LAB University of Applied Sciences

Suomalaisten yksityissijoittajien näkemykset omien osakkeiden takaisinostoista pörssiyhtiön voitonjaon keinona

LAB-ammattikorkeakoulu
Tradenomi (AMK), Laskentatoimi
2021
Topias Purontaus

Tiivistelmä

Tekijä(t)	Julkaisun laji	Valmistumisaika
Purontaus, Topias	Opinnäytetyö, AMK	2021
	Sivumäärä 24	

Työn nimi

Suomalaisten yksityissijoittajien näkemykset omien osakkeiden takaisinostoista pörssiyhtiön voitonjaon keinona

Tutkinto

Tradenomi (AMK)

Toimeksiantajan nimi, titteli ja organisaatio

-

Tiivistelmä

Opinnäytetyön tarkoituksena oli kartoittaa suomalaisten yksityissijoittajien näkemyksiä osakkeiden takaisinostoista voitonjaon keinona. Tutkimuksessa selvitettiin myös, miten hyvin sijoittajat ymmärtävät takaisinostot voitonjaon keinona sekä onko jollakin kerättävistä tiedoista yhteyttä eri voitonjaon keinojen suosimiseen.

Teoriaosassa esitellään voitonjaon kannalta oleellisia rahoituksen teorioita ja niiden yhteyksiä osakkeiden takaisinostoihin. Tämän lisäksi tarkastellaan osakkeiden takaisinostojen käytäntöjä ja motiiveja. Opinnäytetyön empiirisessä osiossa käytettiin tutkimusmenetelmänä määrällistä tutkimusta. Aineistona käytetty näyte kerättiin kyselytutkimuksella, jossa 78 sijoittajaa vastasi osakkeiden takaisinostoihin liittyviin kysymyksiin. Lisäksi kartoitettiin vastaajien taustatietoja.

Opinnäytetyön tuloksien ei voida esittää kuvaavan koko suomalaisten yksityissijoittajien perusjoukkoa käytetyn näytteen heikon luotettavuuden takia. Kyselyyn vastanneiden joukossa näkemys osakkeiden takaisinostoista on positiivinen, ja monet vastaajista kertovat osakkeiden takaisinostoja käytettävän Suomessa liian vähän. 74 prosenttia vastaajista luonnehtii ymmärrystään osakkeiden takaisinostoista vähintään hyväksi. Ilmoitetun ymmärryksen ja vastaajan suosiman voitonjaon keinon välillä on havaittavissa korrelaatiota.

Asiasanat

voitonjako, omien osakkeiden takaisinostot, yksityissijoittajat

Abstract

Author(s)	Type of Publication	Published
Purontaus, Topias	Thesis, UAS	2021
	Number of Pages 24	

Title of Publication

Views of Finnish individual investors on share repurchases as a mean of distributing listed company's profits

Name of Degree

Degree Programme in Business Administration

Name, title and organization of the client

-

Abstract

The objective of this thesis was to study Finnish individual investors' views on share repurchases as a mean of distributing profits. The thesis also examined how well investors understood repurchases as a mean of profit distribution and whether any of collected background information of investors had a connection to favoring different means of profit distribution.

The theoretical part of the thesis introduces financial theories relevant to profit distribution and their connections to share repurchases. In addition, practices and motives of share repurchases are discussed. The empirical part of the thesis was carried out as quantitative research. The sample used as material was collected through a survey in which 78 investors answered questions related to share repurchases. Additionally, background information was surveyed from the respondents.

The results of the thesis cannot be presented to describe the entire population of Finnish private investors due to the poor reliability of the sample used. Among the respondents the view on share repurchases is positive, and many of the respondents say that share repurchases are too rarely used in Finland. 74 per cent of the respondents describe their understanding of share repurchases good or better. Correlation between the reported understanding of share repurchases and profit distribution favored by the respondent is found.

Keywords

profit distribution, share repurchases, individual investors

Sisällys

1 Johdanto ... 1
2 Taustaa ... 3
2.1 Tehokkaat markkinat ... 3
2.2 Irrelevanttiusteoreema ... 4
2.3 Päämies-agenttiongelma ... 5
2.4 Voitonjakokeinojen verotus Suomessa ... 6
2.5 Aikaisemmat tutkimukset yksityissijoittajien näkemyksistä ... 6
3 Osakkeiden takaisinostot ... 8
3.1 Lainsäädäntö ... 8
3.2 Osakkeiden takaisinostojen keinot ... 8
3.3 Osakkeiden takaisinostojen motiivit ... 9
3.3.1 Alihinnoiteltu osake ... 9
3.3.2 Yritysjärjestelyt ja palkitsemisjärjestelmät ... 10
3.3.3 Investointi ... 10
3.3.4 Joustavuus ... 11
3.3.5 Voitonjaon keino ... 12
4 Tutkimuksen toteutus ja tulokset ... 14
4.1 Tutkimusaineisto ja -menetelmät ... 14
4.2 Vastaajien taustatiedot ... 15
4.3 Vastaajien osaaminen ja preferenssit ... 16
4.4 Vastaajien näkemykset takaisinostojen hyödyistä ja haitoista ... 18
4.5 Avoimen kysymyksen vastaukset ... 20
5 Yhteenveto ja pohdinta ... 23
Lähteet ... 25

