/ponsse>>

Puttonen, V & Knüpher S. (2006). *Moderni rahoitus*. 2.painos. Helsinki. WSOY-pro.

Rapala Saatavana World Wide Webistä:
<URL:http://www.rapalaworld.com/ir_page.php?s=c2l2dT1yYXBhbGFfaW5fYnJpZWYma2llbGk9UTN6MVQyYg%3D%3D>

Soini Tea (2008). *Omien osakkeiden takaisinostot ja johdon optio-ohjelmat*. Pro Gradu -tutkielma. Vaasa.

Stonham, Paul (2002). *A Game Plan for Share Repurchases*. European Management Journal, vol 20 no. 1, s.37–44.

Teikari Mikko. (2006). *Optiojärjestelmien ja voitonjakopolitiikan välinen suhde*. 1. painos. Vaasa.

Tieto Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.tieto.fi/tiedosta>>

Tommila Jukka (2007). *Osakkeiden takaisinostojen syyt – Kyselytutkimus suomalaisille yritysjohtajille*. Working papers. Tampere.

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

Urpalainen Ville (2008). *Osakkeiden takaisinostot ja takaisinoston ajoitus*. Pro Gradu -tutkielma. Tampere.

Valli Matti (2009). *Omien osakkeiden osto-ohjelma yleensä hyödyttää sijoittajaa*. [online] Pörssisäätiö. Saatavana World Wide Webistä:
<URL:<http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/omien-osakkeiden-osto-ohjelma-yleensa-hyodyttaa-sijoittajaa>>

Verohallinto (2004). *Verotiedote 2/2004*. [online] Saatavana World Wide Webistä:
<URL:<http://www.vero.fi/nc/doc/download.asp?id=3685;254743>>

Verohallitus (2012). *Henkilöasiakkaan vero-opas 2012*. [online] Saatavana World Wide Webistä:
<URL:<http://portal.vero.fi/public/default.aspx?nodeid=9198&culture=fi-FI&contentlan=1>>

Veronmaksajat (2011). *Osinkojen verotus*. [online] 22.12.2011. Veronmaksajain keskusliitto. Saatavana World Wide Webistä:
<URL:<http://www.veronmaksajat.fi/fi-FI/omatveroasiat/osinkotulojenverotus/>>