



Omien osakkeiden takaisinostot Suomessa sijoitusalan ammattilaisten näkökulmasta

Santtu Lundberg

Opinnäytetyö, AMK
Toukokuu 2023
Liiketalouden tutkinto-ohjelma
Tradenomi (AMK), liiketalous

Lundberg, Santtu

Omien osakkeiden takaisinostot Suomessa, sijoitusalan ammattilaisten näkökulmasta

Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu. Toukokuu 2023, 54 sivua

Tradenomi. Liiketalouden tutkinto-ohjelma. Opinnäytetyö AMK.

Julkaisun kieli: suomi

Julkaisulupa avoimessa verkossa: kyllä

Tiivistelmä

Tutkimuksen aihe syntyi Yhdysvaltojen sekä Suomen voitonjakopolitiikan erojen innoittamana. Yhdysvalloissa takaisinostot ovat suosittuempia, mutta Suomessa osingot ovat suuremmissa suosiossa. Tutkimus on hyvin ajankohtainen, koska vuoden 2022 aikana Yhdysvalloissa takaisinostot rikkoivat ennätyksiä ja Suomessa on meneillään osinkokevät. Tutkimus rajattiin käsittelemään Suomen osakemarkkinoita sijoitusalan ammattilaisten näkökulmasta. Tavoitteena on saada selville miten omien osakkeiden takaisinostot koetaan voitonjaonkeinona Suomen osakemarkkinoilla.

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena tutkimuksena hyödyntämällä fenomenologis-hermeneuttista tutkimusmenetelmää. Teoreettisessa viitekehityksessä käsiteltiin omien osakkeiden takaisinostamiseen liittyviä käsitteitä sekä teoriaa. Teoreettisessa viitekehityksessä on paneuduttu myös aihealueen aikaisempiin tutkimuksiin. Tutkimuksen aineisto kerättiin maaliskuussa 2023 teemahaastattelemalla kuutta sijoitusalan ammattilaista, jotka kontaktoitiin LinkedInin kautta. Haastattelut suoritettiin etäyhteyksillä ja ne nauhoitettiin, jonka jälkeen ne litteroitiin. Aineiston analysoinnin alussa käytettiin koodausta, tämän jälkeen aineistoa siirryttiin analysoimaan teemoittelemalla.

Tutkimuksen tuloksista ilmeni, että omien osakkeiden takaisinostoilla on paljon etuja sekä haittoja. Tutkimustulosten mukaan takaisinostoihin liittyviä etuja nähtiin enemmän kuin haittoja. Eduiksi nostetut asiat olivat myös yhteneväisempiä ja niissä oli havaittavissa enemmän toisteisuutta verrattuna haittoihin. Omien osakkeiden takaisinostojen nousuun Suomen osakemarkkinoilla ei uskottu, mutta niiden yleistymisen koettiin hyväksi sekä toivotuksi asiaksi. Tutkimustulosten mukaan voitonjako ei näy haastateltavien sijoittamisessa, koska osakkeiden ostoille on myös monia muita kriteereitä.

Johtopäätöksenä tutkimustuloksista voi todeta, että voitonjako ei ole niin yksiselitteistä. Takaisinostoja tulisi hyödyntää osinkojen rinnalla silloin, kun niille on tarve. Tutkimus tuo aiheesta tietoa piensijoittajille sekä yrityksille tärkeää tietoa voitonjako strategiaan.

Avainsanat (asiasanat)

Voitonjako, omien osakkeiden takaisinostot, sijoittaminen, kvalitatiivinen tutkimus

Muut tiedot (salassa pidettävät liitteet)

Lundberg, Santtu

Share buybacks in Finland from the perspective of investment professionals

Jyväskylä: JAMK University of Applied Sciences, May 2023, 54 pages

Bachelor of Business Administration. Degree Programme in Business Administration. Bachelor's Thesis.

Permission for open access publication: Yes

Language of publication: Finnish

Abstract

The research topic was inspired by the differences in profit-sharing policies between the United States and Finland. Share buybacks is the general profit-sharing policy in the United States, while dividends are more common in Finland. The study is relevant at this time as share buybacks broke records in the United States in 2022, and dividend season is underway in Finland. The study was limited to examining the Finnish stock market from the perspective of investment professionals. The goal was to discover how share buybacks are perceived as a policy of profit-sharing in the Finnish stock market.

The study was conducted as a qualitative research using the phenomenological-hermeneutic research method. The theoretical framework dealt with concepts and theories related to share buybacks. Previous research on the topic was also reviewed. The data for the study was collected in March 2023 by conducting thematic interviews with six investment professionals who were contacted through LinkedIn. The interviews were conducted remotely and recorded, and then transcribed. At the beginning of the data analysis, coding was used, followed by thematization.

The results of the study showed that share buybacks have many advantages and disadvantages. According to the study results, the advantages of share buybacks dominate the disadvantages. In comparison the advantages identified were also more consistent and showed more repetition. The rise of share buybacks in the Finnish stock market was not expected, but their increasing prevalence was seen as a positive and desirable outcome. The study results also showed that profit-sharing did not appear to affect the investment decisions of the interviewees, as other criteria for stock purchases can be relied on.

In conclusion, the study results show that profit-sharing is not unambiguous. Share buybacks should be used alongside dividends when necessary. The study provides information for small investors, yet it is useful knowledge for companies in their profit-sharing strategies.

Keywords/tags (subjects)

Profit-sharing, share buybacks, investing, qualitative research.

Miscellaneous (Confidential information)

Sisältö

1	Johdanto	3
2	Pörssiyrityiden varojenjakoon keinoja	4
2.1	Osinko.....	5
2.2	Omien osakkeiden takaisinostot	6
2.3	Verotuksen vaikutus voitonjaossa	11
3	Miksi omia osakkeita ostetaan	12
3.1	Tunnusluku vaikutus.....	14
3.2	Aihealueen tutkimuksia.....	16
4	Tutkimusasetelma	21
4.1	Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset	21
4.2	Tutkimusote ja tutkimusmenetelmä.....	22
4.3	Aineistonkeruu- ja analyysimenetelmä.....	24
5	Teemahaastattelujen analysointi	28
5.1	Omien osakkeiden takaisinostot varojenjakoon keinoja	31
5.2	Omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuus Suomessa	35
5.3	Voitonjako omassa sijoittamisessa	37
6	Pohdinta.....	39
6.1	Johtopäätökset.....	39
6.2	Tutkimuksen arviointi.....	42
6.3	Eettisyys ja luotettavuus	44
	Lähteet	48
	Liitteet	54
	Liite 1. Teemahaastattelu.....	54

Kuviot

Kuvio 1.	Omien osakkeiden takaisinostojen syitä Suomen markkinoilla (Karhunen 2002, 92, muokattu).....	13
Kuvio 2.	Osakekohtaisen tuloksen laskukaava (Kallunki 2022, 144)	14
Kuvio 3.	P/E luvun laskentakaava (Kallunki 2022, 160)	16
Kuvio 4.	Vuokaavio haastateltavien kontaktoinnista.....	27

Taulukot

Taulukko 1.	Muutokset EPS ja P/E tunnusluvuissa.	15
-------------	---	----

Taulukko 2. Osinkojen vaikutus omistusten arvoon	17
Taulukko 3. Haastateltavien taustatiedot.....	28
Taulukko 4. Aineistosta muodostuneet teemat	30
Taulukko 5. Haastateltavien näkemyksiä omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuudesta Suomessa	36

1 Johdanto

Osakeyhtiön tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Yhtiön toimiessa kannattavasti haluavat osakkeenomistajat myös oman osuutensa. Osingonjako on keskeisin voitonjaonkeino suomalaisilla sekä eurooppalaisilla osakemarkkinoilla. Osingoista saa tasaista osinkovirtaa ja niillä on myös keskeinen osa sijoittajien arvioidessa sijoituskohdettaan. Yhdysvalloissa osinkojen rinnalle ja niiden ohi voitonjaon välineenä on noussut omien osakkeiden takaisinostot (Bonaimé & Kahle 2022). Yhdysvalloissa vuoden 2022 aikana omien osakkeiden takaisinostot ylsivät ennätyslukemiin kahdesti. Suomen osakemarkkinoilla omien osakkeiden takaisinostot laillistettiin vuonna 1997, mutta ne eivät ole nousseet kuitenkaan yhtä suureen rooliin kuin Yhdysvalloissa.

Omien osakkeiden takaisinostoihin liittyy paljon etuja, mutta toisaalta myös haittoja. On mahdollista sanoa täysin varmaksi, milloin yrityksen kannattaisi ostaa omia osakkeitaan ja milloin jakaa osinkoja. Teoreettisesti osakekurssin ollessa aliarvostettuna yritysten kannattaisi aloittaa omien osakkeiden hankkiminen ja samalla se signaloisi sijoittajille yhtiön osakekurssin aliarvostuksesta (Vermaelen 1981; Dittmar 2000). Takaisinostojen ajoittaminen ei kuitenkaan ole pitkässä juoksupussa helppoa. Tästä varoittavana esimerkkinä Suomen osakemarkkinoilla on Nokian omien osakkeiden takaisin ostot 2000-luvun alkupuolella. Takaisinostot ovat saaneet osaltaan paljon kritiikkiä liittyen kurssi manipulatioon.

Suuressa osassa tutkimuksia takaisinostoja on käsitelty yritysten näkökulmasta. Tämä tutkielma käsittelee Suomalaisten pörssiyritysten omien osakkeiden takaisinostoja varojenjaon keinona sijoitusalan ammattilaisten näkökulmasta. Tutkielma tuo lisätietoa Suomen markkinoiden osalta sekä siitä miten alan ammattilaiset kokevat ne. Tutkimuksen aihe on ajankohtainen, koska omien osakkeiden takaisinostot ovat rikkoneet ennätysksiä Yhdysvalloissa useamman kerran vuoden 2022 aikana. Suomen osakemarkkinoilla suurten yhtiöiden osalta on havaittavissa omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmien kasvua. Voitonjako on olennainen ja esillä oleva asia näin osinkokevään aikana, joten tutkimuksen ajankohtaisuus kytkeytyy myös siihen.

Tutkielmassa korostuu sijoitusalan ammattilaisten kokemus voitonjaon merkityksestä. Piensijoittajille kulut sekä verotus ovat sijoittamisessa iso kuluerä suhteutettuna pääomaan ja niitä on lähes mahdotonta vältellä. Voitonjaon vaikutus heijastuu kuitenkin muuallekin kuin pelkästään sijoittajan omaan lompakkoon.

2 Pörssiyhtiöiden varojenjakoin keinot

Osakeyhtiölain mukaan yhtiö voi jakaa varojaan osakkeenomistajille seuraavilla tavoilla: (L 624/2006 luku 13, 1 §).

1. Voitonjaolla eli osinkona sekä varojen jakamisella vapaan oman pääoman rahastosta
2. Osakepääoman alentamisella
3. Omien osakkeiden takaisin hankkimisella ja lunastamisella
4. Yhtiön purkamisella ja rekisteristä poistamisella

Tässä opinnäytetyössä keskitytään pörssiyhtiöiden voitonjaon keinoihin ja tarkemmin keskitytään omien osakkeiden takaisinostoihin sekä osinkoihin. Pääasiallisena tarkastelun kohteena on omien osakkeiden takaisinostot, mutta osinkojen verotus sekä niiden yleisyys on perusteltua tuoda esille. Näitä kahta edellä mainittua varojenjakoa tapaa on tutkittu keskenään todella paljon kansainvälisissä tutkimuksissa ja myös haastatteluvaiheessa niiden vertailu nousi esiin haastateltavien toimesta. Teoreettisessa viitekehityksessä näitä voitonjaon keinoja tarkastellaan verotuksellisesta näkökulmasta, niiden yleisyyden näkökulmasta sekä tuodaan esille miksi yhtiöt käyttävät omien osakkeiden takaisinostoa voitonjaon keinona ja mitä hyötyä siitä on sijoittajan näkökulmasta. Seuraavaksi määritellään lyhyesti osake, jotta voidaan siirtyä tarkastelemaan syvemmin varojenjakoa.

Osake

Osake on omistusosuus niiden kohteena olevasta yhtiöstä. Osakkeen omistajalla on oikeus osakkeen oikeuttamaan osuuteen yrityksen varoista ja voitoista. Osakkeita ostetaan ja myydään pääasiallisesti pörssissä ja ne ovat perusta monille yksittäisille salkuille. Yritykset laskevat liikkeeseen osakkeita kerätäkseen varoja omaa liiketoimintaansa varten. Vaikka omistaisi yhtiön osakkeita se ei kuitenkaan tarkoita sitä, että omistaisi kyseisen yhtiön omaisuutta. Omaisuus kuuluu yritykselle, eikä osakkeenomistajille. Yhtiön omaisuus on oikeudellisesti erotettu osakkeenomistajien omaisuudesta, tämä rajoittaa yhtiön sekä osakkeenomistajien vastuuta. (Hayes 2022.) Pörssisäätiön laatimassa osakeoppaassa (2017, 4) mainitaan osakkeen omistamisen oikeuttavan äänivaltaan yhtiökokouksessa sekä oikeuden osinkoon, mikäli sitä maksetaan. Lisäksi Saario (2021, 19) mainitsee kirjassaan, että yhtiökokousäänestykset tapahtuvat enenevässä määrin sähköisinä.

2.1 Osinko

Osinko tarkoittaa yhtiön osakkaille jakamaa voitto-osuutta. Osinkoja yhtiö voi jakaa voittovaroistaan ja usein osa voitosta jätetään yritykseen ja osa maksetaan osakkeenomistajille. Yhtiö voi käyttää jakamatta jätetyn osuuden investointeihin, jotka kasvattavat tulevaisuudessa yhtiön arvoa. Tämä on myös osakkeenomistajan kannalta hyvä asia, mikäli yhtiöllä on kannattavampia investointikohteita, kuin osakkeenomistajalla. Yhtiö on olemassa omistajiaan eikä itseään varten ja näin ollen voittojen jakaminen on keino luoda arvoa, joka osinkojen muodossa muuttuu omistajien tuotoksi. Lähes kaikki yhtiöt ovat määritelleet osinkopolitiikkansa, eli siis sen, kuinka suuren osan he jakavat yhtiön voitosta osakkeenomistajille. Usein jako-osuus määritetään prosenttiosuutena osakekohtaisesta tuloksesta. Lisäksi osingonjakopolitiikassa voidaan käyttää kassavirtaan sidottua osingonjakoa. (Lindström & Lindström 2011, luku 10; Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 78.)

Kasvava tai odotettua suurempi osinko heijastelee yhtiön myönteisistä tulevaisuuden näkymistä. Sen sijaan, jos osinkoa alennetaan, se on usein negatiivinen merkki: ensinnäkin osinkotulo pienee, mutta samalla yhtiön arvostustaso heikkenee. (Saario 2021, 322.) Yhtenä perusteena osinkojen maksulle voidaan pitää sitä, että osakkeenomistajat yksinkertaisesti pitävät osingoista, ja tällaisia sijoittajia tyypillisesti ovat piensijoittajat sekä säätiöt. Lisäksi yhtenä syynä osinkojen arvostamiseen on esitetty se, että osinkojen jakaminen osoittaa yrityksen sisäpiirin uskovon menestymiseen tulevaisuudessa. Varojenjakamisesta päätetään yhtiökokouksessa, joten jokaisella, joka omistaa yhtiön osakkeita on mahdollisuus vaikuttaa voitonjako politiikkaan. (Knüpfer & Puttonen 2018, 208.)

Osingon jakamisen sekä investointien lisäksi yhtiö voi voittovaroillaan ostaa markkinoilta omia osakkeitaan. Yhtiön ostaessa omia osakkeitaan ja sen jälkeen mitätöidessään ne osakkeiden omistajien osuus yhtiöstä kasvaa. Warren Buffet on asettanut yhtiöiden omien osakkeiden takaisinostolle kaksi kriteeriä: yhtiöllä on oltava varoja enemmän kuin se lähiaikoina vaatii eli niin, että yhtiön kilpailuetu pystytään pitämään ja tekemään järkeviä investointeja. Toisena kriteerinä on se, että osakkeen hinta markkinoilla on varovaisesti laskettuna alle sen käyvän arvon eli ei saa käydä niin, että yhtiö maksaa osakkeestaan yli sen käyvän arvon. (Hämäläinen & Oksaharju 2020, 201.)

2.2 Omien osakkeiden takaisinostot

Osinkojen jakamisen lisäksi yhtiöt voivat hyödyntää omien osakkeiden takaisinostoja yhtenä varojenjakoina. Omien osakkeiden takaisinostot hyödyttävät nykyisten osakkeenomistajien asemaa, koska ainakin teoreettisesti osakkeiden arvo nousee. Omien osakkeiden ostaminen tarkoittaa tilannetta, jossa yritys ostaa oman yrityksensä osakkeita pörssistä samalla tavalla kuin kuka tahansa muukin sijoittaja. Omien osakkeiden ostaminen on siis toinen tapa osinkojen lisäksi jakaa yrityksen varoja osakkeen omistajille. Varoja saa kuitenkin vain ne sijoittajat, joilta yritys tulee ostaneeksi osakkeita. Osakkeiden takaisinostoilla on havaittu olevan yrityksen osakkeen hintaan positiivinen vaikutus. Tälle ilmiölle merkittävämpänä syynä voidaan pitää sitä, että yrityksen johdolla on paras mahdollinen informaatio yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja tulevaisuudesta. Johdon ja sijoittajien näkemykset osakkeen hinnasta voivat siis olla erilaisia ja johto voi nähdä osakkeen aliarvostettuna. Tällöin yrityksen on kannattavaa aloittaa omien osakkeiden ostot. (Knüpfer & Puttonen 2018, 211.) Myös Leppiniemi ja Lounasmeri (2000) toteavat pörssi-yhtiöiden aloittavan omien osakkeiden ostamisen, mikäli yhtiön johto katsoo osakkeen olevan aliarvostettuna.

Pääasiallisesti yritykset jakavat varojaan osakkeen omistajille osinkoina tai osakkeiden takaisin ostoina. Yritykset ostavat omia osakkeitaan muun muassa seuraavista syistä: kassavirran jakaminen, osoittaakseen sen, että yrityksen johdon mielestä osakekurssi on aliarvostettu, välttääkseen yrityksen ostot, jotka eivät ole toivottuja sekä tasoittaakseen työntekijöiden ja johdon osakeoptioiden laimennusvaikutusta. (Dohi, Osaki & Sawaki 2007, 162.) Takaisinosto-ohjelmat ovat kertaluonteisia tapahtumia ja niihin ei liity samanlaisia taloudellisia sitoumuksia kuin osinko-ohjelmiin. Osakkeiden takaisinosto-ohjelmia voidaan vähentää tai perua eivätkä ne vaikuta negatiivisesti yhtiön osakekurssiin. Takaisinosto-ohjelmat tarjoavat siis yritysjohdolle joustavuutta, mitä ei ole mahdollista saada osingonmaksuohjelmalla. Useissa akateemisissa tutkimuksissa onkin esitetty takaisinosto-ohjelmien joustavuuden olevan syynä siihen, että ne ovat lisääntyneet valtavasti viimeisen kolmenkymmenen vuoden aikana. (McGowan 2012, 89.) Myös Nolop (2012) mainitsee kirjassaan osakkeiden ostoilla olevan monia etuja verrattuna osinkojen maksuun, mutta myös joitakin riskejä. Suurin etu osakkeiden ostoilla on niiden joustavuus. Joustavuus tulee esiin etenkin avomarkkinaohjelmissa, sillä osto-ohjelma voidaan keskeyttää. (Nolop 2012, 86–87.) Omien osakkeiden takaisinostot luovat joustavuutta myös ostojen ajoitukseen. Yritykset voivat odottaa, kunnes osakkeen hinta on aliarvostettu ja aloittaa sitten omien osakkeiden ostot. (Dittmar 2000, 334.)

Nordea on yksi esimerkki Suomen pörssissä olevasta yhtiöstä, joka on käynnistänyt laajan omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman viime vuoden aikana. Nordea ilmoitti takaisinosto-ohjelman alkavan 20.7.2022 ja päättyvän 29.3.2023. Yhtiön osto-ohjelman ehdoissa määritettiin 350 miljoonan yläraja omien osakkeiden hankinnalle, mikä on noin 9,3 % omistusosuus yhtiön olemassa olevista osakkeista. Nordea voi hankkia omia osakkeitaan enimmillään 1,5 miljardin euron suuruisella summalla. Osto-ohjelmassa mainitaan, että takaisinostetut osakkeet mitätöidään kuukausittain. (Nordea käynnistää kolmannen... takaisinosto-ohjelman, 2022.) Nordean ilmoituksessa mainitaan, että osakkeet mitätöidään niiden hankkimisen jälkeen, joten se tarkoittaa sitä, että Nordean osakekohtainen tulos tulee paranemaan seuraavina vuosina.