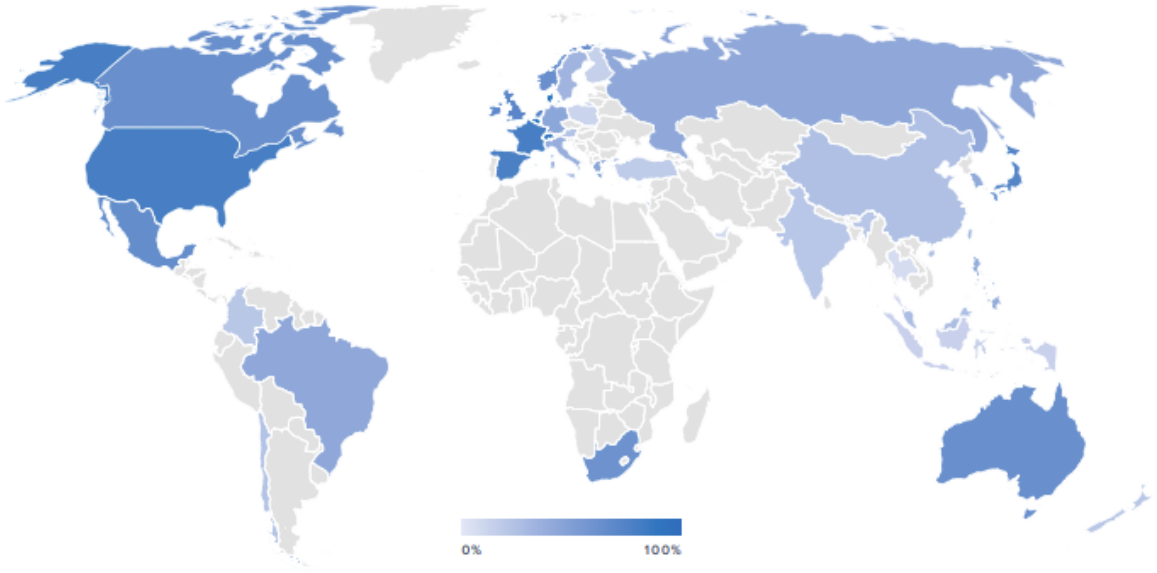
Liitteet

Liite 1. Kyselylomake

1 Johdanto

Yrityksen johdon tärkeimpiä tehtäviä on pohtia, miten allokoida yrityksen pääomaa mahdollisimman tehokkaasti. Voitollisille yrityksille tähän kuuluu useimmiten voitonjako. Yleensä ennen voitonjaosta päättämistä pohditaan ensimmäisenä, onko yhtiön syytä lyhentää velkojaan tai voiko kertyneitä voittovaroja investoida liiketoimintaan hyvällä tuotto-odotuksella. Jos edellä mainittujen toimenpiteiden jälkeen jakokelpoisia varoja on jäljellä, on ainakin osa kertyneistä voittovaroista luonnollista jakaa omistajille. Tähän pörssiyhtiöllä on käytännössä kaksi keinoa: osingot ja omien osakkeiden takaisinostot.

Tässä tutkimuksessa tarkoituksena on selvittää suomalaisten yksityissijoittajien näkemyksiä osakkeiden takaisinostoista voitonjaon keinona. Aikaisemmin tutkimuksia yksityissijoittajien näkökulmasta ei juuri ole tehty, vaan kirjallisuus keskittyy pääosin kartoittamaan yritysten toimitus- ja talousjohtajien näkemyksiä aiheesta sekä voitonjakokeinojen vaikutuksia etenkin lyhyen aikavälin tuottoihin. Tutkimuksen suomalainen näkökulma on erityisen mielenkiintoinen siksi, että Suomessa osakkeiden takaisinostot ovat olleet voitonjaossa hyvin pienessä roolissa kansainvälisesti vertailtuna (kuva 1). Sen sijaan Suomessa osinkoja on pidetty korkeassa arvossa.



Kuva 1. Osuus osakkeitaan takaisinostaneista yhtiöistä maakohtaisesti vuonna 2018 (FCLTGlobal 2020, 6)

Osakkeitaan takaisinostaneiden yhtiöiden osuus ei kerro koko totuutta takaisinostojen suosiosta, mutta antaa suuntaa käytännön yleisyydestä. Erityisesti Yhdysvaltoihin verrattuna osakkeitaan takaisinostaneiden suomalaisten yhtiöiden osuus on pieni, mutta myös muissa Pohjoismaissa käytetään osakkeiden takaisinostoja laajemmin kuin Suomessa. Tämä voi

olla seuraus esimerkiksi sääntelystä, eri toimijoiden verokohteluista tai vakiintuneista käytännöistä. Myös Nokia Oyj:n vuosina 2003–2008 tekemät epäonnistuneet osakkeiden takaisinostot ovat voineet vaikuttaa suomalaisten yritysten ja sijoittajien näkemyksiin osakkeiden takaisinostoista (Vilén 2016).

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä suomalaiset yksityissijoittajat ajattelevat osakkeiden takaisinostoista voitonjaon keinona sekä haluaisivatko he nähdä niitä käytettävän enemmän. Lisäksi tarkoituksena on selvittää, kokevatko yksityissijoittajat ymmärtävänsä osakkeiden takaisinoston logiikan voitonjaon keinona sekä miten yksityissijoittajien sijoitusstrategiat heijastavat asenteita osakkeiden takaisinostoihin. Tutkimuksen avulla tarkoituksena on luoda arvokasta informaatiota eri sijoittajatahoille sekä pörssiyhtiöiden johtoryhmille voitonjaon suunnittelun tueksi.

Tutkimus on hyvin ajankohtainen, sillä yksityissijoittaminen on ollut viime vuodet huomattavassa kasvussa Suomessa. Uusien sijoittajien virratessa markkinoille on hyvä herättää keskustelua ja ajattelua sekä kartoittaa sijoittajien näkemyksiä eri asioista. Kuluva vuosi on ollut myös erittäin vilkas listautumisten osalta, joten monien uusien pörssiyhtiöiden on ajankohtaista pohtia voitonjakopolitiikkaansa.