Omien osakkeiden takaisinostot lain näkökulmasta Suomessa

Julkisessa osakeyhtiössä omien osakkeiden hankkiminen on toteutettava määräenemmistöpäätöksellä. Yhtiökokouksen päätettäväksi tulee ehdotus ja tämän on pitänyt saada vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä sekä kokouksessa edustetuista osakkeista. (L 624/2006 luku 5, 27 §.) Yhtiökokouksen päätöksellä voidaan valtuuttaa hallitus päättämään osakkeiden hankkimisesta kokonaan tai joiltakin osin. Päätöksessä tulee olla mainittuna hankinnan kohteena olevien osakkeiden valtuutuksen voimassaoloaika, vastikkeen vähimmäis- ja enimmäismäärä sekä enimmäismäärä eriteltynä osakelajeittain. Valtuutuksen voimassaoloaika on 18 kuukautta ja omien osakkeiden hankkiminen on sallittua ainoastaan vapaalla omalla pääomalla. (L 624/2006 luku 15, 5 §.) Knüpfer & Puttonen (2018) mainitsevat kirjassaan vuonna 1997 Suomessa voimaan tulleen osakeyhtiölain helpottaneen yritysten omien osakkeiden ostamista.

Osakkeiden hankkimispäätöksessä on mainittava, onko kyse osakkeiden hankinnasta vai lunastamisesta. Päätöksellä tulee mainita myös enimmäismäärä tai osakkeiden lukumäärä osakelajeittain sekä keneltä osakkeet aiotaan hankkia ja missä järjestyksessä. Suunnatussa hankkimisessa on oltava argumentit sille, että osakkeiden hankkimiselle on painava taloudellinen syy, joka on määriteltävä erikseen 6 §:n 1 momentissa. Lisäksi on mainittava: 1) osakkeista maksettava vastike ja perusteet sen määrittämiselle sekä selvitys siitä, jos vastike on jotain muuta omaisuutta kuin rahaa 2) aikataulu hankittavien osakkeiden tarjoamisesta yhtiölle. Edellä mainittujen lisäksi on vielä määriteltävä vastikkeen maksuaika ja miten menettely tulee vaikuttamaan yhtiön omaan pääomaan. (L 624/2006 luku 15, 7 §.) Osakeyhtiölain 15 luvun 4 §:n mukaan yrityksen hankkimat omat osakkeet voidaan mitätöidä, luovuttaa edelleen tai pitää yhtiöllä itsellään. (L 624/2006 luku 15, 4 §.) Omien

osakkeiden hankinnassa julkisen osakeyhtiön on huomioitava myös se, että yhtiöllä sekä sen mahdollisilla tytäryhteisöillä ei saa olla hallussaan tai panttina olevia osakkeita yli kymmentä prosenttia kaikista osakkeista. (L 624/2006 luku 15, 11 §.)

Yhtiön hankkiessa omia osakkeita, on siitä ilmoitettava Pörssille. Ilmoitus on suoritettava viipymättä, mutta kuitenkin viimeistään ennen seuraavan pörssipäivän alkamista. Jos kyseessä on suuri omien osakkeiden hankinta, tulee ilmoitus tehdä välittömästi. Hankinta määritellään suureksi siinä tapauksessa, kun hankinta ylittää 10 % liikkeeseenlaskijan omien osakkeiden hankintaa koskevan päätöksen mukaisesta osakehankinnan enimmäismäärästä. Pörssille toteutettavassa ilmoituksessa on oltava osakkeiden määrät sekä hinnat osakelajein eriteltyinä. (Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 2021.)

Omien osakkeiden takaisinostot Yhdysvaltain laissa

Yhdysvalloissa omien osakkeiden ostot tuli lailliseksi vuonna 1982 (Bae 2017, 41). Lewis ja White (2021, 11) toteavat, että ennen vuotta 1982 yhdysvaltalaiset yritykset turvautuivat vain tavallisiin osinkoihin tai lisäosinkoihin varojenjakokeinona osakkeenomistajille. Yhdysvalloissa omien osakkeiden ostot olivat rajoitettuja vuoteen 1982 asti. Vuoden 1982 marraskuussa United States Securities and Exchange Commission hyväksyi pitkien neuvottelujen jälkeen säännön 10b-18. Tämä sääntö tarjosi oikeudellisen rakenteen sekä suoja osakkeiden takaisinosto prosessiin. Sääntö ei kuitenkaan ollut lakisääteinen, mutta se vähensi silti riittävästi epäkohtia liittyen oikeudenkäyntiin. (Grullon & Ikenberry 2000, 46.) Tjio (2020) mainitsee, että osakkeiden takaisinosto nähtiin markkinamanipulaation mahdollisuutena Yhdysvalloissa vuoteen 1982 asti. SEC kuitenkin hyväksyi uuden säännön 10b-18, joka antaa niin sanotun turvasataman yhtiölle, eli suojan mikäli neljä ehtoa - ostotapa, ajoitus, hinta ja volyyymi – täyttyvät. (Tjio 2020, 1.) Vuoden 2003 marraskuussa sääntöön 10b-18 tehtiin muutoksia yksinkertaistuksen ja päivittämisen tarpeen takia. Muutoksia tehtiin muun muassa ajoitukseen niin, että aktiivisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoilla on mahdollisuus pysyä markkinoilla pidempään kuin aikaisemmin kaupankäyntipäivän lopussa. (Securities and Exchange Commission 2003.)

Omien osakkeiden takaisinostojen yleisyys

Bae (2017) havaitsi tutkimuksessaan, että vuoden 1982 uudistuksen jälkeen omien osakkeiden takaisinostot ovat yleistyneet Yhdysvalloissa ja osinkojen osuus on vähentynyt. Bonaimé ja Kahle (2022) tuovat tutkimuksessaan esille, että Yhdysvalloissa omien osakkeiden takaisinostojen yleisyys on kasvanut vuosien 1971–2018 välisenä aikana huimasti ja niistä on tullut hallitseva maksumuoto. Vuonna 1971 niiden arvo oli viisi miljardia dollaria ja vuonna 2018 lähes yhden biljoonan dollarin. Yritykset eivät kuitenkaan suoranaisesti korvaa osinkoja omien osakkeiden ostoilla, vaan ne täydentävät toisiaan. (Bonaimé & Kahle 2022, 1–2.) Omia osakkeitaan ostavien yritysten määrä ylitti osinkoa maksavien yritysten määrän ensimmäistä kertaa vuonna 1997 (Farre-Mensa, Michaely & Schmalz 2014, 12).

Maaliskuussa 2022 S&P 500 - listalle kuuluvien yhtiöiden omien osakkeiden ostot rikkoivat jälleen ennätystä. Viimeisen 12 kuukauden ajalta omien osakkeiden ostot ylsivät 985 miljardiin dollariin. Samalla syntyi myös uusi vuosineljännes ennätys, kun vuoden 2022 ensimmäisen vuosineljänneksen omien osakkeiden ostomäärä oli ennätyselliset 281 miljardia dollaria. (S&P500 Buybacks set... records- again.) Kesäkuussa 2022 rikottiin jälleen ennätystä, kun viimeisen 12 kuukauden ajanjaksoilta mitattuna omien osakkeiden ostot ylittivät biljoonan dollarin rajan (S&P 500 buybacks decline... for the first time). Yhdysvalloissa omien osakkeiden ostot ovat siis todella yleisiä, ja ne ovat olleet monet vuodet jo yleisempiä kuin osinkojen maksaminen. Yksi hyvä esimerkki siitä, että omien osakkeiden ostot ovat olleet Yhdysvalloissa yleisiä jo pidempään on Grullonin ja Michaelyn (2004) tutkimus. He mainitsevat, että omien osakkeiden ostoista avoimilta markkinoilta on tullut tärkeä maksutapa monille yhdysvaltalaisille yrityksille. Compustatin tilastojen mukaan yritykset käyttivät vuosina 1984–2000 noin 26 prosenttia vuotuisesta kokonaistuloksestaan osakkeiden takaisinostoihin ja yli 90 prosenttia näistä ostoista oli avoimilla markkinoilla tehtyjä. (Grullon & Michaely 2004, 1 & 2.)

Suomessa ja Euroopassa omien osakkeiden ostaminen ei ole niin yleistä kuin Yhdysvalloissa. Suomessa osingot ovat huomattavasti yleisempi tapa jakaa varoja osakkeen omistajille. Osasyynä tähän on varmasti se, että osinkojen maksaminen on verotuksellisesta näkökulmasta edullisempaa ja tasainen osinkovirta on houkuttelevaa. Toisaalta omien osakkeiden ostoisiin ei liity veroseurauksia sijoittajan näkökulmasta, mikäli sijoittaja ei myy omia osakkeitaan vaan pitää osakkeet itsellään ja näin saa hyödyn siitä, että yhtiön osakkeiden lukumäärä pienenee markkinoilla. Yhtiön

ostaessa omia osakkeitaan osakkeiden määrä vähenee, ja näin ollen se heijastuu myös tuleviin osinkovirtoihin positiivisesti. Tomperi (2004, 23) mainitsee väitöskirjassaan, että vuoden 2002 lopulla Helsingin pörssissä oli listautuneena 149 yritystä ja yhteensä 60:llä niistä oli omien osakkeiden takaisinosto-oikeus vuoden 2002 lopussa. Terhemaan (2020) artikkelissa Oksaharju mainitsee, että Suomessa olisi kulttuurillinen kasvunpaikka varojenjakoan liittyen. Huhta (2023) mainitsee artikkelissaan omien osakkeiden ostojen suosion kasvun todennäköiseksi syyksi sen, että suomalaisten pörssiyritysten omistus pohja on kansainvälistynyt. Tällä hetkellä Helsingin pörssin suurista yhtiöistä Sammolla, Nordealla ja Nokialla on meneillään omien osakkeiden takaisinosto-ohjelma, jonka tarkoituksena on voitonjako osakkeenomistajille. (Huhta 2023.)

Omien osakkeiden ostotavat

Omia osakkeita voidaan ostaa avoimilta markkinoilta ja se on käytetyin menetelmä. Yhtiöt voivat ostaa olosuhteiden salliessa omia osakkeitaan avoimilta markkinoilta. Avoimilta markkinoilta omien osakkeiden ostaminen on joustavin tapa ostaa osakkeita, koska yhtiöllä ei ole velvoitetta suorittaa osto-ohjelmaa loppuun asti. Yhdysvalloissa avomarkkinakaupat eivät edellytä hyväksyntää osakkeenomistajilta, mutta Euroopassa osakkeenomistajilta hyväksyntä vaaditaan. (Noronha & Troughton 2012, 243.)

Yritys voi tehdä myös osakkeilleen tietyn suuruisen ostotarjouksen, jolla se ostaa omia osakkeitaan osakkeenomistajilta pois. Tätä menetelmää kutsutaan kiinteähintaiseksi ostotarjoukseksi. Tyypillisesti osakkeesta tarjottu summa on suurempi kuin osakkeen markkinahinta. Ostotarjoukselle voidaan asettaa tietty päivämäärä ja näin ostotarjous voidaan myös toteuttaa nopeasti. (Mts. 243.)

Kolmas tapa ostaa omia osakkeita takaisin on hollantilainen huutokauppa, joka on myös ostotarjous nykyisille osakkeenomistajille. Tämä poikkeaa kuitenkin kiinteähintaisesta ostotarjouksesta siten, että tarjottu hinta asetetaan jollekin tietylle välille. Mikäli osakkeen arvo on 20 €, niin yhtiö voi tarjoutua ostamaan osakkeitaan takaisin esimerkiksi 21–23 € hintaan. Tämän jälkeen osakkeenomistaja voi ilmoittaa, kuinka monta osaketta ja millä hinnalla hän on niistä valmis luopumaan. Tarjouksien jälkeen yritys alkaa käymään niitä läpi ja tämä aloitetaan halvimmasta päästä. Tarjouksia käydään läpi, kunnes saavutetaan se summa, jolla yrityksen on ollut tarkoitus ostaa osakkeita. Tämän tyyppinen ostotarjous on mahdollista toteuttaa myös nopealla aikataululla. (Mts. 243–244.)

Neljäs tapa omien osakkeiden takaisinostolle on käyttää suoria neuvotteluja. Tällaisessa tapauksessa yhtiö voi neuvotella suuromistajan kanssa siitä, että yhtiö ostaisi häneltä osakkeita markkinahintaa korkeammalla hinnalla. Tarkoituksena voi olla esimerkiksi estää se, että yksittäinen sijoittaja ei saisi liian suurta omistusosuutta yrityksestä. (Mts. 244.) Tämän opinnäytetyön kannalta tärkein ja oleellisin ostotapa on avomarkkinaostot, koska se on tapa, jolla pörssiyhtiöt usein ostavat omia osakkeitaan ja mitätöivät ne sen jälkeen.

2.3 Verotuksen vaikutus voitonjaossa

Julkisesti noteeratulla yhtiöllä tarkoitetaan sellaista yhtiötä, joka on listattu pörssiin. Julkisesti noteeratusta yhtiöstä saadusta osingosta 85 % on pääomatuloa ja 15 % verovapaata tuloa (TVL 33 a §). Pääomatuloveroprosentti on 30 000 € asti 30 %. Pääomatulon ylittäessä 30 000 €, ylittävältä osalta maksetaan veroa 34 %. Osakkeen omistaja maksaa osinkotuloistaan veroa 25,5 % mikäli vuoden aikana kertyneet pääomatulot ovat 30 000 € tai sen alle. Mikäli verotettavat tulot ylittävät 30 000 euron rajan, niin ylittävältä osalta maksetaan osinkojen tapauksessa 28,9 % veroa. Verovuoden pääomatuloja laskettaessa osinkotuloista huomioidaan veronalaiseksi vain 85 %. (Sijoittajan vero-opas 2022, 11.)

Yrityksen ostaessa takaisin omia osakkeitaan markkinoilta vero lankeaa maksettavaksi osakkeenomistajalle vain siinä tilanteessa, mikäli hän myy osakkeensa pois. Hämäläinen, Oksaharju ja Walker (2022, 178) mainitsevat omien osakkeiden ostojen nostavan usein osakekurssia ja tuottoa syntyy osakekohtaisen tuloksen noustessa sekä aliarvostuksen purkautuessa. Osakkeen omistaja pääsee siis nauttimaan mahdollisesti osakkeen arvon noususta sekä oman omistusosuutensa kasvusta ja verot lankeavat maksettavaksi vasta, kun osakkeet myydään pois. Kun osakkeet myydään pois, niiden verotus tapahtuu myyntivoittojen perusteella. Myyntivoitosta tulee maksaa pääomatulojen veroprosentin mukaisesti.

Seuraavassa esimerkissä on esitetty, miten verotus vaikuttaa eri voitonjako tavan tilanteessa yksityissijoittajalle. Mikäli osakkeenomistaja saa osinkoa vuoden aikana 25 000 € maksaa hän siitä veroa 6375 €. Jos yhtiö kuitenkin ostaisi omia osakkeitaan osinkojen jakamisen sijasta ja osakkeenomistaja osallistuisi myyvänä osapuolena eli myisi omistamansa osakkeet, niin 25 000 € myyntisummasta veroa tulisi maksettavaksi 7500 €. Verotuksen näkökulmasta osinkojen jakami-

nen on siis kannattavampaa Suomessa. Asiaan liittyy kuitenkin monia muitakin seikkoja, jotka vaikuttavat varojenjakoon. Omien osakkeiden ostoihin sijoittajien ei ole pakko osallistua, jolloin vero-vaikutus siirtyy tulevaisuuteen. Sen sijaan osingot ja niihin liittyvä verotus realisoituu sijoittajalle heti, halusi sitä tai ei. Lisäksi osingot sijoitetaan usein johonkin yhtiöön uudelleen, jolloin ostoista aiheutuu kuluja mitä ei taas syntyisi omien osakkeiden ostoissa, jos ei ole myyvänä osapuolena.

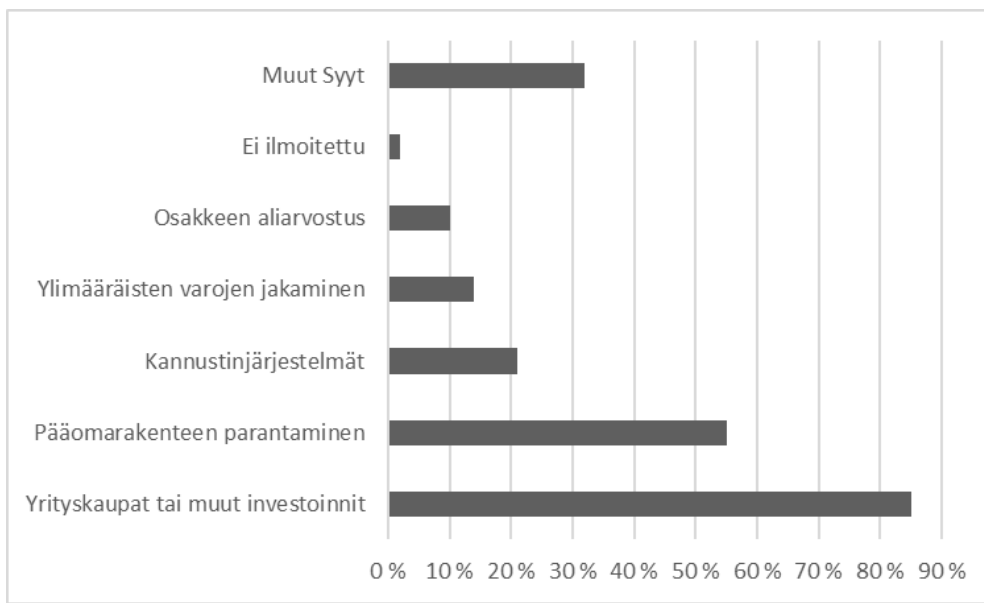
Osakesäästötiliä hyödyntämällä sijoittaja voi välttää osingosta koituvan välittömän verotuksen, sillä vero lankeaa maksettavaksi vasta, kun tililtä nostetaan varoja. Verotus tapahtuu kuitenkin pääomatuloveron mukaisesti eli suuremmalla verotusprosentilla kuin arvo-osuustililtä. Samalla tavalla myyntivoittojen verotus tapahtuu vasta siinä vaiheessa, kun osakesäästötililtä nostetaan rahaa. Tässä tutkimuksessa ei ole tarkoitus tuoda esille osakesäästötilin näkökulmaa, joten siihen ei paneuduta sen tarkemmin.

3 Miksi omia osakkeita ostetaan

Osakkeiden takaisinostot nopeuttavat osakekohtaisen tuloksen kasvua johtuen siitä, että ulkona olevien osakkeiden määrä vähenee. Osakkeiden takaisinostosta saatava hyöty korostuu alhaisen korkotason ympäristössä. (Nolop 2012, 87.) Omien osakkeiden takaisinostoja on kritisoitu, jos ostojen tarkoituksena on saavuttaa osakekohtainen tulostavoite, vaikka yhtiön tulos ei kehittyisikään sille asetettujen odotusten mukaan. Mikäli yrityksellä on paljon käteisvaroja, niin osakekohtaisen tuloksen kasvattaminen merkittävästi on mahdollista omien osakkeiden ostoilla. Tällainen esimerkki on yhdysvaltalainen IBM. Yhtiön osakekurssi lähti laskuun siitä huolimatta, että osakekohtainen tulos oli huomattavasti parempi. Tämä johtuu siitä, että osakekohtaisen tuloksen kasvu johtui osakeostoista eikä operatiivisesta vahvuudesta. (Kallunki 2022, 146–147.) Nokian omien osakkeiden takaisinostot vuosien 2003–2008 välisenä aikana on Suomessa varoittavana esimerkkinä siitä, miten ostot eivät välttämättä aina onnistu.

Stunda (2017) tutki, vaikuttavatko takaisinostot yhtiöiden kehitykseen sekä toimintaan pitkällä aikavälillä. Tutkimuksen otoksena hänellä oli kaikki yhtiöt, jotka tekivät takaisinostoilmoituksen ja suorittivat takaisinostot Yhdysvalloissa vuoden 2010 aikana. Hän havaitsi tutkimuksessa, että toimiala vaikutti siihen, kuinka paljon takaisinostoja suoritettiin. Hän mainitsee, että yleisimpiä syitä takaisinostoilille ovat veroedut, joustavuus, osakkeiden aliarvostus, investointimahdollisuuksien puute ja tuloksen kasvattaminen. (Stunda 2017.) Karhunen (2002) tutki omien osakkeiden ostoja

Suomen osakemarkkinoilla. Hän jakoi tutkimuksensa kolmeen osaan: ensimmäinen osio käsitteli sitä, miksi sijoittajat myyvät osakkeitaan takaisin yhtiölle. Toinen osio käsitteli yhtiöiden motiiveja omien osakkeiden takaisinostoon avomarkkinoilta, ja kolmas osio käsitteli sitä, miksi yritykset ylipäättään käyttävät omien osakkeiden ostoja ja miten tähän reagoidaan markkinoilla. (Karhunen 2002.) Alla olevassa kuviossa kaksi on havainnollistettu yhtiöiden esittämiä perusteluja.



Kuvio 1. Omien osakkeiden takaisinostojen syytä Suomen markkinoilla (Karhunen 2002, 92, muokattu)

Tutkimuksen mukaan 85 % yhtiöistä esitti omien osakkeiden ostojen syyksi yrityskaupat tai muut investoinnit. Toiseksi yleisin syy oli pääomarakenteen parantaminen noin 55 % äänimäärällä. Kolmanneksi yleisin valinta oli muut syyt ja neljänneksi yleisin oli kannustinjärjestelmät. Karhunen (2002) mukaan yhtiöillä on kuitenkin tapana ilmoittaa useita syitä takaisinostoille ja ne kaikki on huomioitu taulukossa. Hän antaa tutkimuksessaan esimerkkinä Martelan yhtiön lausunnon liittyen takaisinosto-ohjelmaan ja siinä luetellaan useita syitä omien osakkeiden takaisinostoille. Lisäksi Martelan antama lausunto loppuu sanoihin ” tai muuhun vastaavaan tarkoitukseen” joka siis taulukoinnissa on huomioitu kohtaan ”muut syyt”. (Karhunen 2002, 92–93.)

3.1 Tunnusluku vaikutus

EPS

Osakekohtainen tulos eli EPS on yksi yleisimmistä tunnusluvuista. Tunnusluvun arvo kertoo yrityksen kannattavuudesta, eli siitä kuinka paljon yritys teki voittoa yhtä osaketta kohden. Tätä tunnuslukua ei voida kuitenkaan vertailla muiden yritysten kesken. Mikäli tunnuslukua vertaillaan saman yrityksen sisällä eri vuosina, tulee huomioida, että osakkeiden lukumäärän tulisi olla samansuuruisen jokaisena vuotena. Osakkeiden määrä voi muuttua esimerkiksi osakeantien takia. Tunnusluvun arvoja voidaan kuitenkin laskea uudestaan aikaisemmille vuosille käyttäen uutta osakkeiden määrää. (Jormakka, Koivusalo, Lappalainen & Niskanen 2021, 153). Osakekohtainen tulos lasketaan jakamalla tilikauden tulos osakkeiden keskimääräisellä lukumäärällä tilikauden ajalta. Alla olevassa kuviossa on tunnusluvun laskemiseen käytettävä kaava.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Tilikauden tulos}}{\text{Osakkeiden keskimääräinen lukumäärä}}$$

Kuvio 2. Osakekohtaisen tuloksen laskukaava (Kallunki 2022, 144)

Osakekohtainen tulos lasketaan kuviossa kaksi olevan kaavan perusteella. Tunnusluvun laskeminen on melko yksinkertaista, mutta tähänkin on erilaisia tapoja, sillä tunnusluvun laskennassa voidaan ottaa huomioon eri asioita. Osakekohtaisen tuloksen laskemiselle on olemassa oma IAS-standardi, IAS 33. Tämän mukaan yritysten tulee raportoida tilinpäätöksessään päättyneen tilikauden sekä edellisen tilikauden osakekohtainen tulos. (Kallunki 2022, 144; Halonen, Jalkanen-Steiner, Pihlgren, Sundvik, Suomela, Tolvanen, Torkkel, Torniainen & Tuomala 2021, 49–51.) Osakkeiden keskimääräisen lukumäärän pienentyessä osakekohtainen tulos kasvaa (Ks. taulukko 1.)

Taulukko 1. Muutokset EPS ja P/E tunnusluvuissa.

Tulos	Osakkeiden keskimääräinen lukumäärä	EPS
120 000,00 €	120000	1,00
120 000,00 €	110000	1,09
140 000,00 €	120000	1,17
Hinta	EPS	P/E
20,00 €	1	20
20,00 €	1,09	18
20,00 €	1,17	17

Yllä oleva taulukko 1 on pelkistetty esimerkki ja sen on tarkoitus havainnollistaa kuinka osakkeiden keskimääräisen lukumäärän sekä tuloksen muutos vaikuttaa osakekohtaiseen tulokseen. Taulukon ylimmällä rivillä on lähtötilanne, jossa tulos on yhtä suuri kuin osakkeiden keskimääräinen lukumäärä, tällöin EPS saa arvon yksi. Toisella rivillä on tilanne, jossa osakkeiden keskimääräinen lukumäärä on pienentynyt, mutta tulos on säilynyt samana. Tällainen tilanne voi syntyä silloin, kun yritys ostaa omia osakkeitaan markkinoilta ja mitätöi ne ostojen jälkeen, jolloin siis osakkeiden määrä vähenee. Osakkeiden keskimääräisen lukumäärän pienentyessä suhteessa tulokseen EPS-tunnusluvun arvo kasvaa, EPS saa nyt arvon 1,09. Kolmannella rivillä on tilanne, jossa osakkeiden keskimääräinen lukumäärä on sama kuin lähtötilanteessa eli 120 000, mutta tulos on kasvanut alkuperäisestä. Tuloksen kasvaessa ja osakkeiden keskimääräisen lukumäärän pysyessä samana EPS-tunnusluvun arvo kasvaa. Tässä esimerkissä EPS saa arvoksi 1,17. Tässä tilanteessa yritys on vain yksinkertaisesti onnistunut parantamaan omaa tulostaan ja näin ollen EPS-luku nousee.

P/E-luku

P/E-luku on osakemarkkinoilla yleisesti käytössä oleva mittari kuvaamaan osakkeiden kurssitasoa. Tämä tunnusluku kertoo myös, kuinka monta vuotta yhtiöllä menisi, että se olisi tehnyt oman arvonsa verran tulosta, tuloksen pysyessä muuttumattomana. P/E-luku on ainoastaan suuntaa antava, mutta silti se on yksinkertainen sekä hyödyllinen, kun tietää miltä ajanjaksolta nimittäjänä oleva E on otettu. (Saario 2021, 133–134.) P/E-lukuun liittyy muitakin ongelmia, jotka sijoittajan on hyvä tiedostaa. Luku ei ota huomioon esimerkiksi yritysten kasvunäkymiin liittyviä eroja, ja voimakkaasti kasvavilla toimialoilla yrityksiin kohdistuvat pitkän aikavälin tulosodotukset voivat olla huomattavasti suurempia kuin lähiajan tulosodotukset. Osakkeen hinta heijastaa aina tulevaisuuden odotuksia ja tästä syystä kasvuyritysten P/E-luvut ovat suurempia kuin matalamman kasvun

eli niin sanottujen arvoyritysten. Yrityksen liiketoiminnassa olevat riskit vaikuttavat myös P/E-lukujen arvoihin. (Kallunki ym. 2019, 158.)

Yrityksen omien osakkeiden takaisinostoilla voidaan vaikuttaa myös P/E-lukuun. Mikäli yritys mitätöi ostamansa osakkeet ja osakekohtainen tulos kasvaa, se heijastuu P/E-lukuun (Ks. taulukko 1). P/E-lukua laskettaessa osakkeen markkinahinta jaetaan osakekohtaisella tuloksella. Laskukaavassa kirjain P tarkoittaa osakkeenhintaa ja kirjain E osakekohtaista tulosta. Alla on esitetty kuvio havainnollistamaan tätä laskukaavaa.

$$\text{P/E -luku} = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen tulos}} = \frac{P}{\text{EPS}}$$

Kuvio 3. P/E luvun laskentakaava (Kallunki 2022, 160)

P/E-luvun laskemiseen voidaan käyttää monia eri arvoja aivan kuten EPS:n laskemiseenkin. Yleensä kuitenkin jakajana eli osakekohtaisena tuloksena käytetään ennakoitua seuraavan vuoden osakekohtaista tulosta. Yleensä P/E-luvun laskemisessa jakajana käytetään viimeisintä raportoitua osakekohtaista tulosta, useamman vuoden keskimääräistä toteutunutta osakekohtaista tulosta tai neljännesvuosituloksista laskettua liukuvaa 12 kuukauden osakekohtaista tulosta. Jakajana voi lisäksi olla myös kahden tai useamman vuoden päähän ennakoitu osakekohtainen tulos. (Kallunki 2022, 160.) Tunnuksluvun laskentaan voi siis käyttää monia arvoja eri ajanjaksoilta. Tärkeää on siis muistaa, että käyttää lukua samalla tavalla kaikissa analyyseissa, jotta tulokset ovat vertailukelpoisia.

3.2 Aihealueen tutkimuksia

Milleri ja Modigliani (1961) esittivät osinkojen irrelevanttiusteoreeman, jonka mukaan yhtiön osinkopolitiikalla ei ole merkitystä tehokkailla markkinoilla. Vuonna 1961 ilmestyneessä artikkelissa Merton Miller sekä Franco Modigliani ilmensivät sitä, että osinkopolitiikka ei vaikuta yrityksen arvoon. Heidän artikkelinsa mukaan arvo määräytyy liikeriskin sekä yrityksen reaalisten operaatioiden tulontuottokyvyn perusteella. Millerin ja Modiglianin väittämän ydin on siinä, että osingonjaon myötä omistajille tapahtuva hyvinvoinnin kasvu kumoutuu, koska yrityksen investoinnit

täytyy pidätettyjen voittovarojen sijasta rahoittaa laskemalla liikkeelle uutta osakepääomaa. Osinkojen merkityksettömyysteorian ydin on siinä, että osingonjaosta tapahtuva omistajan varojen kasvu kumoutuu, koska samalla yrityksen varat vähenevät ja lisäksi se veloittaa tulevista kasvuinvestoinneista. (Hämäläinen ym. 2022, 187–188; Niskanen & Niskanen 2007, 147.)

Osinkojen lisäksi samaisella tavalla voi tarkastella myös omien osakkeiden takaisinostoja. Modigliani ja Miller ajattelevat, että yhtiön pitkän aikavälin arvonmuodostuksen kannalta omien osakkeiden takaisinostot ja käteisosinko ovat sama asia. Heidän mukaansa yhtiön pääomarakennetta sekä voitonjakoa ja siihen liittyvää politiikkaa voidaan muuttaa tahdonvaltaisesti päätettävissä olevilla menettelytavoilla, joita tässä yhteydessä ovat omien osakkeiden takaisinostot sekä käteisosingot. Teoria pohjautuu kuitenkin siihen, että oletetaan yritysjohdon toimivan ainoastaan omistajien parhaaksi. Modiglianin ja Millerin teoria toimii teoreettisesti, mutta ei kuitenkaan käytännössä. Teoriassa oletetaan, että maailmassa ei olisi transaktiokuluja eikä veroja. Lisäksi oletetaan, että yritysjohdon ja omistajien välillä ei olisi intressiriitoja. Nämä ovat teoreettisesti mahdollisia, mutta käytännössä hyvin epärealistisia. (Hämäläinen ym. 2022, 188.) Teoreettisesti osinkojen jaolla ei ole vaikutusta omistusten arvoon. Osinkojen jaon vaikutusta omistusten arvoon on selkeytetty alla olevassa taulukossa. Taulukon 2 esimerkki on Hämäläisen ja muiden kirjasta (2022), mutta joitakin lukuja on muutettu selkeyttämään asiaa.

Taulukko 2. Osinkojen vaikutus omistusten arvoon

Osinkojen vaikutus omistusten arvoon					
	Osakkeen arvo	Omistukset	Omistusten arvo	Osingon määrä	Osinkojen määrä
Ennen osingonjakoa	5,00 €	1000	5 000,00 €	0,10 €	
Osingonjaon vaihe	4,90 €	1000	4 900,00 €	0,10 €	100,00 €
Ostamisen vaihe	4,90 €	1020	5 000,00 €		

Kun yhtiö maksaa osinkoja, lähtee yhtiön osakkeen arvosta osingon suuruinen summa pois. Esimerkiksi, jos yhtiöllä X on osakkeita 100 000 kappaletta ja yhden osakkeen hinta on 5 € niin yhtiön markkina-arvo on tällöin 500 000 €. Tässä tapauksessa yhtiö päättää maksaa osinkoja 0,10 € per osake. Yhtiön kassa pienenee 10 000 eurolla ja oman pääoman arvo laskee 490 000 euroon ja sijoittajat saavat 10 000 € käteistä. Sijoittajan päätettäväksi jää mitä hän haluaa osinkorahoillaan tehdä; ne voi joko uudelleen sijoittaa ostamalla esimerkiksi saman yhtiön osakkeita tai sitten käyttää ne omaan kulutukseen. Mikäli sijoittaja päättää ostaa osinkorahoillaan lisää yhtiön X osakkeita,

niin hän päätyy samaan lopputulokseen kuin ennen osingon jakoa. Yhtiön X osakkeen markkina-hinta on siis 5 € ja se jakaa 0,10 € osinkoa osaketta kohden ja sijoittaja omistaa 1000 osaketta yhtiöstä X. Näin ollen sijoittaja saa 100 € osinkoja. Osingon maksun jälkeen osakkeen markkina-arvo laskee osingon määrän verran eli 4,90 euroon. Sijoittaja voi nyt ostaa osakkeita osingoillaan 20 kappaletta ($100/4,90$) ja näin ollen hän omistaa osakkeita nyt 1020 kappaletta. Näiden omistusten arvoksi saadaan 5000 euroa ($1020*4,90$). Omistusten arvo on siis sama kuin ennen osingonjakoa ($1000*5 = 5000$). (Hämäläinen ym. 2022, 187–188.)

Sijoittaja voi myös kuitenkin myydä yhtiön osakkeita ja luoda itselleen omia osinkoja. Sijoittajan halutessa itselleen 10 % osinkotuoton, voi hän myydä omistamistaan 1000 osakkeestaan pois 100 osaketta. Osakkeen arvon ollessa 5 € myynneistä saadaan 500 €. Sijoittajan omistusten määrä laskee 900 osakkeeseen ja niiden markkina-arvo on 4500 € ($900*5$). (Hämäläinen ym. 2022, 187–188.) Edellä esitetty esimerkki on teoreettinen ja siinä ei ole huomioitu verotuksellisia asioita eikä transaktiokuluja, eikä myöskään sitä, mitä osinkojen jakaminen tai niiden jakamatta jättäminen signaloi sijoittajille. Modiglianin ja Millerin esittämän teorian mukaan on kuitenkin niin, että osinkojen jaolla ei ole vaikutusta yhtiön arvoon. Sijoittajan kannalta hyöty ei realisoidu yhtiön arvon kautta, vaan saatujen osinkojen kautta. Omien osakkeiden takaisinostoissa hyöty realisoituu yhtiön kasvavan arvon kautta ja tulevaisuuden osinkojen kasvulla. Lisäksi välittömältä verotukselta vältytään.

Osakekohtaisen tuloksen kasvattaminen

Stundan (2017) mukaan yhtiö voi kasvattaa osakekohtaista tulostaan omien osakkeiden takaisinostojen avulla, jos se ei pysty kasvattamaan sitä muilla keinoin. Tällä tavalla saadaan heijastettua, että yhtiön osakekohtainen tulos kasvaisi vuodesta toiseen. (Stunda 2017, 2.) Abdul Latif, Alquhaif ja Al-Gamrh (2020) tutkivat malesialaisten yritysten omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmien suuntauksia sekä motiiveja sille, miksi yritykset ostavat omia osakkeitaan. He ovat käyttäneet tutkimuksessa Hribarin ja muiden (2006) kriteerejä selvittääkseen, onko osakkeiden takaisinostoja käytetty osakekohtaisen tuloksen manipuloimiseksi. Tutkimuksen tiedot kerättiin Thomson Financial datastreamista ja malesialaisten pörssiyritysten vuosikertomuksista vuosien 2010–2015 ajalta. Aikaväli rajattiin vuoteen 2010–2015, koska tutkimuksessa haluttiin välttää maailmanlaajuisen finanssikriisin 2008–2009 vaikutus tutkimustuloksiin. Lopulliseksi otokseksi muodostui 836 yritystä.

Tutkimuksessa hyödynnettiin aiempia tutkimusmenetelmiä laskettaessa osakkeiden arvoa kasvattavia osakkeiden takaisinostoja. Osakkeiden takaisinostoa voidaan pitää osakkeiden arvonnousua lisäävänä takaisinostona, jos se johtaa osakekohtaisen tuloksen eli EPS:n kasvuun vähintään yhdellä Ringitin sentillä. Tutkimuksessa selvisi, että yli 75 % yrityksistä osallistui vuosien 2010–2015 välisenä aikana ainakin kerran sellaiseen osakkeiden takaisinostoon, jolla oli kasvattava vaikutus osakekohtaiseen tulokseen. (Abdul Latif, Alquhaif & Al-Gamrh 2020.)

Sahoo ja Saxena (2022, 41) mainitsevat takaisinostojen olevan taloudellisesti joustavia ja, että niillä pystytään hallitsemaan osakekohtaista tulosta. Sen sijaan Grullon ja Michaely (2004) havaitsivat, että heidän tutkimukseensa valittujen takaisinostojen tehneiden yritysten kannattavuus ei parantunut tulevaisuudessa suhteessa verrokki yrityksiin. Osa tutkimuksessa käytetyistä mittareista osoittavat jopa, että kannattavuus laskee omien osakkeiden ostojen jälkeisinä vuosina. He viittaavat Jagannathaniin ja Stephensiin (2003), jotka saivat samanlaisen tuloksen tutkimuksessa, jonka aiheena oli tutkia osakkeiden takaisinostoihin liittyviä ilmoituksia vuosien 1991–1995 välillä. (Grullon & Michaely 2004, 11.)

Signalointi

Faman (1970) mukaan arvopapereiden hinnat ilmaisevat kaikkea mahdollista saatavilla olevaa tietoa. Hän toteaa tutkimuksessaan, että muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta tehokkaiden markkinoiden malli pitää paikkansa. (Fama 1970.) Tehokkailla markkinoilla voitonjaon tavalla ei pitäisi siis olla merkitystä, koska kaikki tieto on jo saatavilla. Ristiriidan tähän asettaa esimerkiksi Vermaelenin (1981) teettämä tutkimus, jossa hän toteaa, että yrityksen ostaessa omia osakkeitaan yhtiön johto antaa sijoittajille signaalin. Signaalin voi tulkita niin, että yritysjohto ei löydä varoilleen kannattavaa käyttöä, koska kasvun mahdollisuuksia ei ole. Toisaalta se voi myös signaloida sitä, että yrityksen johto saattaa uskoa yhtiön osakkeen olevan alihinnoiteltu. (Vermaelen 1981, 140.) Mikäli sisäpiiriläiset uskovat yhtiön osakkeen olevan aliarvostettu, yhtiö voi aloittaa omien osakkeiden takaisinostot ja näin signaloida markkinoille sekä osakkeenomistajille asiasta (Dittmar 2000, 334). Signalointihypoteesin perusteella markkinoilla ei ole siis ollut kaikkea tietoa, koska yritys on aloittanut omien osakkeiden ostot osakkeen alihinnoittelun takia. Bonaimé ja Kahle (2022, 1) mainitsevat, että omien osakkeiden takaisinostot eivät kuitenkaan enää 2000-luvulla ole signaloineet samalla tavalla osakkeen aliarvostuksesta kuten esimerkiksi 1980- ja 1990-luvuilla.