Työn tarkoituksena ei ole tutkia, mikä voitonjaon keino on osakkeenomistajan kannalta paras, joskin tutkimuksessa voidaan sivuta eri voitonjakokeinojen etuja ja haittoja esimerkiksi syinä eri omistajaryhmille suosia tai välttää kutakin keinoa. Myös voitonjaon keinojen peruslogiikkaa käydään läpi, jotta aiheeseen aiemmin perehtymätön lukija ymmärtää osakkeiden takaisinostojen vaikutukset.

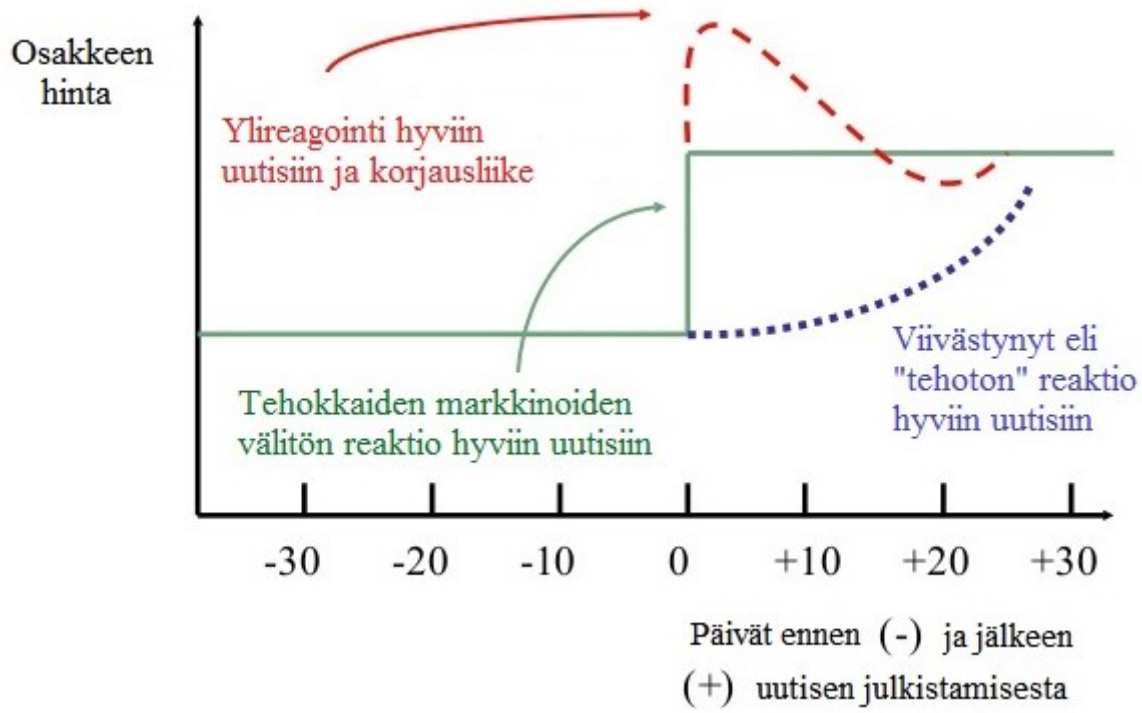
Opinnäytetyössä käytetään kvantitatiivista eli määrällistä tutkimusmenetelmää, sillä tutkimuksessa kartoitetaan ison ihmisryhmän näkemyksiä. Kartoitus tapahtuu kyselytutkimuksen avulla. Kysely julkaistaan Osakesijoittaminen-nimisessä Facebook-ryhmässä, joka on nimensä mukaisesti osakesijoittamiseen ja markkinoihin keskittynyt lähes 50 tuhannen jäsenen ryhmä.

Koska kuka tahansa voi vastata kyselyyn, kerätään vastaajilta runsaasti taustatietoja, kuten ikä, sukupuoli, koulutusaste ja sijoituskokemus. Näin voidaan arvioida, miten hyvin näyte vastaa perusjoukkoa. Taustakysymysten lisäksi kyselyssä esitetään strukturoituja kysymyksiä sekä yksi avoin kysymys, jotta vastaajat varmasti pääsevät tuomaan esille näkemyksensä.

2 Taustaa

2.1 Tehokkaat markkinat

Tehokkailla markkinoilla tarkoitetaan markkinoiden kykyä hinnoitella arvopaperi kaiken saatavilla olevan informaation mukaisesti. Tehokkuus syntyy suuren sijoittajajoukon kaupankäynnin ja keskinäisen kilpailun myötä. Uuden informaation tullessa saataville arvopaperin hinta muuttuu tehokkailla markkinoilla viivytyksettä saadun lisätiedon mukaisesti (kuvio 1).



Kuvio 1. Tehokkaiden ja tehottomien markkinoiden reaktio positiivisiin uutisiin (Wikipedia 2020)

Tehoton reaktio uutisiin voi olla punaisen katkoviivan mukainen ylireagointi tai sinisen katkoviivan mukainen hidas kurssinousu. Tällaisia reaktioita voidaan selittää sijoittajien hitaalla informaation käsittelyllä.