Tomperi (2004) tutki väitöskirjassaan avoimilla markkinoilla toteutettujen osakkeiden takaisinostojen vaikutusta likviditeettiin, ajoitukseen sekä syitä takaisinostoilta. Hän jaottelee signaloinnin kahden eri osaan. Ensimmäiseen osaan kuuluu se, että takaisinostot voivat toimia signaalina yhtiön tulevasta kassavirrasta samalla tavalla kuin osingotkin, tällaisessa tapauksessa takaisinostot välittävät tietoa johtajien kassavirta- sekä tulosodotuksista. Toinen vaihtoehto on, että takaisinostot signaloivat markkinoiden aliarvostusta. Näin tapahtuu silloin, kuin yritysjohtajat kokevat yhtiön aliarvostetuksi ja haluavat osoittaa sen markkinoille. (Tomperi 2004, 8–9.) Vermaelen (1981) osoitti tutkimuksessaan yhtiöiden kokevan keskimäärin osakkeensa hinnassa pysyvän nousun, mikäli yhtiö ostaa omia osakkeitaan. Tähän tulokseen hän pääsi tutkimalla 243 avomarkkinaoston ja 131 kiinteähintaisen ostotarjouksen kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja. Kiinteähintaisen ostotarjousten kohdalla epänormaalit tuotot esiintyivät useammin kuin avomarkkinaostojen kohdalla. (Vermaelen 1981, 144–155.)

Yrityksen halutessa signaloida osakkeensa olevan aliarvostettu ja ilmoittaessaan tai aloittaessaan omien osakkeiden takaisinostot, on ostojen ajoituksella suuri vaikutus. Dittmar ja Field (2015) tutkivat vuosien 2004–2011 välisenä aikana tehtyjä omien osakkeiden ostoja Yhdysvaltojen markkinoilla ja havaitsivat, että yrityksen kyky ajoittaa omien osakkeiden takaisinostoja markkinoilta vähenee takaisinostoaktiivisuuden kasvaessa. Keskimääräinen yritys ostaa omia osakkeitaan 2 % alhaisemmalla hinnalla kuin ulkopuoliset sijoittajat. Yritykset, jotka ostavat omia osakkeitaan harvoin onnistuvat ostamaan osakkeitaan 6–8 % alhaisemmalla hinnalla keskimääräiseen markkinahintaan verrattuna. (Dittmar & Field 2015.) Ostojen ajoituksen mennessä pieleen sijoittaja ei hyödy takaisinostoista moniin vuosiin välttämättä mitenkään, ellei hän ole sitten myynyt osakkeitaan takaisinostojen yhteydessä ja näin onnistunut realisoimaan osakkeista korkeamman hinnan. Toisaalta osakekohtainen osinko paranee, mikäli yhtiö maksaa osinkoa seuraavina vuosina.

Lewis ja White (2021) tekivät laajan tutkimuksen, johon kuului yli 10 000 yhdysvaltalaisista yritystä vuosien 2004–2020 väliseltä ajalta. Tarkoituksena oli osoittaa, että yritysjohtajat käyttävät osakkeiden ostoja strategisesti lisätäkseen osakkeiden likviditeettiä ja vähentääkseen volatiliiteettiä. Tästä vaikutuksesta hyötyvät myös sijoittajat. Tutkimuksen yhtenä keskeisenä johtopäätöksenä oli, että omia osakkeitaan hankkivat yritykset lisäävät osakkeen likviditeettiä markkinoilla ja mitä suurempia ostot olivat, sitä suurempi vaikutus oli myös likviditeettiin. Lisäksi havaittiin, että osakkeiden takaisinostot vaikuttavat merkittävästi vähentävällä tavalla toteutuneeseen sekä odotettuun

osaketuoton volatiliteettiin. Tutkimustulosten perusteella he arvioivat, että takaisinostojen mahdollistama likviditeetti säästi yksityissijoittajilta 2,1–4,2 miljardia dollaria transaktio- ja hintavaikutuskustannuksia. (Lewis & White 2021.)

4 Tutkimusasetelma

4.1 Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset

Tutkimusongelma on tutkimuksen punainen lanka, joka jäsentää analyysia, tulkintoja, metodologisia ja menetelmällisiä lähtökohtia. Lisäksi tutkimusongelma perustelee kaikki tutkimuksessa tehtävät valinnat. (Koski 2020,155.) Tutkimusongelmana voi olla jonkin ilmiön tai käyttäytymisen motiivien selvittäminen. Tutkimusongelmana voi myös olla ratkaisun löytäminen tutkittavaan asiaan. Tutkimusongelma sekä se, mihin tutkimuksella pyritään, ratkaisevat ensisijaisesti tutkimuksessa käytettävän tutkimusmenetelmän. (Heikkilä 2014, 12.)

Tämän tutkimuksen tutkimusongelmana on, **miten sijoitusalan ammattilaiset kokevat suomalaisen pörssiyritysten omien osakkeiden takaisinostot varojenjako keinona**. Kyseiseen tutkimukseen päädyttiin tutkijan oman mielenkiinnon kautta sekä siksi, että aihealuetta ei ole tutkittu juuri ollenkaan tästä näkökulmasta. Lisäksi Suomessa vallitsee osinkokulttuuri eikä takaisinostoista juuri puhuta voitonjaon yhteydessä. Siksi on perusteltua tuoda sijoittajien ääni kuuluviin ja luoda uutta näkökulmaa tutkimuskenttään. Tutkimus aiheen valinnan ajankohtaisuutta puoltaa johdannossa mainituiden asioiden lisäksi se, että Suomi on seurannut osingonjakopolitiikassa Yhdysvaltoja, joten tutkimus tuo tietoa siitä olisiko omien osakkeiden takaisinostoissa seuraaminen myös hyvä asia. Tavoitteena tutkimuksessa on saada syvällisempää tietoa siitä, miten sijoitusalan ammattilaiset kokevat tutkimusongelmassa määritellyn ilmiön. Heikkilä (2014, 15) mainitsee, että kvalitatiivisen tutkimuksen avulla saadaan pohjaa jatkotutkimuksille.

Tutkimusongelma on hyvä muuttaa kysymysten muotoon, koska näin on helpompi lähteä etsimään ratkaisua ongelmaan. Vastaukset hankitaan aineiston avulla ja siihen voi hyödyntää luonteeltaan minkälaista aineistoa tahansa, kunhan ne liittyvät itse tutkimusongelmaan ja vievät ratkaisua eteenpäin. (Kananen 2014, 32.) Hyvillä tai hyvällä tutkimuskysymyksellä saadaan kavennettua ja tarkennettua tutkittavaa aihetta. Tutkittava kysymys voi itsessään ratkaista tutkitavan ongelman. Tutkimuskysymyksiä mietittäessä on syytä etsiä tietoa ja pohtia, onko aiheesta

ollenkaan aiempia tutkimuksia, onko aiheesta tehty jonkun verran tutkimuksia vai onko aiheesta tehty runsaasti tutkimuksia. (Metsämuuronen 2009, 38–39.) Omien osakkeiden ostoja on tutkittu paljon yritysten näkökulmasta, mutta ei sijoittajien näkökulmasta. Alapuolella on esitetty tämän tutkimuksen tutkimuskysymykset, jotka on suunniteltu tukemaan tutkimusongelmaa.

1. Miten tärkeänä varojenjakokeinona omien osakkeiden takaisinostoja pidetään?
2. Mitä hyötyä omien osakkeiden takaisinostoista on sijoittajan näkökulmasta?
3. Mitä omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuudesta ajatellaan?

4.2 Tutkimusote ja tutkimusmenetelmä

Tutkimusongelma sekä tutkimuksen tarkoitus määrittää, sopiiko tutkimukseen paremmin kvantitatiivinen vai kvalitatiivinen tutkimusote (Heikkilä 2014, 15). Kvalitatiivisen ja kvantitatiivisen tutkimuksen yhtäaikaisen käytön puolesta puhutaan paljon, mutta esimerkiksi Metsämuuronen (2011, 220) toteaa, että kvalitatiivisen ja kvantitatiivisen tutkimuksen välillä on paljonkin eroja ja tutkimuksen kannalta on mielekästä valita toinen näistä vaihtoehdoista päämetodiksi tutkimukseen. Tähän tutkimukseen tutkimusmetodiksi on valittu kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus.

Laadullisella tutkimuksella on tarkoitus saavuttaa ymmärrys tutkittavasta ilmiöstä. Laadullinen tutkimus ei anna mahdollisuutta yleistämiseen, mutta tulokset voidaan tulkita hyvin perusteellisesti ja ilmiöstä saadaan syvällistä näkemystä. Laadullista tutkimusta tehtäessä ei voida ennakkoon määrittää, kuinka paljon aineistoa tulisi kerätä. Aineistoa on kerättävä sen verran, että tutkimusongelma tulee ratkaistuksi ja niin, että tutkija itse ymmärtää tutkittavan ilmiön. (Kananen 2014, 16–19.) Silverman (2022) mainitsee kirjassaan, että kvalitatiivinen tutkimus on parhain valinta vastaamaan kysymyksiin; mitä ja miten. Sen sijaan kvantitatiivinen tutkimus vastaa usein kysymyksiin; miksi. (Silverman 2022, 25.) Laadullinen tutkimus on laaja termi, joka kattaa alleen monia eri tekniikoita ja filosofioita, joten sen määrittely ei ole yksiselitteistä. Laajasti määriteltynä laadullinen tutkimus on lähestymistapa, jota voidaan käyttää tarkastellessa ihmisten kokemuksia yksityiskohtaisesti hyödyntämällä kohdennettuja tutkimusmenetelmiä. Tällaisia tutkimusmenetelmiä ovat muun muassa syvähaastattelu, ryhmäkeskustelut, havainnointi, visuaaliset menetelmät, sisällön analyysi ja elämäkerrat. (Bailey, Hennink & Hutter 2020, 10.) Laadullisen tutkimuksen aineistonkeruuvaiheessa ei voida tehdä yksityiskohtaisia kysymyksiä, koska ne ovat ominaisia kvantitatiiviselle tutkimukselle. Yhtenä pääkriteerinä on, että mitä vähemmän tutkittavasta ilmiöstä tiedetään,

sitä todennäköisemmin on syytä valita tutkimusmenetelmäksi kvalitatiivinen tutkimus. (Kananen 2019, 33.)

Tässä luvussa mainittuihin lähteisiin tutustuen, tutkimuksen tutkimusotteeksi valikoitui kvalitatiivinen tutkimus. Tutkimusaiheesta ei ole tehty aikaisempia tieteellisiä tutkimuksia Suomessa. Kansainvälisiä tutkimuksia aiheeseen liittyen löytyy paljon, mutta suoranaisesti samantapaista tutkimusta ei ole tehty, joten yksityiskohtaisia kysymyksiä aiheeseen liittyen ei voida esittää. Purontaus (2021) on tutkinut aihetta kvantitatiivisena tutkimuksena opinnäytetyössään, mutta tutkimuksen aiheen kannalta on mielekkäämpää tehdä laadullinen tutkimus. Aiheesta on saatava ensin syvämpi näkemys, jotta siitä voisi lähteä tekemään kvantitatiivista tutkimusta.

Tutkimusmenetelmä

Tieteenfilosofiselta lähestymistavaltaan tutkimus on fenomenologis-hermeneuttinen, joka on yksi kvalitatiivisen tutkimuksen alalajeista. Laadullisille tutkimuksille on tyypillistä, että ne nojaavat paljon fenomenologiseen filosofiaan. Fenomenologisessa tutkimuksessa halutaan selvittää kuinka ihmiset kokevat jonkun ilmiön ja tarkoituksena on ymmärtää tutkittavaa ilmiötä heidän kokemusten kautta. (Huhtinen & Tuominen 2020, 286.) Fenomenologia ja hermeneuttinen ihmiskäsitys kuuluvat läheisesti toisiinsa. Näissä tutkimuksen kannalta keskeisiä asioita ovat kokemuksen, merkityksen ja yhteisöllisyyden käsitteet. Hermeneuttisessa tutkimuksessa ei ole tarkoituksenmukaista yksittäistapauksia yleistämällä pyrkiä löytämään yleisiä säännönmukaisuuksia. (Laine 2018, 25 & 28).

Fenomenologishermeuttisessa tutkimuksessa tavoitteena on käsitteellistää tutkimuksen kohteena oleva ilmiö eli kokemuksen merkitys. Asia voidaan ajatella myös niin, että tavoitteena on tehdä entuudestaan tunnettu tiedetyksi. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 31.) Fenomenologis-hermeneuttinen tutkimus soveltuu tähän tutkimukseen, koska tarkoituksena on tutkia sijoitusalan ammattilaisten näkemyksiä ja kokemuksia omien osakkeiden takaisinostoista suomen osakemarkkinoilla. Hermeneuttisessa tutkimuksessa jokaisella tutkittavalla on oma yksilöllinen käsitys tutkittavasta ilmiöstä ja tämä tuo tutkimukseen hermeneuttisen näkökulman (Laine 2018, 27).

4.3 Aineistonkeruu- ja analyysimenetelmä

Laadullista tutkimusta tehtäessä aineistonkeruumenetelmiä voivat olla; kysely, havainnointi, haastattelu sekä dokumenteista hankittu tieto (Kananen 2014, 42). Tuomi ja Sarajärvi (2018) nostavat kirjassaan joustavuuden yhdeksi haastattelun eduista. Haastattelu tilanteessa on mahdollisuus toistaa kysymys, tarkentaa kysymystä ja oikaista mahdollisia väärinkäsityksiä. Haastattelun tarkoituksena on saada mahdollisimman laajasti tietoa tutkittavasta ilmiöstä. Tutkimuksen onnistumisen kannalta on suotavaa antaa haastattelukysymykset tai haastattelun aiheet haastateltavalle etukäteen, tällöin haastattelusta saadaan todennäköisemmin enemmän irti, kun haastateltava on jo tutustunut aiheisiin. Haastattelun etuihin lukeutuu myös se, että tutkija voi valita haastatteluun sellaisia henkilöitä, joilla on tietämystä ja kokemusta aiheesta. (Tuomi & Saarijärvi 2018, 63.)

Teemahaastattelu

Tutkimuksen aineisto kerätään teemahaastattelun avulla, joka on puolistrukturoitu haastattelu. Teemahaastatteluissa tarkoituksena on edetä tiettyjen ennalta valikoitujen teemojen sekä niihin liittyvien tarkentavien kysymysten avulla. Tämän haastattelumuodon etuna on haastattelutilanne, jossa kysymyksiä voidaan tarkentaa haastateltavien vastausten perusteella. Teemahaastattelussa on pyrittävä löytämään tutkimuksen kannalta merkityksellisiä vastauksia tutkimuksen tarkoitukseen ja ongelmanasetteluun liittyen. Teemahaastattelun avoimuus vaikuttaa siihen millainen suhde kysymyksillä on tutkimuksen viitekehukseen. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 64–65.)

Teemahaastattelussa haastattelijä varmistaa kaikkien päätettyjen teemojen läpi käymisen haastattelun aikana. Niiden järjestys sekä laajuus voi kuitenkin muuttua jokaisessa haastattelussa. Teemahaastatteluun sisältyvät teemat auttavat varmistumaan siitä, että kaikkien haastateltavien kanssa puhutaan jossain määrin samoista teemoista. Teemat auttavat myös aineiston lähestymisessä, koska litteroitu teksti muodostaa edes jonkunlaisen konkreettisen kehikon. Teemojen tarkoitus haastattelussa on tuottaa mahdollisimman monipuolisesti tietoa, jota tutkija voi tulkita myöhemmin teorian avulla. (Eskola & Suoranta 1998, 64; Puusa 2020, 108–109.)

Tutkimuksen aineistonkeruu tavaksi valikoitui teemahaastattelu, koska tutkimusaiheesta ei ole juurikaan tutkimuksia. Haastattelun avulla aiheesta saadaan syvällisempää tietoa ja lisäksi haastattelussa voidaan edetä tiettyjen teemojen avulla, jolloin haastateltavilta saadaan vastaukset tutkimuksen kannalta oleellisiin asioihin. Tutkimuksen teemahaastattelurunko lähetettiin haastateltaville etukäteen, jotta he voivat valmistautua haastatteluun.

Analysointimenetelmänä tutkimuksessa käytetään teemoittelua, koska teemahaastattelulle looginen jatkumo on analysoida sitä teemoittelun, tyypittelyn tai molempien menetelmien avulla (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 56). Teemoittelussa korostuu se mitä teemoista on mainittu. Kokonaisuudessaan kyse on aineiston ryhmittelystä ja pilkkomisesta eri aihealueiden mukaisesti. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 79.) Teemoittelu sopii tähän tutkimukseen, koska aineisto kerätään teemahaastattelun avulla, jolloin aineistoa on luonteva lähteä analysoimaan haastatteluista nousseiden teemojen mukaisesti. Teemoittelun hyödyntämisestä tässä tutkimuksessa on kerrottu tarkemmin analysointi luvussa viisi. Analysointi toteutetaan teoriasidonnaisella otteella. Tälle tavalle olennaista on sen kytkennät teoriaan, mutta analyysi ei kuitenkaan perustu suoraan siihen. Aineistosta löydetyille tulkinnoille etsitään teoriasta selityksiä tai vahvistusta. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 15–16.)

Tiedonhaku

Teoreettinen viitekehys on tärkeä osa tutkimusta, koska tutkijan oma tutkimus asemoituu jo olemassa olevaan aihealueen tietovarantoon. Kirjallisuuskatsauksesta on hyötyä myös oman tutkimuksen toteutusvaiheessa. (Kananen 2014, 51.) Tämän tutkielman teoreettinen viitekehys pohjautuu aikaisempiin tutkimuksiin, alan kirjallisuuteen, artikkeleihin sekä lakiin. Kirjallisuutta etsiessä tiedonhaussa käytettiin Alma Talent, Ebook Central Academic Complete International Edition, Ellibs ebooks, ProQuest Ebook Central ja Janet Finna -tietokantoja. Lisäksi teoreettiseen viitekehykseen etsittiin tietoa talousaiheisilta verkkolehtisivustoilta kuten Investopedia, Kauppalehti, S&P Global ja Tekniikka & Talous. Aiempia tutkimuksia aiheeseen liittyen etsittiin hakukone Google Scholarista pääasiallisesti hakusanoilla ”stock repurchases”, ”stock buyback” ja ”stock repurchases or dividend”. Näitä samoja hakusanoja käytettiin myös tietokannoissa Inder Science Online, Jstor.org, Research gate, Science direct, SSRN sekä Wiley online library, joista etsittiin aihealueen tutkimuksia. Poissulkukriteerit täyttävä tutkimus oli sellainen, jota ei ole arvosteltu sekä sellainen, jossa ei kerrota omien osakkeiden takaisinostoihin liittyvistä syistä, eduista tai haittapuolista.