Markkinoiden informaatiotehokkuus jaetaan yleensä Faman (1970, 383) esittelemän jaottelun mukaan kolmeen eri tasoon. Heikosti tehokkailla markkinoilla osakkeiden hintoihin sisältyy tieto hintojen historiallisesta kehityksestä, joten heikosti tehokkailla markkinoilla ei voi saada ylituottoa teknisen analyysin avulla. Puolivahvasti tehokkailla markkinoilla historiallisten hintojen lisäksi kaikki julkisesti saatavilla oleva tieto, kuten tilinpäätöstiedot, sisältyy osakkeiden hintoihin. Tällaisilla markkinoilla puolestaan yhtiön fundamentteihin perustuvalla analyysillä ei ole mahdollista saada etulyöntiasemaa. Vahvasti tehokkailla markkinoilla osakekursseihin heijastuu edellä mainittujen lisäksi myös ei-julkinen eli sisäpiiritieto,

jolloin myöskään yhtiön sisäpiirillä ei olisi mahdollisuutta voittaa markkinoita informaatioetunsa avulla. Tämä ei kuitenkaan ole käytännössä mahdollista, sillä sisäpiiritieto ei voi olla kaikkien sijoittajien tiedossa. (Niskanen & Niskanen 2000, 36.)

Knüpfer ja Puttonen (2004, 167–168) tuovat esille tärkeän huomion: markkinat eivät tule automaattisesti tehokkaiksi, vaan sijoittajien jatkuvasta halusta markkinoita parempaan tuottoon seuraava kilpailu heijastaa saatavilla olevan tiedon osakkeiden hintoihin. Markkinoiden täydellisestä tehokkuudesta seuraisi sijoittajien haluttomuus etsiä keskimääräistä parempia tuottoja, minkä takia informaatio ei heijastuisi osakkeisiin oikein, mistä seuraisi markkinoiden tehottomuus. Tämä puolestaan taas rohkaisisi sijoittajat jälleen paremman tuoton etsimiseen, jolloin markkinat jälleen muuttuvat tehokkaiksi. Knüpfer ja Puttonen kuvaavat markkinoita itseään korjaavaksi mekanismiksi, jossa esiintyvät tehottomuudet korjautuvat sijoittajien löytäessä ne. Myös esimerkiksi Pabrai (2007, 59–60) arvioi markkinoiden olevan suurimman osan ajasta tehokkaat, mutta kuitenkin välillä hinnoittelevan osakkeita väärin.

2.2 Irrelevanttiusteoreema

Miller ja Modigliani (1961, 411–426) esittelivät artikkelissaan teorian, jonka mukaan yrityksen osingonjakopolitiikalla ei ole vaikutusta yrityksen arvoon, koska yhtiön maksaessa osinkoa sen osakekurssi laskee saman verran. Näin ollen teorian mukaan yrityksen arvo perustuu vain sen tuloksentekokykyyn ja liikeriskiin.

Miller ja Modigliani (1961, 412–432) tarkastelivat aluksi teoriaansa täydellisillä markkinoilla, mutta antoivat näyttöä sen toimimisesta myös epätäydellisillä markkinoilla. Tutkijat tunnistivat verotuksen suurimmaksi teoriaansa epätäydellisillä markkinoilla häiritseväksi tekijäksi. He kuitenkin huomauttivat, että myös tilassa, jossa eri sijoittajaryhmiä verotetaan arvonnoususta ja osingoista eri tavoin, vähentää verotuksen vaikutusta osakkeen hintaan niin sanottu clientele-efekti. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiöiden omistajajakauma mukautuu yhtiön voitonjakopolitiikkaan. Esimerkiksi runsasta osinkoa jakavalle yhtiölle muodostuu pääosin omistajakunta, jonka osinkoja verotetaan kevyemmin. Clientele-efekti voi syntyä muistakin kuin verotuksellisista syistä. Esimerkiksi jotkin toimijat tarvitsevat tasaista kassavirtaa ja suosivat tämän takia osinkoja.

Vaikka osingonjakopolitiikka olisi Millerin ja Modiglianin (1961) tutkimuksen mukaisesti irrelevantti yhtiön arvon kannalta, on kuitenkin yksityissijoittajan näkökulmasta yrityksen voitonjakopolitiikalla merkitystä juuri markkinoiden epätäydellisyyden, pääasiassa verojen, takia. Haluamaansa vähemmän osinkoja saanut sijoittaja voi toki myydä osan osakeomistuksestaan luodakseen niin kutsuttuja kotitekoisia osinkoja, ja haluamaansa enemmän

osinkoja saanut sijoittaja voi sijoittaa rahansa takaisin yritykseen ostamalla lisää sen osakkeita (Niskanen & Niskanen 2000, 175). Tällaisiin toimiin päätyvä sijoittaja kuitenkin kohtaa ylimääräisiä transaktiokustannuksia osakkeita ostaessaan tai myydessään. Haluamaansa enemmän osinkoja saanut sijoittaja myös altistuu ylimääräiselle verotukselle verrattuna tilanteeseen, jossa yritys ei olisi jakanut osinkoja.

2.3 Päämies-agenttiongelma

Päämies-agenttiongelma on tilanne, jossa päämies palkkaa agentin toimimaan puolestaan epäsymmetrisen informaation tilassa ja päämiehen ja agentin intressit eroavat toisistaan. Tämä on tyypillinen tilanne osakkeenomistajan ja yrityksen johdon välillä: yritysjohto palkataan osakkeenomistajien varoilla hoitamaan yrityksen asioita. Yritysjohdolla on osakkeenomistajia parempi näkyvyys yrityksen sisäisiin asioihin, ja heidän on välillä mahdollista hyödyntää sitä omia etuja ajaakseen.

Yhtiön johdon henkilökohtaisen edun kannalta voi olla esimerkiksi olla kannattavampaa tehdä heikosti tuottava investointi yrityksen koon kasvattamiseksi kuin jakaa voittoa osakkeenomistajille, sillä yrityksen koolla on vaikutusta johdon palkkatasoihin (Tosi ym. 2000, 329). Tämän takia voitonjako on tärkeä osa yrityksen toimintaa, ja sijoittajan on hyvä arvioida kriittisesti etenkin historiallisesti heikon pääoman tuoton omaavien yritysten investointeja. Osakkeiden takaisinostot ja osingot ovat yhtä tehokkaita tämän ongelman torjunnassa, sillä molemmilla keinoilla jaetaan ylimääräiset varat omistajille.