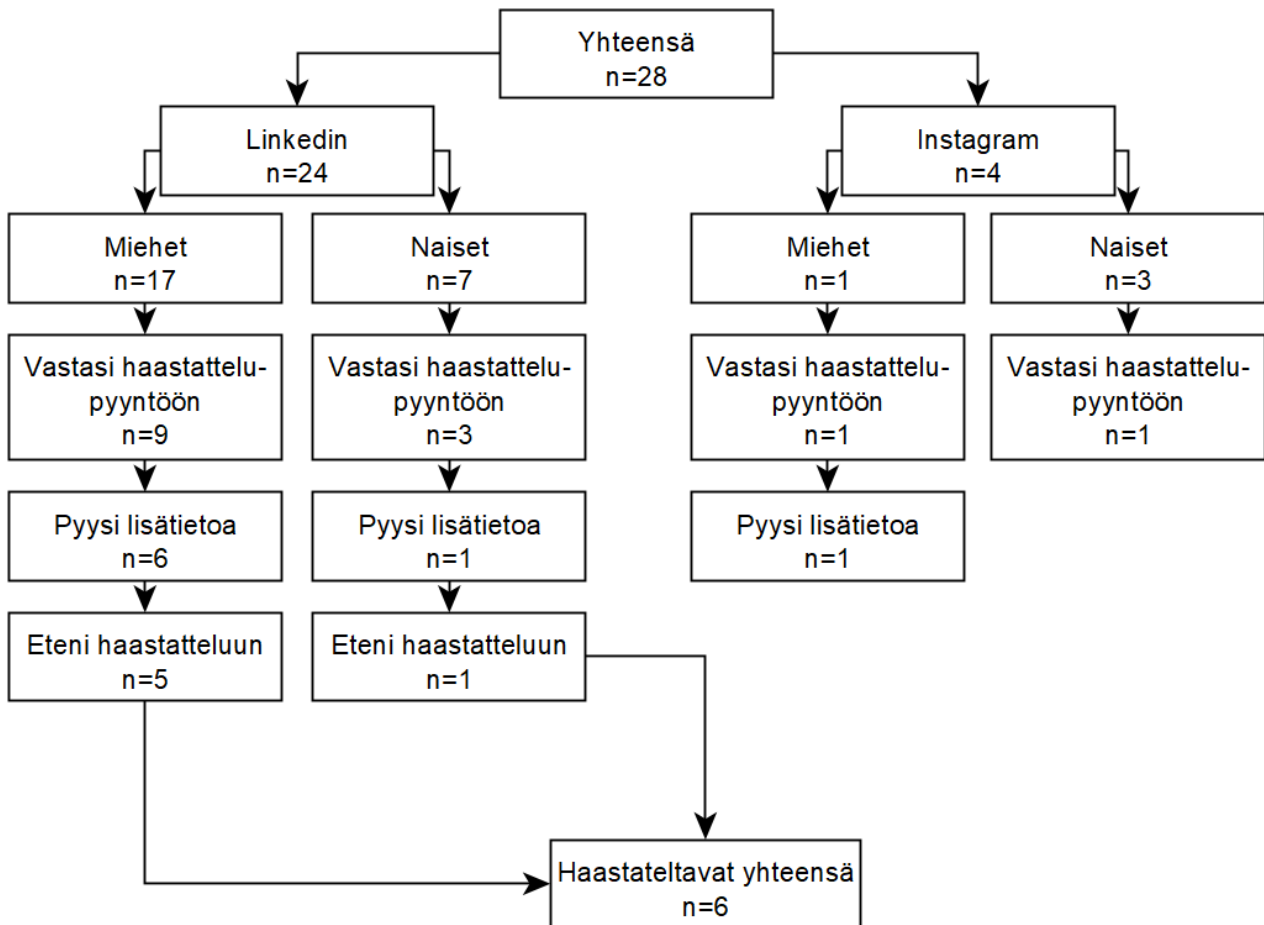
Kansainvälisiä tutkimuksia aihealueeseen liittyen löytyi monia ja suuressa osassa käsiteltiin omien osakkeiden takaisinostoja sekä osinkoja yhtä aikaa. Lisäksi suomen osakemarkkinoille keskittyviä väitöskirjoja tutkimuksia löytyi kaksi kappaletta. Osa tutkimuksista on jopa 40–60 vuotta vanhoja, mutta niiden käyttäminen tässä opinnäytetyössä on perusteltua, koska ne ovat tämän aihealueen ensimmäisiä laajempia tutkimuksia ja niitä on hyödynnetty oikeastaan jokaisessa 2000-luvun tutkimuksessa mihin tässä opinnäytetyössä on viitattu. Aihealueesta on myös 2000-luvun taitteesta tunnettuja tutkimuksia ja esimerkiksi Suomen markkinoille keskittyviä tutkimuksia löytyy kaksi kappaletta 2000-luvun alkupuolelta, joten niiden käyttö on perusteltua, jotta opinnäytetyöhön saadaan tutkimuksia myös Suomen markkinoilta. Lisäksi aiheen tutkimuskentästä on etsitty myös tuoreempia tutkimuksia ja aikaväliksi on määritelty vuosien 2015–2023 väliset tutkimukset.

Tutkimusaineiston hankinta

Tutkimuksen kohderyhmäksi valikoitui sijoitusalan ammattilaiset. Tässä tutkimuksessa ammattilainen määritellään henkilöksi, joka työskentelee sijoittamisen parissa ja voidaan ennakkoon olettaa, että hänellä on laajempaa tietämystä pörssiyritysten voitonjaon tavoista. Tutkimuksen aiheena oleva omien osakkeiden takaisinostot voitonjaonkeinona ei ole Suomessa niin käytetty eikä tuttu käsite kuin esimerkiksi osingot, joten tutkimuksen kannalta oli tarkoituksellisempaa lähteä haastattelemaan sijoittamisen ammattilaisia eikä ”tavallisia” piensijoittajia. Haastattelu toteutettiin siten, että sijoitusalan ammattilaiset vastasivat haastattelun kysymyksiin omasta henkilökohtaisesta näkökulmastaan eli piensijoittajan näkökulmasta eikä oman ammattinsa näkökulmasta.

Haastateltavien kontaktointi aloitettiin 2.3.2023. Haastattelut oli tarkoitus saada suoritettua alun perin 17.3.2023 mennessä eli kahden viikon kuluessa. Haastateltavien saaminen sekä aikataulujen sovittaminen potentiaalisten haastateltavien kanssa osoittautui kuitenkin oletettua haastavamaksi ja tutkija joutui tekemään päätöksen, että tutkimuksen haastattelujen aikataulua venytetään viidellä päivällä ja haastattelut saatiin suoritettua 22.3.2023 mennessä. Haastateltavat kontaktointiin pääsääntöisesti LinkedInin kautta lähettämällä heille viesti, jossa kerrottiin tutkimuksen aiheesta ja siitä, että haastattelu nauhoitettaisiin ja vastauksia hyödynnettäisiin anonymisti opinnäytetyössä. Vaatimuksena sekä rajauksena sille, että haastattelukutsu lähetetään, oli se, että kontaktoitava työskentelee sijoitusosalalla ja lisäksi haastatteluun valikoituakseen haastateltavalla tuli olla omaa henkilökohtaista sijoituskokemusta vähintään viisi vuotta. Kontaktointeja pyrittiin lähettämään naisille sekä miehille tasapuolisesti, mutta sijoitusalan työntekijöitä etsiessä vaikutti siltä,

että miehiä työskentelee alalla enemmän ja potentiaalisia haastateltavia oli siis miehissä enemmän. Alla olevassa kuviossa 4 on havainnollistettu haastateltavien hankintaa.



Kuvio 4. Vuokaavio haastateltavien kontaktoinnista

LinkedInin kautta kontaktoitiin yhteensä 24 eri henkilöön. Näistä henkilöistä 17 oli miehiä ja seitsemän oli naisia. Lisäksi Instagramin kautta kontaktoitiin yhtä miestä sekä kolmea naista. Kontaktointia suoritettiin yhteensä 28 kappaletta. Näistä kontaktoinneista 18 lähetettiin miehille ja 10 lähetettiin naisille. Kontaktointien yhteinen vastausprosentti oli 50 %, eli vastaus saatiin 14 henkilöltä. Näistä 14 vastaajasta kuusi kieltäytyi haastattelusta vastauksellaan vedoten aikatauluongelmiin tai siihen, että he uskoivat, ettei heillä olisi aiheesta paljoa sanottavaa. Loput kahdeksan pyysivät lisätietoja. Näistä kahdeksasta henkilöstä kuusi suostui lopulliseen haastatteluun lisätietojen lähettämisen jälkeen. Aineisto kerättiin yhteensä kuudelta henkilöltä, joista viisi oli miehiä ja yksi oli nainen. Haastatteluun suostumisprosentti oli 21,4 %. Miehistä haastatteluun suostui 27,8 % ja naisista 10 %.

Kaikki haastattelut suoritettiin Teams-sovelluksessa ja haastatteluiden alussa jokaiselta haastateltavalta kysyttiin vielä kertaalleen lupa siihen, että haastattelun saa nauhoittaa ja vastauksia saa hyödyntää anonyymisti opinnäytetyössä. Haastattelut nauhoitettiin hyödyntämällä Teams-sovelluksen nauhoitus ominaisuutta, jonka jälkeen ne litteroitiin. Haastatteluiden kesto oli keskimäärin 20–25 minuuttia ja muista poiketen yksi haastattelu kesti 35 minuuttia. Haastatteluiden ensimmäisenä teemana oli haastateltavien taustatiedot, joita on havainnollistettu paremmin alla olevassa taulukossa.

Taulukko 3. Haastateltavien taustatiedot

Haastateltavien taustatiedot			
	Ikä	Sijoituskokemus	Sijoitusstrategia
Haastateltava 1	26	11-12 v	Sekasijoittaja
Haastateltava 2	27	9v	Kasvusijoittaja
Haastateltava 3	32	15v	Arvosijoittaja
Haastateltava 4	41	25-26v	Arvosijoittaja
Haastateltava 5	33	13v	Kasvusijoittaja
Haastateltava 6	27	5v	Sekasijoittaja

Yllä olevassa taulukossa on esitetty tutkimukseen osallistuneiden taustatietoja. Tämä helpottaa analysoinnin hahmottamista ja näin ollen auttaa lukijaa hahmottamaan, kuka vastaajista on vastannut ja millä tavalla.

5 Teemahaastattelujen analysointi

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena tutkimuksena ja tarkoituksena oli saada syvällisempää tietoa tutkimusaiheesta. Alla esitetyt tutkimustulokset eivät ole siis yleistettävissä kokonaiseen ammattiryhmään, mutta ne antavat hyvää ja perusteltua näkemystä siitä, mitä omien osakkeiden takaisinostoista ajatellaan varojenjakoineina. Saaranen-Kauppinen & Puusniekka (2006, 55) mainitsevat, että tutkimuksen kohteeksi tulisi valita sellaisia henkilöitä, joilta todennäköisesti saadaan parhaiten aineistoa tutkimuksen kiinnostuksen kohteen kannalta. Tämän tutkimuksen kohderyhmänä on sijoitusosalalla työskentelevät ammattilaiset, joten tutkimukseen saadut vastaukset ovat useamman vuoden sijoituskokemuksella annettuja ja tämä vaikutti positiivisesti siihen, että haastateltavat osasivat miettiä ja ajatella tutkimusaihetta monesta eri näkökulmasta.

Haastattelut litteroitiin sanatarkasti ja yhtä haastattelua lukuun ottamatta litteroinnit suoritettiin haastatteluiden kanssa samana päivänä. Litteroinnit saman päivän aikana olivat raskaita, mutta omalla tavallaan helpompia suorittaa, koska haastattelut olivat vielä tuoreessa muistissa. Litterointia ei ole tehty ajatellen sen kielellisiä ja vuorovaikutuksellisia seikkoja, joten siinä ei ole huomioitu kaikki pieniä äännähdyksiä. Olennaista haastatteluissa on ollut haastateltavien antamat näkemykset ja kokemukset, eikä se miten he kertovat asiasta. Litteroinnin jälkeen haastattelut luettiin läpi, jonka jälkeen alkoi syvällisempi analysointi.

Kun aineistoa lähdetään teemoittelemaan, on tutkijalla oltava mielessä tietyt tavoitteet sekä tutkimuskysymykset (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 106). Eskolan & Suorannan (1998, 126) mukaan teemoittelun käyttäminen analysoinnin välineenä on yleistä ja litteroidusta tekstimassasta on ensin pyrittävä löytämään ja tämän jälkeen erotettava olennaiset aiheet tutkimusongelman kannalta. Analysoinnin alussa haastatteluista etsittiin yhtäläisyyksiä ja sellaisia asioita, jotka toistuvat eri haastateltavien toimesta ja vastaavat tutkimuskysymyksiin sekä auttavat ratkaisemaan tutkimusongelman. Haastattelumateriaaliin tutustuttiin syvemmin keskittymällä jokaisen sijoitusalan ammattilaisen aukikirjoitettuun haastatteluun etsien tekstistä nousevia aihepiirejä eli teemoja.

Teemoittelussa muodostuneiden teemojen alle kootaan yleensä jokaisesta haastattelusta sellaiset kohdat, joissa puhutaan kyseisestä teemasta. Koodausta on mahdollista hyödyntää aineiston jäsentelyssä ja sitä voi tehdä esimerkiksi merkinnöillä, alleviivauksilla tai värikynillä. Koodaminen on tyypillisesti vain tutkijaa itseänsä varten, jotta tutkimuksen analysointi helpottuu. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 80 & 106.) Tutkielman analysointivaiheessa ennen teemoittelua hyödynnettiin koodausta ja aukikirjoitettuun tekstiin merkittiin värikoodauksilla erilaisia merkintöjä kunkin haastattelun osalta. Kun kaikkien haastatteluiden vastaukset oli käyty läpi ja värikoodaukset suoritettu alettiin vastauksista kopioida merkattuja tekstikatkelmia niille sopivien teemaotsikoiden alle omaan tiedostoon. Teemoittelussa nousi esiin pääteemoja sekä niihin liittyviä alateemoja. Alateemat muodostuivat ensin, jonka jälkeen ne sijoitettiin niille sopivien pääteemojen alle. Ensimmäisen analysointikerran ollessa valmis, haastattelut kuunneltiin vielä kerran läpi, jos niistä nousisi esiin vielä sellaisia asioita mitä ei litteroidusta tekstistä osaa erottaa.

Tutkimustulokset on esitetty litteroidusta aineistosta esiin nousseiden teemojen mukaan. Tulokset esitetään kirjoittamalla auki sellaisia asioita, jotka nousivat haastatteluissa esiin useamman haastateltavan toimesta. Yksittäisiä asioita ei ole nostettu esiin, ellei se ole tutkimustuloksen kannalta olennaista. Saaranen-Kauppinen & Puusniekan (2006) mukaan raportissa esitetään usein näytepa-loja eli sitaatteja. Näiden tarkoituksena on havainnollistaa analysoitua aineistoa sekä antaa kuva siitä miksi juuri näihin teemoihin on päädytty analysointi vaiheessa. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 106.) Sitaattien käyttöä sekä niiden tuomaa lisäarvoa tutkimuksen kannalta tulee kuitenkin miettiä tarkasti (Tuomi & Sarajärvi 2018, 22). Tutkielman analysointivaiheessa on hyödynnetty sitaatteja tuomaan tutkimukselle lisäarvoa sekä kuvaamaan aineistosta nousseita pää- sekä alateemoja. Alapuolella olevaan taulukkoon 4 on koottu aineistosta muodostuneet pääteemat sekä niiden alateemat.

Taulukko 4. Aineistosta muodostuneet teemat

Teemat	Maininnat
Omien osakkeiden takaisinostot voitonjaon keinona	28
Edut	16
Haitat	12
Omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuus Suomessa	25
Usko	5
Epäusko	10
Yleistymisen hyvästä	10
Voitonjako omassa sijoittamisessa	16

Taulukossa 4 pääteemat ovat tummennettuna ja niiden alapuolella on esitetty niihin muodostuneet alateemat. Oikeassa laidassa on ilmoitettu, kuinka monta kertaa asia on mainittu aineistossa. Kaikissa teemoissa mainintoihin on laskettu kunkin haastateltavan mainitsemat asiat teemaan liit-tyen. Mikäli haastateltava on maininnut samasta asiasta useamman kerran, on se huomioitu vain yhtenä mainintana.

5.1 Omien osakkeiden takaisinostot varojenjako keinona

Tutkimusta ohjasi siihen laadittu teemahaastattelurunko, jota käytettiin jokaisessa haastattelussa. Haastattelu rungon vaikutus näkyy analysointivaiheessa esiin nousseissa teemoissa, mutta aina näin ei käy (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 105). Analysointivaiheessa voitonjako nousi esiin ensimmäisenä pääteemaana ja se herätti haastateltavissa paljon pohdintaa eri näkökulmista, mutta haastatteluissa esiintyi myös samankaltaisuuksia. Aineistosta nousi esiin rahoitusteorian näkökulma, jonka mukaan voitonjaon keinoilla ei pitäisi olla mitään väliä. Omien osakkeiden takaisinostot ja osingot koettiin myös kahdeksi suhteellisen samanlaiseksi voitonjaon keinoksi. Haastateltavat painottivat, että ei ole kuitenkaan yksinkertaista vastausta siihen, kumpi niistä olisi oikea kussakin tilanteessa. Myös teoreettisessa viitekehysessä on tuotu esille, että teorian näkökulmasta osingon jakamisella ei ole merkitystä yhtiön arvon kannalta.

Haastateltavat ajattelivat asiaa myös siitä näkökulmasta, että kasvuyhtiöiden kohdalla on parempi, jos yhtiöt eivät jakaisi voittoa osakkeenomistajille. Tätä he perustelivat sillä, että jos yritys saa rahansa sijoitettua tuottavasti eteenpäin niin on parempi, ettei sitä jaeta osakkeenomistajille ja tällöin tuoton saa tulevaisuudessa yrityksen kasvun kautta. Haastateltavat 1, 4 ja 6 toivat esiin sen, että aina ei ole kuitenkaan hyvä, että yhtiö lähtee sijoittamaan omia varojaan itse vaan varoja tulisi jakaa sijoittajille. He perustelivat asiaa sillä, että mikäli yritys lähtee sijoittamaan kassassa olevia rahoja itse, niin silloin yritys väittää, että se pystyy sijoittamaan varat paremmin kuin osakkeenomistaja. Kaksi haastateltavaa toivat esille konkreettisen esimerkin. Molemmat heistä käyttivät esimerkkinä Fortumia, joka lähti laajentamaan toimintaansa ja käytti kassansa varoja Uniperin ostamiseen. Fortumin liiketoiminnan kasvattaminen ei onnistunut oikeastaan ollenkaan, koska todella monet riskit realisoituivat. Haastateltavat totesivatkin, että tässä tapauksessa varojenjako osakkeenomistajille olisi ollut paljon järkevämpi keino. Toki tämä on helppo todeta jälkikäteen, mutta Fortum on konkreettinen esimerkki siitä, että yhtiön tulee arvioida tarkoin sitä mihin ylimääräisiä varoja kassasta käytetään.

Omien osakkeiden takaisinostojen etuja

Kuten osa haastateltavista totesi, niin voitonjaon tavoilla ei pitäisi olla väliä. Aineistosta nousee kuitenkin esiin selkeitä etuja sekä haittoja liittyen omien osakkeiden takaisinostoihin. Ensimmäisen pääteeman, omien osakkeiden takaisinostot voitonjaonkeinona, alateemoiksi muodostui omien

osakkeiden takaisinostoihin liittyvät edut ja haitat. Eduiksi haastatteluista nousivat esiin verovaikutus, osakkeen aliarvostus ja sen signalointi sekä tunnuslukuja tukeva vaikutus. Yhtenä etuna nostettiin myös se, että osingon voi tehdä itse, tästä aiheesta on kerrottu enemmän luvussa 3.2.

Jokainen haastateltavista mainitsi yhtenä etuna verovaikutuksen. Haastateltavat mieltivät verovai-
kutusta lähinnä sitä kautta, että osinkojen maksussa vero joudutaan maksamaan heti, mutta omien osakkeiden takaisinostoissa verotusta voi siirtää tulevaisuuteen. Verotus koettiin etuna osinkoihin nähden, mutta asia ei kuitenkaan ole niin yksiselitteinen. Omien osakkeiden takaisinostoihin liittyy paljon muitakin etuja, mutta myös haittapuolia. Alapuolella on esimerkki kahden eri haastateltavan vastauksista liittyen verotuksellisiin etuihin.

Kärjistäen siis, vaikka piensijoittaja Suomessa, joka haluaa uskoa yritykseen ja haluaa sijoittaa rahansa sinne uudestaan sisään, niin omien osakkeiden osto on hyvä vaihtoehto siinä, koska sitten verovaikutus siirtyy hamaan tulevaisuuteen toisin kuin siinä, että se yritys jakaa osingot ja maksat siitä heti pääomatuloveron - (Haastateltava 1)

Vähän riippuu, että mikä se sijoittajan intressi on, mutta toki niinku se, että jos se on toistaiseksi sijoittaminen niin osingon maksussa tulee ongelmaksi justiin tää verotus, että sehän realisoii sitten verotuksen siinä hetkessä sitten kun se voitto jaetaan - (Haastateltava 3)

Haastateltava 2 ja 5 painottivat sitä, että omien osakkeiden takaisinostojen verotuksen siirtämisen etu korostuu myös siinä, jos sijoittaja aikoo uudelleen sijoittaa saamansa osingot samaan yritykseen. Osingoista joutuu ensin maksamaan veron ja uudelleen sijoitettaessa osakkeiden ostoista aiheutuu ostajalle kaupankäyntikuluja. Aineistosta nousee esille kulujen ja verotuksen vaikutuksen olevan tärkeässä roolissa haastateltavien sijoittamisessa. Asiaa on selkeästi mietitty, mutta verotukseen ja kaupankäyntikuluihin ei voi juurikaan vaikuttaa, joka osaltaan turhautti haastateltavia, mutta samalla he ymmärsivät kulujen ja verotuksen kuuluvan sijoittamiseen.

Toki sit se uudelleen sijoittaminen, jos sen samaan firmaan sijoittaa, niin se vähän ehkä kumoo sitä just, kun itsellä kanssa niinku ne sijoitettavat summat sen verran lillukanvarsii, että sitten, jos sieltä tulee viisikymppiä osinkoja niin rupeeks sitte viidelläkymppillä ostaa sen yhen koneen osakkeen ja maksat 7 € välityspalkkioo - (Haastateltava 2)

Omien osakkeiden ostojen eduiksi koettiin myös se, että lähtökohtaisesti sen pitäisi signaloida yrityksen aliarvostuksesta. Aliarvostuksen signaloinnista on kerrottu tarkemmin luvussa 3.2. Signaloinnista mainitsivat viisi eri haastateltavaa. Aliarvostus koettiin niin, että mikäli heidän omistamansa pörssi-yhtiö julkaisee omien osakkeiden takaisinostojen ohjelman, niin se luo heille uskoa ja varmuutta siitä, että yhtiön johto luottaa yritykseen ja osake on liian halpa.

Siinä on se viestinnällinen puoli, että jos yritys ostaa omii osakkeita, niin sehän viestii aina jostain - (Haastateltava 1)

Haastateltava 4 korosti, että mikäli yhtiö tunnistaa osakkeen arvostustason olevan matalalla, ovat omien osakkeiden ostot nerokas tapa ostaa osakkeita pitkäjänteisesti. Haastateltava 5 mainitsi omien osakkeiden takaisinostojen antavan signaalin siitä, että yhtiön kurssi on houkuttelevalla tasolla. Haastateltavat ovat tuoneet esille saman näkökulman kuin teoreettisessa viitekehyksessä. Signalointiin liittyy olennaisesti ajoitus, koska huonoon aikaan toteutettu osto-ohjelma ei nosta osakkeen kurssia eikä luo sijoittajille lisäarvoa ja osittain se kertoo siitä, ettei yhtiö osannut arvottaa omaa osakettaan oikein.

Kolmantena etuna, joka nousi esiin useammassa haastattelussa, on omien osakkeiden takaisinostojen vaikutus yhtiön tunnuslukuihin. Tunnuslukuvaikutuksista mainitsi neljä haastateltavaa. Sijoittajan kannalta yrityksen tunnuslukujen paraneminen on hyvä asia, koska esimerkiksi EPS-luku kertoo suoraan kuinka paljon osakkeenomistajalle kuuluu voittoa yhtä osaketta kohden. Omien osakkeiden ostojen vaikutus heijastuu myös P/E-lukuun sekä tulevaisuudessa sijoittajan saamaan mahdolliseen osinkovirtaan.

Jos sitä isossa mittakaavassa tehdään niin tietysti niin kursseja tukeva vaikutus toki sitten - (Haastateltava 3)

Jos yritys toteaa, että osakkeen arvostus on vähän alhaisella tasolla niin tottakai, kun sitten tavallaan sitä kakkua ostetaan pois sieltä markkinoilta, niin sitten yksittäisen osakkeen tunnusluvut nousee ja sen arvostuksen pitäisi nousta, kun se samainen potti on sitten tavallaan jaettu pienemmälle määrälle - (Haastateltava 6)

Tunnuslukuvaikutus koettiin hyödyllisenä, mutta asian kääntöpuoli mainittiin myös. Tunnuslukuvaikutus saattaa olla joidenkin yritysten keino antaa parempi ja vahvempi vaikutelma ulospäin. Tällainen esimerkki on annettu teoreettisessa viitekehyksessä Yhdysvaltalais-yhtiö IBM:stä. IBM kasvatti osakekohtaista tulostaan, mutta kasvu ei johtunut operatiivisesta kasvusta, joten osakekurssi lähti laskuun.

Omien osakkeiden ostojen haasteita

Omien osakkeiden ostoissa on haastateltavien mukaan paljon etuja, mutta toisaalta myös haasteita. Haasteita ei noussut kuitenkaan esiin niin paljoa kuin etuja, eikä haasteisiin ole havaittavissa myöskään samanlaista yhtäläisyyttä kuin eduista puhuttaessa. Haasteina nousi selkeästi esiin ajoitus ja voitonjaon kulttuuri. Yllättävänä voidaan pitää sitä, että verotusnäkökulmaa ei tuotu esille kuin kahdessa haastattelussa. Kuten luvussa 2.3 on mainittu, omien osakkeiden takaisinostoihin osallistuminen on verotuksen näkökulmasta sijoittajalle kalliimpaa kuin osingoista maksettava vero. Toisaalta sitä, että verotusnäkökulmaa ei nähty negatiivisena asiana useamman haastateltavan toimesta selittää se, että haastateltavista vain yksi mainitsi, että on osallistunut omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmaan myyvänä osapuolena. Muut haastateltavista ajattelivat asiaa siitä näkökulmasta, että osakkeita ei myytäisi osto-ohjelman aikana, vaan ne pidetään itsellään.

Osto-ohjelman ajoitus nousi haasteena esiin neljän eri haastateltavan toimesta. Omien osakkeiden takaisinostoihin sisältyy aina ajoitusriski: koskaan ei voi tietää mitä markkinoilla tulee tapahtumaan seuraavien tuntien, päivien tai viikkojen aikana. Mikäli yritys ostaa omia osakkeitaan varojenjakoa mielessä, niin silloin se signaloi haastateltavien sekä tutkimusten (Dittmar 2000; Tomperi 2004; Vermaelen 1981) mukaan sijoittajille osakkeen aliarvostuksesta. Tähän sisältyy kuitenkin ajoitusriski. Suomen osakemarkkinoilla suurimpana ajoitusriskinä realisoitui Nokian omien osakkeiden ostot vuosien 2003–2008 välisenä aikana, kun yritys osti omia osakkeitaan 18,7 miljardilla eurolla. Myös yksi haastateltavista nosti esiin Nokian tekemät osto-ohjelmat.

Mun mielestä tavallaan silloin, kun Nokia teki niitä osakkeiden takaisinostoja niin tota niinku arvostustasot ja muut oli niin hirmukorkealla niihin näkymiin nähden, että mun mielestä sitä tehtiin sen takia, että ajateltiin, että niin kuuluu tehdä - (Haastateltava 4)

Haastatteluiden mukaan ajoituksella on vaikutusta siihen, miten onnistuneena takaisinosto-ohjelmaa voidaan pitää. Lisäksi markkinoiden liikehdintä sekä muut tekijät vaikuttavat ajoitusriskiin. Haastateltava 2 mainitsee, että ostojen ajoitus on enemmänkin yhtiön haaste. Ajoitus on tietenkin yhtiön vastuulla, mutta sillä on suuri vaikutus myös osakkeenomistajille. Jos ajoitus ei onnistu, yhtiö käyttää kassavarojaan osakkeisiin, jotka olisi saanut markkinoilta esimerkiksi puolen vuoden päästä halvemmalla. Tällöin osakkeenomistajan etu ja varojen käyttö ei realisoidu parhaalla mahdollisella tavalla.

Varmaan se on enemmän sen niinku firman haaste, että niinku se tekee sen et se ajoitus olisi jo jokseenkin oikein - (Haastateltava 2)

Haasteista puhuttaessa esiin nousi vahvasti myös kulttuurillinen ero eri maiden sijoitusmarkkinoiden välillä. Haastateltavat vertasivat Yhdysvaltoja sekä Suomea keskenään voitonjaon tavoissa ja totesivat, että Yhdysvalloissa omien osakkeiden ostot ovat paljon yleisempi tapa, kun taas Suomessa sen sijaan osingot ovat yleisempi tapa. Tätä asiaa pohdittiin ja perusteltiin sitä kautta, että Suomessa on totuttu jo vuosikymmenien ajan osinkovirtaan. Yksi haastateltavista perusteli asiaa jopa sitä kautta, että Helsingin pörssi on osinkotuotoltaan korkeampi kuin esimerkiksi Yhdysvaltojen pörssi.

Suomessa taas, kun on totuttu niihin osinkoihin ja ehkä jotkut hakeekin sitä osinkoa täältä Suomesta, kun Helsingin pörssi nyt on ehkä globaaleista pörseistä se missä se osinkotuotto on verrattua niinku korkeampi niin jotkut ehkä tykkää tänne sijoittaakin, jotka haluaa tämmöistä kassavirtaa, niin hakee sitä osinkotuottoa sitten suomesta - (Haastateltava 3)

Mutta sitten yksi haaste ehkä vielä minkä nostaisin uudelleen on se, että monet sijoittajat, on se sitten yksityissijoittajat tai institutionaaliset sijoittajat, niin ne voi arvostaa tavallaan just semmoista vakaata ja vahvaa osinkovirtaa - (Haastateltava 6)

5.2 Omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuus Suomessa

Toisena pääteemana haastatteluista nousi esiin omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuus Suomessa. Alateemoiksi tälle pääteemalle nousivat usko, epäusko ja kannatus yleistymisen puolesta. Ainoastaan yhdellä haastateltavalla ei ollut juuri minkäänlaista näkemystä asiaan. Hän kuitenkin mainitsi, että Pohjoismaissa monessa asiassa seurataan Yhdysvaltojen tapaa toimia markkinoilla, mutta toimintatavat ovat kuitenkin melko pinttyneet täällä Suomessa. Alla olevassa taulukossa on

kuvattu haastateltavien näkemyksiä siihen, tuleeko omien osakkeiden ostot yleistymään Suomessa tulevaisuudessa.

Taulukko 5. Haastateltavien näkemyksiä omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuudesta Suomessa

Pörssiyhtiöiden omien osakkeiden takaisinostojen yleistyminen Suomessa				
	Yleistyy	Ei yleisty	Ei osaa sanoa	Yleistymisen olisi hyvä asia
Haastateltava 1			X	
Haastateltava 2		X		X
Haastateltava 3		X		X
Haastateltava 4		X		X
Haastateltava 5	X			X
Haastateltava 6	X			X

Kuten taulukosta 5 on havaittavissa, niin vastaukset jakaantuvat haastateltavien kesken. Yleistymiseen uskoivat haastateltavat 5 ja 6. Näkemystään he perustelivat sillä, että osingonjaossakin on otettu mallia Yhdysvalloista, eli osinkoja on alettu jakamaan puolivuositain tai jopa kvartaaleittain niin kuin Yhdysvalloissa. Toisena näkökulmana oli se, että suomalaisissa yhtiöissä ulkomainen omistus tulee kasvamaan myös tulevaisuudessa, jolloin on todennäköistä, että omien osakkeiden ostotkin lisääntyvät.

Jos ajatellaan, että miten on vaikka osingonjakoakin Suomessa alettu omaksua eli sitä, että jaetaan puolivuositain tai kvartaaleittain osinkoja, joka lähestyy sitä, miten sitten vaikka jenkeissä osinkoja jaetaan yleensä kvartaaleittain - (Haastateltava 5)

Haastateltavat 2, 3 ja 4 olivat sitä mieltä, etteivät omien osakkeiden takaisinostot tule yleistymään Suomessa. Asiaa perusteltiin siitä näkökulmasta, että suomalaiset ovat tottuneet osinkoihin sekä niin, että suomalaisten yhtiöiden johto ja omistusrakenne eivät ole niin hyviä, että omien osakkeiden ostojen edut ymmärrettäisiin. Tällä siis viitataan siihen, mitä haastateltavat sanoivat omien osakkeiden takaisinostojen haittapuoliksi. Osingot ovat olleet Suomessa käytössä jo vuosikymmeniä, mutta omien osakkeiden ostot vasta vuodesta 1997, eikä niiden suosio ole päässyt samanlaiseen kukoistukseen kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Myös ne haastateltavat, jotka uskoivat siihen, että omien osakkeiden ostot tulevat yleistymään Suomessa mainitsivat, että se tulee kuitenkin viemään aikaa ja muutos tapahtuu pikkuhiljaa.

Kaikki haastateltavat, joilla oli mielipide takaisinostojen yleistymiseen ovat sitä mieltä, että omien osakkeiden takaisinostojen yleistyminen Suomessa olisi hyvä asia (ks.taulukko 5). Haastateltavat 3 ja 4 eivät uskoneet niiden yleistymiseen Suomessa, mutta olivat kuitenkin sitä mieltä, että se olisi hyvä asia. Haastateltavat olivat omien osakkeiden takaisinostojen yleistymisen puolella useasta erisyystä. Yhtenä syynä oli se, että suomalaiset todennäköisesti haluavat enemmän osinkoa ja haluavat pysyä siinä suuntauksessa, mutta ulkomaisten sijoittajien kannalta omien osakkeiden ostot olisivat todennäköisesti mieluisampi vaihtoehto.

Takaisinostojen yleistymisen kannatusta perusteltiin myös siitä näkökulmasta, että yhtiöiltä olisi hyvä löytyä työkalupakistaan osingot sekä omien osakkeiden takaisinostot. Aineistossa painottui se, että voitonjakokeinoa tulisi käyttää tapauskohtaisesti eikä vain tuudittautua toiseen. Mikäli osakkeen hinta ja tunnusluvut ovat järkevällä tasolla olisi hyvä käyttää omien osakkeiden takaisinostoja. Kuten aiemmin mainittiin, haastateltava 4 nosti esiin täysin pieleen menneen Nokian omien osakkeiden osto-ohjelman vuosina 2003–2008. Silloin mitkään luvut eivät puoltaneet sitä, että omien osakkeiden ostot olisivat järkevä toteuttaa siinä tilanteessa.

Voidaan miettiä, että kumpi on sijoittajan kannalta parempi firma. Semmoinen mikä maksaa 6 % osinkoa vuodessa ja pitää sen 20 vuotta paikallaan vai semmoinen mikä maksaa osinkoa 2 %, mutta nostaa sitä 10 % vuosittain, niin kumpi on parempi pitää pitkässä juoksussa. Tämä on tavallaan semmoinen fiksu tapa noihin takasin ostoihin.
- (Haastateltava 4)

Yleistymistä kannatettiin myös verotuksellisesta näkökulmasta, joka yhdistyy jo aiempaan analysoituun aineistoon, kun haastateltavat nostivat omien osakkeiden takaisinostojen eduksi verot. Haastateltava 3 mainitsi myös, että omien osakkeiden takaisinostojen yleistyminen saattaisi houkutella ulkomaisia sijoittajia enemmän ja suuremmilla painoarvoilla Helsingin pörssiin, jolloin likvideetti paranisi pörssissä.

5.3 Voitonjako omassa sijoittamisessa

Kolmantena pääteemana aineistosta nousi voitonjaon näkyminen omassa sijoittamisessa. Voitonjako näkyi haastateltavien sijoittamisessa vaihtelevasti ja kahdella heistä voitonjako painottui osinkoihin, mutta kenelläkään ei ollut selkeää tarvetta omistaa hyvää osinkoa maksavia yhtiöitä ja

saada tätä kautta tasaista osinkovirtaa. Haastateltavat 3, 5 ja 6 mainitsivat, että saadut osingot sijoitetaan takaisin markkinoille.

Lähtökohtaisesti ajatellut sille et osingot laitetaan eteenpäin sijoittaen – (Haastateltava 5)

Kerään vähän isomman potin kerralla, jos mä sijoitan johonkin yksittäiseen osakkeeseen. Tietysti niinku kulujen näkökulmasta, että ei sitten ne kulut kasva yksittäisessä ostossa liian isoksi – (Haastateltava 6)

Näissä yllä olevissa siteerauksissa päästään siihen, että omien osakkeiden takaisinostoissa on verotuksellista hyötyä, mutta toisaalta myös hyötyä kulujen näkökulmasta. Kuten aiemmin tuloksissa esitettiin, niin haastateltavat ovat nostaneet verotehokkuuden esiin. Verotuksellinen näkökulma on tuotu tarkemmin esiin teoreettisessa viitekehyksessä kappaleessa 2.3.

Kaikki haastateltavat mainitsivat, että omien osakkeiden takaisinostot eivät aiheuta erityistä kannustinta osto-ohjelman julkistaneen yhtiön osakkeen ostamiseen. Osakkeiden ostamiselle on paljon muitakin tunnuslukuja, joita he tarkastelevat ennen osakkeen ostoa. Haastateltava 1 mainitsi, että hänelle yhtiöiden jakamat voitot ovat melko irrelevantteja, koska summat ovat niin pieniä ja sijoitusstrategiana on omistaa yhtiöitä pitkään. Hyvä puoli omien osakkeiden ostoissa olisi verovaihtuksen pieneneminen. Haastateltava 4 vastasi, että hän painottaa enemmän osinkoa. Hän antoi kuitenkin esimerkin yhdestä yhtiöstä, jota hän osti sen perusteella, että yhtiöllä oli oikeudet ostaa omia osakkeitaan takaisin noin kahdeksalla miljardilla eurolla yhtiön markkina-arvon ollessa noin 80 miljardia euroa. Hän perusteli ostoaan sillä, että toteutuessaan takaisinostoilla on tunnuslukuja parantava vaikutus ja tulevaisuudessa osingon määrä kasvaa, koska osakkeiden määrä markkinoilla pienenee. Myös haastateltava 2 kertoi ostaneensa kerran osakkeita osto-ohjelman vuoksi.

Aineistosta nousi esille myös se, että joillekin sijoittajille osingot voivat olla tärkeä tulovirta. Asiaa perusteltiin siitä näkökulmasta, että joillain sijoittajilla voi olla niin suuret osinkotulot, että osa heidän vuosittaisista tuloistaan perustuu osinkojen saamiseen. Omien osakkeiden ostoille ei niinkään nähty tämmöistä etua, koska siinä tuotto realisoituu vasta myydessä osakkeet.

6 Pohdinta

6.1 Johtopäätökset

Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, miten sijoitusalan ammattilaiset kokevat suomalaisten pörs-siyhtiöiden omien osakkeiden takaisinostot varojenjakokeinona. Tutkimuksen tuloksiin päästiin pe-rehtymällä ensin tutkimusaihetta koskevaan teoriaan sekä määrittelemällä tutkimuksen kannalta olennaiset tutkimuskysymykset. Tämän jälkeen laadittiin teemahaastattelurunko ja suoritettiin teemahaastattelut, jotka analysoitiin teemoittelua käyttämällä. Teoria antoi yleisen käsityksen ai-heesta ja valmiudet teemahaastatteluihin. Teemahaastatteluista saatiin syvällisempää tietoa ja nii-den avulla saatiin vastaukset tutkimuskysymyksiin. Haastatteluiden jälkeen teoriapohjaa täyden-nettiin ja tutkimuksen kannalta epäolennaisia asioita poistettiin.

Johtopäätösten tai tulkintojen tarkoitus on vastata tutkimusongelmaan ja antaa vastauksia tutki-muskysymyksiin (Tutkimuksen toteuttaminen 2021). Tutkimuksessa nousi esiin kolme eri päätee-maa: omien osakkeiden takaisinostot voitonjaon keinona, omien osakkeiden takaisinostojen tule-vaisuus Suomessa sekä voitonjako omassa sijoittamisessa. Ensimmäiselle pääteemalle muodostui myös alateemoja: edut ja haitat. Toiselle pääteemalle muodostui alateemat: usko, epäusko ja yleistymisen olisi hyvästä. Kolmannelle pääteemalle ei muodostunut alateemoja.

Omien osakkeiden takaisinostot voitonjaossa

Ensimmäinen pääteema ja sen alateemat vastasivat tutkimuskysymykseen: ”mitä hyötyä omien osakkeiden takaisinostoista olisi sijoittajan näkökulmasta”. Kuten teoreettisessa viitekehyksessä on mainittu, Modiglianin ja Millerin (1961) mukaan voitonjaolla ei pitäisi olla merkitystä. Verotuk-sellisesta näkökulmasta Suomen markkinoilla osingot olisivat parempi vaihtoehto sijoittajan kan-nalta. Asiaan ei ole kuitenkaan yksiselitteistä vastausta, kuten haastatteluistakin kävi ilmi. Voiton-jako herätti haastateltavissa erinäisiä ajatuksia ja pohdintoja. Voitonjaon keinojen ajateltiin olevan samantasoisia, kun asiaa katsotaan rahoitusteorian näkökulmasta. Toisaalta voitonjakoa pidettiin myös hyvänä asiana, koska silloin yhtiö ei väitä, että se osaisi sijoittaa varat paremmin kuin osak-keenomistajat. Varojenjako on sijoittajille yksi tulon lähde yhtiön arvon nousun ohella ja yleisesti ottaen arvoyhtiöt jakavat voittoa enemmän osinkoina, mutta kasvuyhtiöt eivät. Haastateltavat mainitsivatkin, että voitonjakoa tulee kuitenkin harkita varsinkin, jos kyseessä on kasvuyhtiö, koska silloin paremmat tuotot pitäisi tulla tulevaisuudessa yhtiön kasvun kautta.