Päämies-agenttiongelmaa hallitaan voitonjaon lisäksi molempien osapuolien intressien yhtenäistämisellä. Tämä tapahtuu pääosin agentin eli tässä tapauksessa yritysjohdon suoritukseen perustuvalla palkitsemisella esimerkiksi osakeoptioilla ja pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamisesta annettavilla bonuksilla (Corporate Finance Institute a.). Jos palkitsemisjärjestelmiä ei suunnitella huolellisesti, voi yhtiön johdolle kuitenkin syntyä uusia osakkeenomistajien eduista eroavia intressejä. Optiot ja osakekohtaisiin tunnuslukuihin perustuvat kannustimet voivat luoda johdolle tilanteen, jossa heidän on kannattavaa suosia osakkeiden takaisinostoja osinkojen sijaan, vaikka osake olisi yliarvostettu. Tämä aiheutuu siitä, että luvussa 2.2. käsitellyn Millerin ja Modiglianin (1961) teorian mukaan osingon irrotessa yhtiön osakkeen arvo tippuu osingon verran. Osakkeen arvon laskeminen taas vaikuttaa negatiivisesti osto-optioiden arvoon. Osakkeiden takaisinostot vaikuttavat puolestaan positiivisesti osakekohtaisiin tunnuslukuihin, kuten osakekohtaiseen tulokseen, jonka kehitykseen myös monet johdon palkisemisjärjestelmät pohjautuvat.

2.4 Voitonjakokeinojen verotus Suomessa

Vuonna 2021 Suomessa kotimaisesta pörssiyhtiöstä yksityishenkilön saamaa osinkoa kohdellaan 85-prosenttisesti veronalaisena pääomatulona ja 15-prosenttisesti verottomana tulona. Pääomatulon veroprosentti on 30 000 euroon asti 30 prosenttia ja tämän ylittävästä osasta 34 prosenttia. (Verohallinto 2021.) Alle 30 000 euroa pääomatuloja ansaitsevan henkilön efektiivinen veroprosentti osingoille on siis 0,85 * 0,30 = 25,5 prosenttia.

Osakkeiden takaisinostojen kannalta taas on oleellista tarkastella luovutusvoiton verotusta. Osakkeen luovutuksesta syntynyt voitto on kokonaan veronalaista pääomatuloa, joten veroprosentti luovutusvoitosta alle 30 000 euroa pääomatuloja tienaavalle on 30 prosenttia. Merkittävä ero osinkojen verotukseen on kuitenkin se, että sijoittaja voi itse päättää mahdollisen voiton realisoinnin ajankohdan, sillä luovutusvoiton verotus tulee ajankohtaiseksi vasta, kun sijoittaja päättää myydä osakkeensa. Sijoittaja voi näin ollen lykätä verotusta ja hyötyä tehokkaasti korkoa korolle-efektistä sekä joissakin tapauksissa välttyä korkeammalta 34 prosentin pääomatuloverotukselta.

Osakkeen luovutusvoitto lasketaan niin, että osakkeen luovutushinnasta vähennetään hankintahinta sekä hankintaan ja luovutukseen liittyvät kulut. Luovutushinnasta vähennetään kuitenkin vähintään 20 prosenttia ja, jos luovutettu omaisuus on ollut luovuttajalla vähintään 10 vuotta, vähennetään luovutushinnasta vähintään 40 prosenttia. (Tuloverolaki 1535/1992, 46 §.) Tämän takia osakkeen arvonnousu voi hyvin onnistuneen sijoituksen kannalta olla sijoittajalle verotuksellisesti edullisempaa, vaikka sijoittaja päättäisi realisoida voittonsa heti.

Vuonna 2020 suomalaisten yksityissijoittajien saataville tuli myös osakesäästötili. Tämän tilin sisällä osingoista ja luovutusvoitoista ei tarvitse maksaa veroa, vaan verotus tapahtuu vasta varoja tililtä nostaessa, joten osakesäästötilin sisällä ei kotimaisen yrityksen voitonjakotavalla ole verotuksen kannalta merkitystä.

2.5 Aikaisemmat tutkimukset yksityissijoittajien näkemyksistä

Suomessa ei ole tehty aikaisemmin tutkimuksia yksityissijoittajien näkemyksistä yrityksen voitonjaon keinoista. Ulkomaiset tutkimukset taas keskittyvät pääasiassa osinkoihin, mutta muutamassa tutkimuksessa on sivuttu mielenkiintoisesti myös osakkeiden takaisinostoja.

Khan ym. (2018, 147–153) havaitsivat pakistanilaisia sijoittajia käsittelevässä tutkimuksessaan, että sijoittajat suhtautuvat negatiivisesti päätöksiin osakkeiden takaisinostoista. Sen sijaan sijoittajat näkivät osingonmaksun monella tapaa tärkeänä. Sen lisäksi, että osingonjakopolitiikan uskottiin vaikuttavan yrityksen arvoon, pidettiin osinkoja merkkinä yhtiön kirjanpidon luotettavuudesta ja tekijänä yhtiön johdon ja osakkeenomistajien intressien

yhtenäistämisessä. 66 prosenttia vastaajista vastasi osinkojen olevan osakkeen arvonnousua tiukemmin verotettu voitonjaon keino, mutta 74 prosenttia vastaajista halusi saada osinkoja tästä huolimatta. Tutkijat eivät esittäneet syitä tälle, mutta luulen tämän aiheutuvan siitä, että sijoittajat arvostavat osinkojen aiemmin mainittuja hyötyjä niin paljon, ettei hieman korkeampi verotaakka haittaa heitä. Mahdollista on myös, että osa sijoittajista ei ymmärrä osakkeiden takaisinostoja voitonjaon keinona, mikä saa heidät suosimaan osinkoja. Myös transaktiokustannukset kotitekoisten osinkojen luonnista saattavat vaikuttaa sijoittajien näkemyksiin.

Egyptiläisessä tutkimuksessa sijoittajien asenteista osinkoihin 49,63 prosenttia vastaajista piti osinkojen vaihtamista vastaaviin osakkeiden takaisinostoihin negatiivisena uutisena. Sijoittajat eivät myöskään pitäneet osakkeiden takaisinostoja osinkojen kaltaisena voitonjaon keinona. (Gad & El Din 2013, 495.)

Tutkimuksessa kansallisen kulttuurin vaikutuksista osingonjakoon havaittiin konservatiiviseksi luokitelluissa maissa sijaitsevien yhtiöiden jakavan enemmän osinkoja ja tiettyjä kulttuurisia piirteitä omaavissa maissa osinkoja jaettavan vähemmän (Shao ym. 2009, 1397–1409). Vaikka tutkimus ei käsitellytkään osakkeiden takaisinostoja, voidaan sen perusteella kulttuurilla olettaa olevan vaikutusta myös osakkeiden takaisinostoihin. Näin ollen suomalaisten sijoittajien mielipiteet voivat hyvin poiketa edellä mainittujen tutkimusten tuloksista.

Suomessa tuli vuonna 2005 voimaan yritysverotuksen uudistus, jossa aiemmin verovapaista julkisesti noteeratuista yhtiöistä saaduista osingoista tuli kotimaisille yksityissijoittajille 70-prosenttisesti veronalaisia. 30 prosentin verovapaa osuus piti kuitenkin osingonjaon edelleen yksityissijoittajalle houkuttelevana. Tämän jälkeen osinkojen veronalainen osuus on nostettu 85 prosenttiin (Tuloverolaki 1535/1992, § 33 a). Vuoden 2005 uudistuksen vaikutuksista yhtiöiden voitonjakoon ja sijoittajaryhmien sijoitusvalintoihin tehty tutkimus havaitsi, että uudistuksen tultua voimaan yhtiöt vähensivät osingonmaksuaan ja lisäsivät osakkeiden takaisinostoja. Myös eri sijoittajaryhmien havaittiin muuttavan omistuksiaan yhtiöiden voitonjakotapojen perusteella, joskaan tälle ei löydetty tilastollisesti merkitsevää näyttöä. (Korkeamäki ym. 2009.) Tämä kertoo verotuksella olevan vaikutusta yritysten käyttämiin voitonjaon keinoihin.

3 Osakkeiden takaisinostot

3.1 Lainsäädäntö

Osakkeiden takaisinostoja pidettiin pitkään kurssimanipulaationa, minkä takia ne olivat kiellettyjä. Vuonna 1982 Yhdysvalloissa ne päätettiin kuitenkin sallia, ja myöhemmin niiden sääntely vapautui myös muualla. (FCLTGlobal 2020, 5.) Suomessa lainsäädäntöä osakkeiden takaisinostojen osalta kevennettiin vuonna 1997 (Knüpfer & Puttonen 2004, 199).

Suomessa omien osakkeiden hankkimista, lunastamista ja pantiksi ottamista säädellään Osakeyhtiölain (624/2006) luvussa 15. Osakkeiden hankkimisesta päätetään yhtiökokouksessa, jolle yhtiön hallitus tekee ehdotuksen (OYL 624/2006, luku 15, § 5). Yhtiökokous voi valtuuttaa yhtiön hallituksen päättämään osakkeiden takaisinostoista (Knüpfer & Puttonen 2004, 201).

Hankkimispäätöksessä on mainittava muun muassa hankittavien osakkeiden enimmäismäärä, keneltä osakkeita hankitaan, sekä miten menettely vaikuttaa yhtiön omaan pääomaan. Yhtiön hallussa olevat omat osakkeet voidaan pitää yhtiöllä, mitätöidä tai luovuttaa edelleen. Voitonjakotarkoituksessa takaisinostetut osakkeet mitätöidään. Mitätöinnistä päättää yhtiön hallitus. Esimerkiksi tulevaa yritysostoa varten omia osakkeitaan ostavan yrityksen on huomioitava, että julkisella osakeyhtiöllä ja sen tytäryhtiöillä voi kuitenkin olla hallussaan korkeintaan yhteensä yksi kymmenesosa kaikista osakkeistaan. (OYL 624/2006, luku 15, § 4–11.)

3.2 Osakkeiden takaisinostojen keinot

Yhtiöillä on neljä pääasiallista keinoa osakkeiden takaisinostojen suorittamiseen. Näistä yleisin on avomarkkinaostot (Kivi 2006, 25). Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö ostaa osakkeitaan markkinoilta kuten mikä tahansa muu toimija. Avomarkkinaostojen hyvä puoli on erityisesti niiden joustavuus; yhtiö voi ostaa osakkeita itselleen sopivana ajankohtana. Yhtiö voi huomioida myös mahdolliset markkinaheilahtelut ja halutessaan keskeyttää takaisinosto-ohjelman esimerkiksi huomatessaan osakkeensa olevan yliarvostettu. Avomarkkinaostot ovat melko edullinen vaihtoehto osakkeiden takaisinostoon, sillä ostot tapahtuvat markkinahintaan.