Haastateltavat pitävät omien osakkeiden takaisinostoja hyvänä keinona jakaa yhtiön varoja. Tämä näkyy tuloksissa siten, että omien osakkeiden ostoihin liittyviä etuja nousi esiin jokaisessa haastattelussa. Kuten analysointivaiheessa on esitetty, niin suurimpina etuina nousi esiin verovaikutus, tunnusluku vaikutus osakkeen aliarvostus ja sen signalointi. Kaikki haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että omien osakkeiden takaisinostojen verovaikutus hyödyttää sijoittajaa, koska verotus siirtyy tulevaisuuteen. Tämä edellyttää kuitenkin sitä, että sijoittaja ei osallistu itse myyvänä osapuolena takaisinosto-ohjelmaan. Kaupankäynti kulujen vaikutus mainittiin negatiivisena asiana osinkojen uudelleen sijoittamiseen liittyen, tätä ongelmaa ei ole takaisinostoissa. Lewisin ja Whiten (2021) tutkimuksen mukaan omien osakkeiden takaisinostojen mahdollistama likviditeetti säästää piensijoittajilta transaktiokuluja.

Toisena etuna sijoittajia ajatellen nousi esiin osakkeen aliarvostus ja sen signalointi viiden eri haastateltavan toimesta. Yhtiöiden aloittamien omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmien nähtiin signaloivan osakkeenomistajille sitä, että yhtiö luottaa osakkeen arvon olevan aliarvostettuna. Nämä tutkimuksessa esiin nousseet perustelut omien osakkeiden ostojen etuihin ovat yhdenmukaisia aikaisempien tutkimusten kanssa. Aikaisempien tutkimusten mukaan omien osakkeiden takaisinostot signaloivat osakkeen aliarvostuksesta (Dittmar 2000; Tomperi 2004; Vermaelen 1981). Bonaimé ja Kahle (2022) ovat omalla tutkimuksellaan kuitenkin kumonnut tätä väitettä. Kolmantena etuna aineistosta nousi esiin tunnuslukuvaikutus. Tällä nähtiin olevan positiivisia vaikutuksia sijoittajan kannalta, koska yhtiön tunnusluvut paranevat. Lisäksi asiaa perusteltiin siltä osin, että osakekohtainen osinko kasvaa tulevaisuudessa, kun osakkeita on vähemmän markkinoilla. Aineistosta esiin nousutta asiaa puoltaa Abdul Latifin ja muiden (2020) tutkimus takaisinostojen vaikutuksesta osakekohtaiseen tulokseen. Heidän tutkimuksensa mukaan takaisinostoilla on kasvattava vaikutus osakekohtaisen tuloksen kannalta. (Abdul Latif ym. 2020.)

Vaikka omien osakkeiden ostoihin liittyy paljon etuja, nousi aineistosta esiin myös omien osakkeiden takaisinostojen haittapuolia tai oikeastaan niihin liittyviä haasteita. Haasteista nousi esiin selkeästi ajoitus sekä Suomen osakemarkkinoiden kulttuurillinen jämähtäneisyys voitonjaossa. Yllättävänä tekijänä voidaan pitää sitä, että verovaikutus ei noussut suureen rooliin haasteena. Tuloksien perusteella voidaan todeta, että haastateltavat tunnistavat omien osakkeiden ostoihin liittyviä etuja ja ovat niiden kannalla, mutta niiden edut eivät pääse haastateltavien mielestä näky-

viin, koska Suomessa on totuttu vuosikymmenten ajan osinkojen jakamiseen. Lisäksi omien osakkeiden ostojen hyödyntämistä on osaltaan laskenut Suomessa se, että ne eivät ole aina onnistuneet, mistä suurimpana esimerkkinä on Nokian epäonnistuminen 2000-luvun alussa. Aineistosta ei noussut kuitenkaan yhtä yhtenevää linjaa liittyen haasteisiin kuin esimerkiksi etujen kohdalla nousi. Etujen selkeä linja ja yhteneväisyys voi johtua siitä, että haastateltavista viisi oli sitä mieltä, että omien osakkeiden takaisinostojen yleistyminen olisi hyvästä. Ne haastateltavat (ks. taulukko 5), jotka olivat sitä mieltä, ettei omien osakkeiden takaisinostot tule yleistymään Suomessa eivät kuitenkaan esittäneet niihin liittyviä haasteita sen enempää kuin muut haastateltavat. He kokivat haasteet siis yleistymisen kannalta suurempina kuin muut, mutta määrällisesti eroavaisuutta ei ollut.

Omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuus

Toiseksi pääteemaksi muodostui omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuus Suomessa. Tällä pääteemalla sekä sen alateemoilla saatiin vastauksia tutkimuskysymykseen ” Mitä omien osakkeiden takaisinostojen tulevaisuudesta ajatellaan? ” Tulevaisuusnäkökulmaa ajateltiin nimenomaan Suomen markkinoiden osalta ja tähän ainoastaan yksi haastateltavista ei osannut antaa omaa näkemystään.

Omien osakkeiden takaisinostojen yleistymiseen Suomen markkinoilla ei uskottu, koska suomessa on vahva osinkokulttuuri. Toisaalta asia koettiin myös niin, että osingot ovat konkreettista rahavirtaa toisin kuin omien osakkeiden takaisinostot. Konkretian puute koettiin yhtenä syynä siihen, etteivät ne tule yleistymään Suomessa. Kaksi haastateltavista kuitenkin uskoi siihen, että ne tulevat yleistymään. Tähän uskottiin sen vuoksi, että esimerkiksi osingon jaossakin on otettu mallia Yhdysvalloista ja lisäksi ulkomaisten omistajien osuus kasvaa Suomen osakemarkkinoilla. Haastateltavien näkemykset omien osakkeiden takaisinostojen yleistymisestä hajaantuivat paljon. Kaikki heistä, jotka osasivat antaa näkemyksensä niiden mahdolliseen yleistymiseen tai yleistymättömyyteen, olivat kuitenkin sitä mieltä, että niiden käyttäminen osinkojen rinnalla olisi hyvä asia ja niiden käyttöä tulisi lisätä myös Suomessa.

Haastatelluilla on erilaisia sijoitusstrategioita, (ks. taulukko 3) mutta niiden vaikutus ei näy siinä mitä omien osakkeiden takaisinostojen yleistymisestä tai tulevaisuudesta ajatellaan (ks. taulukko 5). Aineistosta nousee esiin se, että molemmat arvosijoittamisen strategian omaavat sijoittajat

ovat sitä mieltä, ettei omien osakkeiden takaisinostojen käyttäminen tule yleistymään Suomessa. Aineisto on kuitenkin niin pieni, ettei asiasta voida tehdä mitään yleistyksiä. Omien osakkeiden ostojen yleistymistä toivottiin haastateltavien toimesta, koska voitonjaon pitäisi olla oikeanlaista kussakin tilanteessa. Haastateltavat eivät ajatelleet, että omien osakkeiden ostojen tulisi nousta osinkojen yläpuolelle, mutta niiden käyttöä pitäisi lisätä ja hyödyntää niitä osinkojen rinnalla.

Voitonjaon tärkeys haastateltavien sijoittamisessa

Kolmantena pääteemana haastatteluista nousi esiin voitonjaon näkyminen haastateltavien omassa sijoittamisessa. Tämä teema vastaa tutkimuskysymykseen: ”Miten tärkeänä varojenjakokeinona omien osakkeiden takaisinostoja pidetään?”

Yhtiöiden jakama voitto näkyi haastateltavien sijoittamisen prioriteettina vaihtelevasti, mutta oikeastaan kenellekään se ei ollut ensisijainen tarkoitus. Omien osakkeiden takaisinostojen mainittiin olevan melko olemattomassa roolissa sijoituspäätöksiä tehdessä. Vastausten perusteella omien osakkeiden ostot eivät näy haastateltavien sijoittamisessa, mutta kuitenkin he ovat sitä mieltä, että niitä tulisi lisätä Suomessa. Tämän osittaisen ristiriidan takana voi olla juuri se mistä haastateltavat mainitsivat itsekin eli suomalainen osinkokulttuuri sekä se, että suomalaiset yhtiöt jakavat osinkoja enemmän kuin ostavat omia osakkeitaan.

6.2 Tutkimuksen arviointi

Haastattelujen avulla sekä teoriaan perehtymällä aiheesta saatiin tärkeää tutkimustietoa. Tutkimuksen tulokset vastasivat tutkimuksen tavoitteisiin sen suhteen, miten omien osakkeiden takaisinostot koetaan Suomen markkinoilla sekä siihen pitäisikö niitä hyödyntää enemmän. Teema-haastattelu antoi hyvät mahdollisuudet täsmentää kysymyksiä haastateltaville ja toisaalta myös esittää tarkentavia kysymyksiä haastateltavien vastauksiin. Haastattelut onnistuivat pääosin hyvin, mutta tutkijan kokemattomuus nousi välillä esille. Aikaisempaa kokemusta tutkijalla on teema-haastatteluista ainoastaan kolmesta eri tapauksesta. Kahdesta, joissa on itse ollut haastattelemassa ja yksi sellainen, jossa on itse ollut haastateltavana. Tämän tutkimuksen ensimmäisissä haastatteluissa jännitys sekä kokemattomuus näkyi selvemmin kuin viimeisissä. Tämä ei kuitenkaan näkynyt selvästi haastateltavalle, mutta haastatteluiden kokemattomuuden ja jännitystason

välinen ero realisoitui tutkijalle itselleen, kun kaikki haastattelut oli suoritettu. Ensimmäisten ja viimeisten haastatteluiden erona on se, että viimeisimmissä haastatteluissa osattiin kysyä selkeämpiä sekä parempia tarkentavia kysymyksiä tutkimusaiheen kannalta. Kaikissa haastatteluissa käytiin kuitenkin teemahaastattelurunko läpi ja näin ollen haastateltavilta saatiin sellainen tieto mikä oli tarkoitus sekä mahdollista saada teemahaastattelurungon avulla.

Tutkimuksen toteuttaminen teemahaastatteluna vähensi keskustelun harhailua ja kaikilta haastateltuilta saatiin vastaus samoihin aihealueisiin, mikä helpotti aineiston analysointia. Tämä saattoi kuitenkin vähentää tutkittavien mahdollisuuksia tuoda esiin muita ajatuksia mitä heillä on aiheeseen liittyen. Tätä asiaa kuitenkin mietittiin ja se pyrittiin korjaamaan haastattelun lopussa esittämällä viimeisenä kysymys: Onko jotain muuta, jonka haluat vielä kertoa aiheeseen liittyen?

Fenomenologis-hermeneuttisessa tutkimuksen perinteessä ongelmat liittyen tutkijan omiin ennakkokäsityksiin pyritään ratkaisemaan sillä, että tutkija kirjoittaa auki omia ennakkokäsityksiään ilmiöstä ja suhtautuu niihin tietoisesti analyysi vaiheessa (Tuomi & Sarajärvi 2018, 81). Tässä tutkimuksessa ennakkokäsityksenä oli se, että verotus koettaisiin etuna osingoille eikä omien osakkeiden takaisinostoille. Haastatteluiden tulokset kuitenkin osoittivat, että verotus koettiin etuna omien osakkeiden takaisinostoille. Tämä oli mielenkiintoinen havainto tämän tutkimuksen kannalta, mutta myös jatkotutkimusaiheiden kannalta.

Esiymmärrys viittaa tutkimusaiheesta olevaan tietoon, kokemukseen tai näkemykseen, joka on tutkijalla itsellään omakohtaisesti tai esimerkiksi kirjallisuuden kautta saatuna tietona. Ymmärtäminen ei voi kuitenkaan olla ennako-oletuksista vapaata tekstin omaksumista, ennemminkin se on vuoropuhelua, jonka tavoitteena on tutkijan irrottaminen omasta odotus- ja merkityshorisontistaan. Lopulta se voidaan tuoda yhteen teksti horisontin kanssa. (Puusa & Juuti 2020, 68.) Teoreettinen viitekehys lähti rakentumaan ennen kuin haastattelut suoritettiin, jotta tutkijalla olisi parempi kosketuspinta aiheeseen ja näin ollen haastatteluissa voitaisiin paremmin ymmärtää haastateltavien kokemuksia ja osattaisiin esittää mahdollisia tarkentavia kysymyksiä. Teoreettista viitekehystä täydennettiin haastatteluiden jälkeen haastateltavien kokemuksiin ja näkemyksiin pohjautuen. Ennen haastatteluita kirjoitettu teoreettinen viitekehys sivuutettiin haastatteluiden

ajaksi ja keskityttiin siihen miten haastateltavat kokevat omien osakkeiden takaisinostot. Tutkimuksen lopussa on kuitenkin tarkoitus tuoda aiemmin tehdyt tutkimukset ja teoriat vertailukohteiksi oman aineiston tuloksiin (Laine 2018, 32).

Jatkotutkimusaihe

Jatkotutkimuksia ajatellen tutkimuksen aihe on ajankohtainen ja esillä jatkuvasti ainakin sijoittamisesta kiinnostuneille sekä sitä harjoittaville yksityisille tai institutionaalisille sijoittajille. Aiheesta on tehty muutamia pro gradu- sekä kandidaatin tutkielmia, mutta niiden tarkoituksena on ollut selvittää, miten yritysten voitonjakotapa valikoituu. Piensijoittajien näkökulmaa ei ole tutkittu juuri ollenkaan ja aiheesta on mahdollista tehdä monia erilaisia tutkimuksia. Tutkimuksen kohteena olivat henkilöt, jotka toimivat ammatissaan sijoittamisen parissa, joten yhtenä jatkotutkimuksena voisi toteuttaa sellaisen tutkimuksen, jossa haastateltavat ovat sellaisia, jotka eivät ammattinsa puolesta työskentele sijoittamisen parissa. Sijoitusalan ammattilaisten ja ei-ammattilaisten vastauksia voisi vertailla keskenään. Oletuksena tällaiselle tutkimukselle olisi, että alan ammattilaiset osaavat kertoa aiheesta tarkemmin, tuoda esille oman näkemyksensä monipuolisemmin ja antaa omien osakkeiden ostoille enemmän arvostusta kuin ei-ammattimaiset sijoittajat.

Tutkimuksessa tuli esille haastateltavien toimesta sellainen käsitys, että ulkomaisten sijoittajien omistusosuus suomalaisissa yhtiöissä lisäisi omien osakkeiden takaisinostoja. Tätä asiaa voisi läheteä tutkimaan yrityksen näkökulmasta. Yrityksille suunnatun tutkimuksen voisi toteuttaa kyselylomakkeella tai haastattelun keinoin. Aiheen voisi rajata esimerkiksi sellaisiin suomalaisiin pörssiyrityksiin, jotka ovat jonkun tietyn ajanjakson aikana suorittaneet omien osakkeiden ostoja. Heiltä voisi selvittää sitä vaikuttaako omistuspohja tai sijoittajien mielipiteet varojenjakoon keinoihin juuri mitenkään.

6.3 Eettisyys ja luotettavuus

Eettisyys

Tieteellisessä tutkimuksessa tulee kiinnittää huomiota sen eettisyyteen ja luotettavuuteen. Tutkimuksessa on noudatettu tutkimuseettisen neuvottelukunnan (2023) laatimia ohjeistuksia liittyen tutkimuksen luotettavuuteen, rehellisyyteen, arvostukseen ja vastuunkantoon (Tutkimuseettinen

neuvottelukunta 2023). Eettisyys koskettaa myös tutkimuksen laatua ja näin ollen se on tutkimuksen luotettavuuden toinen puoli. Tutkijan tulee huolehtia myös siitä, että tutkimussuunnitelma on laadukas, valitun tutkimusasetelman on oltava sopiva ja raportoinnin tulee olla hyvin tehty. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 111.) Haastatteluiden eettisyyttä pyrittiin lisäämään kysymällä haastatteluun ja sen tallennukseen lupa ensin viesti kontaktin yhteydessä, jonka jälkeen lupa varmistettiin vielä haastattelu tilanteessa. Haastatteluiden alussa painotettiin, että vastaukset tulevat tutkimukseen anonymisti ja ne tulevat ainoastaan tätä tutkielmaa varten.

Tutkimuksissa tulee pyrkiä tutkittavia kunnioittavaan kirjoitustapaan ja tulee arvioida, onko tutkimukseen tarpeellista tuoda suoria tai epäsuoria tunnistetietoja. (Tutkimuseettinen neuvottelukunta 2009, 11). Tässä tutkimuksessa vastaukset anonymisoitiin jo litterointivaiheessa ja litteroituun tekstiin eikä itse tutkimustuloksiinkaan tuotu haastateltavista muuta tietoa kuin ikä, sijoituskokemus sekä sijoitusstrategia. Lisäksi haastateltavat on muutettu nimimerkeiksi haastateltava 1 - haastateltava 6. Tutkimuksen valmistumisen jälkeen aineiston tuhoaminen on tutkijan vastuulla (Patton 2002, 409). Tutkimusaineisto poistettiin ja tuhottiin tutkimuksen valmistumisen jälkeen, koska tutkimusaineisto oli tarkoitettu vain tähän tutkimukseen eikä jatkotutkimuksille ollut aiheetta. Tutkittavilla on oikeus keskeyttää tutkimukseen osallistuminen milloin tahansa ja vapaaehtoisuuden merkitys korostuu tutkimuksissa (Kuula 2015, 75). Ensimmäisessä viestissä, joka lähetettiin aineistonkeruun vaiheessa, otettiin eettisyys ja vapaaehtoisuus huomioon kertomalla tutkimusvaiheesta, tutkimuksen toteutustavasta sekä itse tutkijasta. Heille, jotka vastasivat myönteisesti haastattelupyyntöön, lähetettiin vielä tarkempi ohjeistus sekä haastattelukysymykset. Tällä tavalla heille annettiin riittävästi tietoa ja mahdollisuus kieltäytyä haastattelusta. Lupa haastatteluun ja nauhoitukseen kysyttiin kuitenkin vielä uudestaan itse haastattelutilanteessa, mikäli jonkun haastateltavan mieli olisikin muuttunut.

Luotettavuus

Tutkimukseen liittyvällä luotettavuudella tarkoitetaan tutkijan kykyä valita tutkimukseen perustellusti oikea tutkimusote ja tutkijan tulisi pystyä vakuuttamaan ammattitaitonsa tutkimuksen lukijalle. (Puusa 2020.) Laadullisen tutkimuksen luotettavuutta arvioidessa on huomioitava, että sitä ei voi tehdä samalla tavalla kuin määrällisen tutkimuksen. Usein laadullisissa tutkimuksissa validiteetti on suuremmalla huomiolla kuin reliabiliteetti. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 25.)

Validiteettia tarkasteltaessa on huomioitava sisäinen sekä ulkoinen validiteetti. Sisäinen validiteetti tarkoittaa eri käsitteellisten ja teoreettisten määritteiden suhdetta toisiinsa ja niiden tulee olla loogisia. Tämä kuvastaa tutkijan tieteenalan hallitsemista sekä tieteellisestä otteesta. Ulkoinen validiteetti koostuu puolestaan teoreettisten, johtopäätösten ja empiirisen aineiston välisestä suhteesta ja liittyy tutkimuksen yleistettävyyteen. (Grönfors 2011, 104; Metsämuuronen 2011, 66). Tutkielmassa sisäistä validiteettia on pyritty huomioimaan koko tutkimuksen ajan. Teoreettisessa viitekehyksessä käsitteet on ensin määritelty, jonka jälkeen on esitetty aikaisempia aihealueen tutkimuksia. Käsitteiden ja aihealueen tutkimusten ollessa selkeät tutkimuksessa edetään empiiriseen osioon. Empiirisen osion analysointi vaiheessa on pyritty yhdistelemään teoriaa ja tutkimusaineistoa, kuten teoriasidonnaiselle otteelle on ominaista.