Toinen keino on niin sanottu hollantilainen huutokauppa. Tällöin yhtiö julkaisee alimman ja ylimmän hinnan, joiden välillä kertoo olevansa valmis ostamaan takaisin osakkeitaan. Tämän jälkeen osakkeenomistajat saavat tarjota osakkeitaan myytäväksi asetettujen rajojen puitteissa. Tarjoukset saatuaan yhtiö ostaa osakkeet halvimmalla hinnalla, jolla se saa haluamansa määrän osakkeita. (Corporate Finance Institute b.)

Kolmas, paljon hollantilaista huutokauppaa muistuttava tapa, on kiinteähintainen ostotarjous. Tässä tapauksessa yhtiö julkistaa tietyn hinnan, jolla se tulee ostamaan osakkeita takaisin tiettynä päivänä suoraan niitä tarjolle laittavilta osakkeenomistajilta. Osakkeista tarjotaan yleensä markkinahintaa korkeampaa hintaa. Kiinteähintaista ostotarjousta käytetään yleensä toisen yrityksen tehdessä ostotarjouksen yhtiön koko osakekannasta, mutta sitä voidaan hyödyntää myös omien osakkeiden takaisinostoissa. (Kivi 2006, 25.)

Neljäs tapa on neuvotella yhden tai useamman suuren osakkeenomistajan kanssa osakekaupasta. Tässä tavassa hyötynä on se, että yhtiö pääsee neuvottelemaan suoraan takaisinostojen hinnasta, mikä saattaa johtaa edulliseen hintaan takaisinostettaville osakkeille. Toisaalta tämä saattaa viedä runsaasti yhtiön johdon arvokasta aikaa. (Corporate Finance Institute b.)

3.3 Osakkeiden takaisinostojen motiivit

Yhtiöllä voi olla monia erilaisia syitä osakkeiden takaisinostojen suorittamiseen. Suomessa yhtiöiden tulee ilmoittaa yksi tai useampi syy osakkeiden takaisinosto-ohjelmalleen, mutta usein ilmoitettu syy ei ole yhtiön oikea motiivi takaisinostoille (Kivi 2006, 61–62).

Kirjallisuudessa motiiveja osakkeiden takaisinostoille on muodostettu teoreettisesti sekä yhtiöiden talousjohtajia haastattelemalla. Tässä luvussa käsitellään mielestäni osakkeenomistajan kannalta oleellisimpia syitä. Osakkeenomistajan on myös hyvä tiedostaa yhtiön johdon omaa etua ajavat motiivit, joita on käsitelty luvussa 2.3.

3.3.1 Alihinnoiteltu osake

Ehkä tärkein motiivi osakkeiden takaisinostoille on osakkeen alihinnoittelu markkinoilla. Esimerkiksi kysynnän ja tarjonnan väliaikainen epätasapaino voi aiheuttaa osakkeen aliarvostuksen. Helpoiten tällainen aliarvostus voi syntyä pienen, heikon likviditeetin yhtiön osakkeeseen. Manconi ym. (2018, 1930–1931) havaitsivat, että osakkeitaan takaisinostavat yritykset ympäri maailmaa tuottivat neljän vuoden aikana takaisinostoilmoituksesta lähtien keskimäärin muuta markkinaa paremmin. Suurin ylituotto havaittiin pienien arvoyhtiöiden osakkeissa, minkä perusteella tutkijat arvioivat osakkeen alkuperäisen aliarvostuksen olevan todennäköisesti itse takaisinostoja merkittävämpi tekijä ylituoton syntymisessä. Aikaisemmin myös esimerkiksi Peyer ja Vermaelen (2009, 1742) ovat tehneet samanlaisia havaintoja lähinnä yhdysvaltalaisista yhtiöistä.

Yhtiön johdolla on käytössään paras mahdollinen informaatio yhtiön tilasta, joten heillä on etulyöntiasema markkinoihin nähden osakkeen arvonmäärityksessä. Tämän takia markkinat usein näkevät osakkeiden takaisinostojen aloittamisesta ilmoittamisen signaalina

osakkeen alihinnoittelusta, mikä yleensä johtaa myös lyhyen aikavälin kurssinousuun. Signaalin voimakkuus riippuu takaisinosto-ohjelman koosta. (Pettit 2001.) Takaisinostojen signaaleiden tulkitsemisen lisäksi sijoittajan on syytä seurata yhtiön sisäpiirin osakemyyntejä. Palladino (2019, 30) havaitsi yhdysvaltalaisista yrityksistä tekemässään tutkimuksessa, että yhtiöiden sisäpiirit myyvät henkilökohtaisia osakeomistuksiaan enemmän kvartaaleina, joina osakkeita takaisinostetaan. Vaikka joskus sisäpiiri joutuu henkilökohtaisista syistä myymään omistuksiaan aliarvostuksesta huolimatta, voidaan laajamittaisia sisäpiirin myyntejä yleisesti kuitenkin pitää merkkinä osakkeen neutraalista tai korkeasta arvostuksesta. Sijoittajan kannattaa siis tarkastella, ovatko takaisinostoilla lähetetyt signaalit linjassa yhtiön sisäpiirin kauppojen kanssa.

3.3.2 Yritysjärjestelyt ja palkitsemisjärjestelmät

Yrityksen ostaessa toisen, yleensä itseään pienemmän yrityksen, voidaan kauppa rahoittaa joko käteisellä tai osakkeilla. Kaupan rahoittamisessa osakkeilla on ostavan yrityksen kannalta se etu, että tämä tapa sitouttaa ostettavan yrityksen toimintaan osallistuvat omistajat käteiskauppaa paremmin tavoittelemaan yhteistä etua kaupan toteuduttua. Jos kauppa päätetään rahoittaa osakkeilla, seuraa siitä kuitenkin ostavan yrityksen omistajille omistuksen laimentumista eli diluutiota, sillä yksi osake vastaa tulevaisuudessa pienempää osaa yrityksestä. Tätä voidaan ehkäistä hankkimalla omia osakkeita markkinoilta ennen kaupan suorittamista ja käyttämällä näitä osakkeita maksuna uusien osakkeiden liikkeelle laskemisen sijaan.