Grönfors (2011) toteaa, että kvalitatiivisen tutkimuksen validius on hankala esittää ja paras keino siihen on kertoa yksityiskohtaisesti kaikki minkä voidaan olettaa helpottavan tutkimuksen itsestä arviointia. Tässä raportissa on pyritty juuri mahdollisimman yksityiskohtaiseen sekä selkeään tarkasteluun ja tutkimuksen esittämiseen. Teoriaosuudessa on hyödynnetty monipuolisesti tuoreita sekä aiheen tutkimuskenttään kuuluvia vanhempia tunnettuja tutkimuksia ja teorioita. Kaikkien lähteiden valinnassa on kiinnitetty huomiota lähdekriittisyyteen. Haastatteluiden osalta tutkimuksen luotettavuutta parannettiin tekemällä harjoitushaastatteluja ennen varsinaisia haastatteluja. Saaranen-Kauppinen ja Puusniekan (2006) mukaan haastatteluiden esitestaus ja harjoittelu lisää tutkimuksen luotettavuutta. Ennen varsinaista tutkimusta suoritettavat harjoitushaastattelut eivät kohdistuneet kuitenkaan sijoitusalan ammattilaisiin, joten niistä saadut huomiot eivät välttämättä olleet kaikista parhaita. Toisaalta näiden harjoitushaastatteluiden tarkoituksena oli kokeilla laitteiden toimivuus sekä haastattelurungon läpikäyminen. Haastattelut nauhoitettiin ja litte roitiin, mikä lisää tutkimuksen luotettavuutta. Haastatteluiden osalta on syytä kuitenkin suhtautua kriittisesti siihen, että ne toteutettiin teemahaastatteluina eikä avoimina haastatteluina, mikä on fenomenologispainotteiselle tutkimukselle tarkoituksenmukaisempaa. Teemahaastattelurunkoa suunniteltaessa pyrittiin pitämään teemat mahdollisimman laajoina ja jopa yksi haastateltavistakin mainitsi, että kysymykset ovat hyvin laajoja. Tutkimuksen luotettavuutta on parannettu myös hyödyntämällä koodausta analysointivaiheessa.

Laadullisen tutkimuksen luotettavuuden arvioinnissa voidaan hyödyntää saturaatiota. Saturaatio tarkoittaa aineiston kylläntymistä eli tutkimustulosten toistumista. Aineistoa on tarkoitus kerätä niin kauan, kunnes se ei tarjoa enää mitään uutta tutkimuksen kannalta. (Kananen 2014, 152–154). Tutkielmassa saturaatio saavutettiin joidenkin tutkimustavoitteiden osalta paremmin kuin toisten, kokonaisuudessaan tulokset alkoivat kuitenkin muistuttaa toisiaan jo viidennen haastattelun kohdalla. Kuudes haastattelu oli varmistus sille, että tutkimuksessa on saatu saturaatiota.

Tutkimuksen luotettavuutta on syytä tarkastella myös tutkimusaiheen näkökulmasta ja sen mahdollisesta vaikutuksesta tutkimuksen kohteena olevien vastauksiin (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 27). Tutkimusaihe on saattanut osaltaan vaikuttaa haastateltavien ajatusmaailmaan ennen haastattelua ja he ovat saattaneet alkaa ajatella omien osakkeiden takaisinostoja paljon parempina tai huonompina kuin he tavallisesti ajattelisivat. Tutkimuksessa käy kuitenkin ilmi, että aiheesta annetaan paljon positiivisia näkemyksiä, mutta myös negatiivisempia, joten tämän perusteella voidaan todeta olevan ainakin osittaisia viitteitä siihen, että haastateltavat ovat vastanneet oman näkemyksensä ja ajatuksensa mukaisesti sekä osanneet ajatella asiaa monesta näkökulmasta.

Reliabiliteetti tarkoittaa validiteetin tavoin tutkimuksen luotettavuutta, mutta se viittaa tutkimuksen toistettavuuteen. Käytännössä tämä tarkoittaa tutkimustulosten samankaltaisuutta, mikäli tutkimus toteutettaisiin useamman kerran. (Metsämuuronen 2011, 74–76.) Ajallinen reliabiliteetti tarkoittaa tutkimuksen havaintojen pysyvyyttä eri aikoina, mutta laadullisessa tutkimuksessa ollaan hyvin harvoin tekemisissä muuttumattomien asioiden kanssa (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006, 26). Ajallisen reliabiliteetin näkökulmasta tämän tutkimuksen toistettavuus on haasteellista sijoitusalan muutosten, verotuskäytäntöjen ja tätä kautta ihmisten näkemysten muuttuessa tutkimusaiheeseen liittyen.

Lähteet

Abdul Latif, R., Alquhaif, A. & Al-Gamrh, B. 2020. An overview of share buybacks: A descriptive case from Malaysia. *Journal of Behavioral and Experimental finance*, 28. Viitattu 24.1.2023. https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S2214635020303427?casa_token=m-QJOItoklsAAAAA:l-5BRD6_5cXbY8yppe4un8xaei285ZU3yWBto2nKGhQ1IRicWIXKFVx6e1d8IDbX1SOogo7M1Q.

Bae, J. 2017. Dividend payout ratio, tax rates, and share repurchase. *Journal of Economic Theory and Econometrics* 28, 4, 40-60. Viitattu 12.12.2022. https://www.researchgate.net/publication/322438954_Dividend_payout_ratio_tax_rates_and_share_repurchase.

Bailey, A., Hennink, M. & Hutter, I. 2020. *Qualitative research humanizes science*. Toinen versio. Sage publications.

Bonaimé, A. & Kahle, K. 2022. Share repurchases. Social Science Research Network. Viitattu 6.2.2023. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4074962.

Dittmar, A. 2000. Why do firms repurchase stock. *The journal of business*, 73, 3, 331-355. Viitattu 3.2.2023. https://www.jstor.org/stable/10.1086/209646?casa_token=YSGIMLX7RigAAAAA%3AwWiY5oW9wX4s6tw_67hdFHiquW_6hiYc4yiBnPyx4Xb3oGtK5f3A32WKKnqBTgo_5jmCKXlhVZDiZo_1sJ1LBMHSzQhM47k75gC6v0eEbOHHGcvYoZ8.

Dittmar, A. & Field, L. 2015. Can managers time the market? Evidence using repurchase price data. *Journal of financial economics*, 115, 2, 261-282. Viitattu 10.2.2023. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X14001913>.

Dohi, T., Osaki, S. & Sawaki, K. 2007. *Recent advances in stochastic operations research. Part C, Finance*. Singapore; Hackensack, NJ: World Scientific. Viitattu 15.12.2022. <https://janet.finna.fi>. Ebook Central Academic Complete International Edition.

Eskola, J. & Suoranta, J. 1998. *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. Tampere: Vastapaino. Viitattu 19.1.2023. <https://janet.finna.fi>. Ellibs ebooks.

Fama, E. F. 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of finance*, 25, 2, 383-417. Viitattu 9.2.2023. https://www.jstor.org/stable/2325486?casa_token=osqTunjh1kAAAAA%3AtvK3VBz6bm_-zTgQb03AfUTiAh4y-588mDXmxuCGV9mq3Gx2hWmxvdoNxaacshVnpJi18eEUUQTxGZKeMmSsvDOccoQARK_odG4OuLHuC-O9Pj3KMKO.

Farre-Mensa, J., Michaely, R. & Schmalz, M. 2014. Payout policy. *Ross School of Business Paper*, 1227. Viitattu 14.2.2023. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2400618.

Grullon, G. & Ikenberry, D. L. 2000. What do we know about stock repurchases? *Journal of applied corporate finance* 13, 1, 31-51. Viitattu 12.12.2022. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00040.x?casa_token=fHqcWtALvd0AAAAA%3AXamz0lLdH-suMv_6u43HYeCEDHppt6lffkX9NQa4mrwLA9rC63XV41ZCR4Sb3O_rWAjxJV5I2hGkzE.

Grullon, G. & Michaely, R. 2004. The information content of share repurchase programs. *The journal of finance*, 59, 2, 651-680. Viitattu 28.1.2023. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2004.00645.x?casa_token=w5zGBpJwulkAAAAA%3ALhVCN5aW0XsxhGM_bKDVNT1tLaSX8N4k-KAOheCNVGZRwknv8r8igOB6nzs3j9dNziRoy2PxDgdRhWT.

Grönfors, M. 2011. Laadullisen tutkimuksen kenttätömenetelmät. Toim. H. Vilkkä. Hämeenlinna: SoFia-Sosiologi-Filosofiapu Vilkkä. Viitattu 15.4.2023. <https://janet.finna.fi>. Electronic publication.

Halonen, J., Jalkanen-Steiner, J., Pihlgren, K., Sundvik, P., Suomela, M., Tolvanen, M., Torkkel, T., Torniainen, T. & Tuomala, M. 2021. IFRS Käytännön käsikirja. Helsinki: Edita.

Hayes, A. 2022. Stocks: What They Are, Main Types, How They Differ From Bonds. Investopedia 6.7.2022. Viitattu 17.12.2022. <https://www.investopedia.com/terms/s/stock.asp>.

Heikkilä, T. 2014. Tilastollinen tutkimus. Helsinki: Edita. viitattu 20.1.2023. <https://janet.finna.fi>, Ellibs ebooks.

Huhta, A. 2023. Nämä Helsingin pörssin yhtiöt ostavat nyt omia osakkeitaan: Mitä se tarkoittaa sijoittajalle? – 23 v sitten Nokia teki 19 miljardin euron tappiot, mutta mikä on tilanne nyt ja millä firmoilla? *Tekniikka & Talous* 22.1.2023. Viitattu 28.3.2023. <https://www.tekniikkatalous.fi/uutiset/nama-helsingin-porssin-yhtiot-ostavat-nyt-omia-osakkeitaan-mita-se-tarkoittaa-sijoittajalle-23-v-sitten-nokia-teki-19-miljardin-euron-tappiot-mutta-mika-on-tilanne-nyt-ja-milla-firmoilla/1d3dca2f-e838-463e-a95b-6334ca9b5357>.

Huhtinen & Tuominen. *Fenomenologia. Ihmisten kokemukset tutkimuksen kohteena*. Julkaisussa *Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät*. Helsinki: Gaudeamus. 286–298. Viitattu 20.1.2023. <https://janet.finna.fi>, Ellibs ebooks.

Hämäläinen, K. & Oksaharju, J. 2020. *Sijoita kuin guru*. Toinen, uudistettu painos. Keuruu: Otavan kirjapaino.

Hämäläinen, K., Oksaharju, J. & Walker, R. 2022. *Arvoguru. Näin löydät halvimmat osakkeet*. Toinen, uudistettu painos. Keuruu: Otavan kirjapaino.

Jormakka, R., Koivusalo, K., Lappalainen, J. & Niskanen, M. 2021. *Laskentatoimi*. Seitsemäs, uudistettu painos. Helsinki: Edita. Viitattu 11.1.2023. <https://janet.finna.fi>, Ellibs ebooks.

Kallunki, J. 2022. *Tilinpäätösanalyysi*. Toinen, uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent. Viitattu 19.12.2022. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent.

Kallunki, J., Martikainen, M. & Niemelä, J. E. 2019. Ammattimainen sijoittaminen. Kahdeksas, uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent. Viitattu 10.3.2023. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent.

Kananen, J. 2014. Laadullinen tutkimus opinnäytetyönä: Miten kirjoitan kvalitatiivisen opinnäytetyön vaihe vaiheelta. Tampere: Suomen yliopisto paino. Viitattu 14.12.2022. <https://janet.finna.fi>, Booky.fi.

Kananen, J. 2019. Opinnäytetyön ja pro gradun pikaopas: avain opinnäytetyön ja pro gradun kirjoittamiseen. Viitattu 12.1.2023. <https://janet.finna.fi>, Ellibs ebooks.

Karhunen, J. 2002. Essays on tender offers and share repurchases. Helsinki: Helsinki school of economics. Viitattu 6.2.2023. <https://aaltodoc.aalto.fi/handle/123456789/33146>.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2018. Moderni rahoitus. Kymmenes, uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent. Viitattu 12.12.2022. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent.

Koski, L. 2020. Teksteistä teemoiksi. Dialoginen tematisointi. Julkaisussa Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät. Helsinki: Gaudeamus. 153–165. Viitattu 20.1.2023. <https://janet.finna.fi>, Ellibs ebooks.

Kuula, A. 2015. Tutkimusetiikka: aineistojen hankinta, käyttö ja säilytys. Tampere: Vastapaino. Viitattu 15.4.2023. <https://janet.finna.fi>. Ellibs ebooks.

L 624/2006. Osakeyhtiölaki. Viitattu 12.12.2022. <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2006/20060624#Pidm45053757593136>.

Laine, T. 2018. Miten kokemusta voidaan tutkia? Fenomenologinen näkökulma. Julkaisussa Ikku-noita tutkimusmetodeihin 2. 5. p. Jyväskylä: PS-Kustannus. 1, 25–42. Viitattu 16.4.2023. <https://janet.finna.fi>. Ellibs ebooks.

Leppiniemi, J. & Lounasmeri, S. 2000. Yritysrahoitus. Kappale 15, sijoitustoiminnan organisointi. Helsinki: WSOY. Päivittyvä verkkokirja. Viitattu 14.1.2023. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent.

Lewis, C. M. & White, J. T. 2021. Corporate liquidity provision & share repurchase programs. U.S. Chamber of commerce center for capital markets competitiveness. Viitattu 1.2.2023. <https://www.centerforcapitalmarkets.com/resource/corporate-liquidity-provision-and-share-repurchase-programs/>.

Lindström, K. & Lindström, T. 2011. Onnistu osakemarkkinoilla. Helsinki: Talentum. Viitattu 10.3.2023. <https://janet.finna.fi>, Alma Talent.

McGowan, R. 2012. Stock repurchase programs and corporate governance ethical issues and dilemmas. Julkaisussa Risk management and corporate governance. New York: Routledge, 87-114. Viitattu 15.12.2022. <https://janet.finna.fi>. Ebook Central Academic Complete International Edition.

Metsämuuronen, J. 2009. Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä. 1. p. Jyväskylä: Gummerus.

- Metsämuuronen, J. 2011. Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä: opiskelijalaitos. Helsinki: International Methelp. Viitattu 14.12.2023. <https://janet.finna.fi>. Booky.fi.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of share. The Journal of business, 34, 4, 411-433. Viitattu 26.2.2020. <https://www.jstor.org/stable/2351143>.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2007. Yritysrahoitus. 5. p. Helsinki: Edita.
- Nolop, B. 2012. The essential CFO a corporate finance playbook. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons. Viitattu 16.12.2022. <https://janet.finna.fi>. Ebook Central Academic Complete International Edition.
- Nordea käynnistää kolmannen, enintään 1,5 miljardin euron suuruisen omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman. 2022. Pörssitiedote. Julkaistu 18.7.2022. Viitattu 9.3.2023. <https://www.nordea.com/fi/media/2022-07-18/nordea-kaynnistaa-kolmannen-enintaan-15-miljardin-euron-suuruisen-omien-osakkeiden-takaisinosto-ohjelman>.
- Noronha, G. & Troughton, G. H. 2012. Dividends and share repurchases: basics. Julkaisussa Corporate finance a practical approach. CFA institute investment series, 42, 229-256. Viitattu 22.12.2022. <https://janet.finna.fi>. Ebook Central Academic Complete International Edition.
- Osakeopas. 2017. Pörssisäätiön tekemä osakeopas. Viitattu 18.12.2022. <https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2017/06/Osakeopas-2017.pdf>.
- Patton, M. Q. 2002. Qualitative research & evaluation methods. 3. p. Thousands Oaks: Sage.
- Puusa, A. 2020. Haastattelutyypit ja niiden metodiset ominaisuudet. Julkaisussa Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät. Helsinki: Gaudeamus. 99–112. Viitattu 20.1.2023. <https://janet.finna.fi>. Ellibs ebooks.
- Puusa, A. & Juuti, P. 2020. Organisaatiokulttuurinäkökulma esimerkkinä laadullisen tutkimuksen yleistymisestä. Julkaisussa Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät. Helsinki: Gaudeamus. 58–72. Viitattu 18.4.2023. <https://janet.finna.fi>. Ellibs ebooks.
- Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille. 2021. Sääntökirja. Viitattu 22.12.2022. <https://www.nasdaq.com/docs/2021/02/26/P%C3%B6rssin-s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-1.3.2021-final.pdf>.
- Purontaus, T. 2021. Suomalaisten yksityissijoittajien näkemykset omien osakkeiden takaisinostoista pörssiyhtiön voitonjaon keinona. Opinnäytetyö. Viitattu 6.1.2023. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/511187/Purontaus_Topias.pdf?sequence=2&isAllowed=y.
- Saaranen-Kauppinen, A. & Puusniekka, A. 2006. KvaliMOTV - Menetelmäopetuksen tietovaranto. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto. Viitattu 6.4.2023. <https://www.fsd.tuni.fi/fi/tietoarkisto/julkaisut/kvalimotv.pdf>.
- Saario, S. 2021. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 20. p. Helsinki: Alma Talent.

Sahoo, S. & Saxena, V. 2022. Share repurchase: a review of the literature. *Inder Science Online*, 25, 1, 38-71. Viitattu 22.3.2023. <https://www.inderscience-online.com/doi/abs/10.1504/IJICBM.2022.120918>.

Securities and Exchange Commission. 2003. Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others. Viitattu 15.12.2023. <https://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm>.

Sijoittajan vero-opas. 2022. Pörssisäätiön julkaisema opas. Viitattu 10.2.2023. https://www.porssi-saatio.fi/wp-content/uploads/2022/04/Sijoittajan_vero-opas_2022_ladattava_.pdf.

Silverman, D. 2022. *Doing qualitative research*. 6. p. Sage publications.

Stunda, R. A. 2017. Corporate Stock Buybacks-Do They Enhance or Worsen Company Performance Over Time? *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 55, 1-2, 1-26. Viitattu 20.3.2023. <https://www.istor.org/stable/90010049>.

S&P 500 Buybacks Decline 21.8% as Financials Pull Back; 12-Months Buybacks Pass \$1 Trillion for the First Time. N.d. S&P Global. Viitattu 3.2.2023. <https://press.spglobal.com/2022-09-20-S-P-500-Buybacks-Decline-21-8-as-Financials-Pull-Back-12-Months-Buybacks-Pass-1-Trillion-for-the-First-Time>.

S&P 500 Buybacks Set Quarterly and 12-Month Records – Again. 2022. S&P Global. Viitattu 3.2.2023. <https://www.spglobal.com/spdji/en/corporate-news/article/sp-500-buybacks-set-quarterly-and-12-month-records-again/>.

Terhemaa, A. 2020. Osakkeiden takaisinostot olisivat hyvä tapa jakaa voittoja – Nokian mokalla on pitkä varjo. *Kauppalehti* 24.10.2020. Viitattu 28.3.2023. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/osakkeiden-takaisinostot-olisivat-hyva-tapa-jakaa-voittoja-nokian-mokalla-on-pitka-varjo/cd1e2f25-5b15-4a14-b168-5294a930d3a6>.

Tjio, H. 2020. Rethinking Share Repurchases. Viitattu 13.12.2022. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3621739.

Tomperi, I. 2004. Liquidity effects, timing and reasons for open-market share repurchases, 133. Viitattu 6.2.2023. https://osuva.uwasa.fi/bitstream/handle/10024/8059/isbn_952-476-071-1.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

Tuomi, J. & Sarajarvi, A. 2018. *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Uudistettu painos. Helsinki: Tammi. Viitattu 19.1.2023. <https://janet.finna.fi>. Ellibs ebooks.

Tutkimuksen toteuttaminen. 2021. Jyväskylän yliopisto. Viitattu 20.4.2023. <https://koppa.jyu.fi/avoimet/hum/menetelmapolkuja/tutkimusprosessi/tutkimuksen-toteuttaminen#iohtop-t-sten-ja>.

Tutkimuseettinen neuvottelukunta. 2009. Humanistisen, yhteiskuntatieteellisen ja käyttäytymistieteellisen tutkimuksen eettiset periaatteet ja ehdotus eettisen ennakoarvioinnin järjestämiseksi. Viitattu 21.4.2023. <https://www.tenk.fi/sites/tenk.fi/files/eettisetperiaatteet.pdf>.

Tutkimuseettinen neuvottelukunta. 2023. Hyvä tieteellinen käytäntö ja sen loukkausepäilyjen käsitteleminen Suomessa. Viitattu 21.4.2023. https://tenk.fi/sites/default/files/2023-03/HTK-ohje_2023.pdf.

Vermaelen, T. 1981. Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of financial economics*, 9, 2, 139-183. Viitattu 8.2.2023. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X81900118>.

Liitteet

Liite 1. Teemahaastattelu

Teemat:	Alateemat:
Taustatiedot:	Ammatti? Kuinka kauan olet sijoittanut? Millainen on sijoitusstrategiasi?
Voitonjaon keinot:	Mitä ajattelette voitonjaosta?
Omien osakkeiden takaisinostot:	Miten koette tämän voitonjaon keinona? Onko tämä positiivinen vai negatiivinen asia?
Oma sijoittaminen:	Miten voitonjako näkyy omassa sijoittamisessanne?
Voitonjaon tulevaisuus:	Mitä mieltä olette voitonjaon tulevaisuudesta suomessa? Miten koet, voisiko omien osakkeiden takaisinostot nousta yhtä suosituksi kuin osingot?