Osakkeitaan takaisinostamalla yritys voi myös vähentää riskiään altistua valtaukselle. Ostamalla markkinoilta omia osakkeitaan yhtiön omistajakunnasta poistuvat ne omistajat, jotka ovat valmiita myymään osakkeensa alimmalla hinnalla. Näin jäljelle jäävät omistajat, joilla on vahvempi usko yrityksen tuloksentekokykyyn. Tämä tekee yrityksen valtauksen kalliimmaksi ja valtaajalle vähemmän houkuttelevaksi. (Bagwell 1991, 84.)

Johdon ja henkilöstön palkitsemisjärjestelmissä osakkeiden käytön hyödyt ja haitat ovat samanlaisia kuin yritysjärjestelyissä. Yhtiön omistajien sekä henkilöstön ja johdon intressit yhtenäistyvät, kun myös johdolla ja henkilöstöllä on osakeomistuksia tai osto-optioita. Osakepalkkioiden jakaminen taas dilutoi omistajien omistuksia. Tätä diluutiota hallitaan usein osakkeiden takaisinostoilla (Dravis 2019, 652).

3.3.3 Investointi

Jos yhtiön johto näkee yhtiön oman osakkeen parhaana tarjolla olevana investointikohteena, voidaan osakkeiden takaisinostoja ajatella myös investointina. Tällöin yhtiön osake

on yleensä edullisesti tai vähintään kohtuullisesti hinnoiteltu, jotta investointia voidaan pitää houkuttelevana. Toisaalta myös investointimahdollisuudet ovat usein vähäiset tällaisessa tilanteessa. Investointina takaisinostettuja osakkeita ei aina mitätöidä, vaan yhtiö voi pitää ne hallussaan tuottoisaa yritysjärjestelyä silmällä pitäen. Esimerkiksi mobiilipeliyhtiö Roviolla on kirjoitushetkellä vahvan kassan lisäksi hallussaan 9,4 prosenttia omasta osakekannastaan (Rovio 2021). Tämä antaa yhtiölle hyvät valmiudet mahdollisten yritysjärjestelyiden rahoittamiseen.

Investointimahdollisuuksien puuttuessa kannattavan yhtiön taseeseen voi kertyä varoja, jotka eivät ole tuottavassa käytössä. Tämä heikentää yhtiön pääoman tuottoa kuvaavia tunnuslukuja. Grullon ja Michaely (2000, 678) havaitsivat, että markkinoiden reaktio osakkeiden takaisinostoihin oli positiivisempi niiden yhtiöiden osalta, joiden investointimahdollisuudet vaikuttivat heikentyneen. Tutkijoiden arvion mukaan tässä on kyse yhtiön mahdollisen yli-investoinnin todennäköisyyden laskemisesta.

3.3.4 Joustavuus

Erityisesti avomarkkinaostoina suoritetut osakkeiden takaisinostot ovat osinkoihin verrattuna erittäin joustava voitonjaon keino. Sen lisäksi, että avomarkkinaostot voidaan suorittaa yhtiölle sopivana ajankohtana ja osakkeita voidaan ostaa tai olla ostamatta pitkin vuotta, on myös tyypillistä, että kerran tietyn osinkotason saavuttanut yhtiö ei mielellään laske vuosittaista osinkoaan. Brav ym. (2003, 9–10) havaitsivat yritysten talousjohtajia haastattelemalla tehdyssä tutkimuksessaan, että yritykset välttävät osinkojen leikkaamista aina kun mahdollista, sillä osingon leikkaamisen uskotaan vaikuttavan negatiivisesti sijoittajien mielipiteisiin sekä osakekurssiin. Monet talousjohtajat kertoivat harkitsevansa jopa velan ottamista osinkojen leikkauksen välttääkseen. Osinkojen sitovuus ei siis sido ainoastaan yhtiön varojen käyttöä yksittäisenä vuotena, vaan asettaa odotuksia myös tuleville vuosille. Osakkeiden takaisinostot taas eivät luo yhtä suuria odotuksia tulevasta voitonjaosta. Korkeamman osingon jakaminen siis vähentää yrityksen taloudellista joustavuutta, sillä se sitouttaa jakamaan varoja, joilla voisi varautua tulevaisuuden mahdollisiin toimintaympäristön muutoksiin. On myös osakkeenomistajan etujen mukaista, että yhtiön johto ei koe olevansa liian sidottu voitonjakoon, vaan uskaltaa tarttua hyviin investointimahdollisuuksiin, vaikka joutuisi väliaikaisesti leikkaamaan voitonjakoa.

Osakkeiden takaisinostot voivat siis olla esimerkiksi hyvä keino voitonjakoon osinkojen lisäksi, kun yhtiöllä on normaalitasoa enemmän jaettavaa varallisuutta. Näin osinkotasoa ei tarvitsisi nostaa ainakaan niin paljoa, jolloin osakkeenomistajien odotukset tulevista osingoista pysyisivät maltillisempina. Toisaalta selvänä haittapuolena tässä on se, että usein

jaettavia varoja on runsaasti silloin kun yhtiöllä menee hyvin ja myös osakekurssi on korkealla (Vilén 2016).

3.3.5 Voitonjaon keino

Tässä luvussa käsitellään osakkeiden takaisinostojen ominaisuuksia ja logiikkaa nimenomaan voitonjaon näkökulmasta. Luvuissa 3.3.1 ja 3.3.4 käsitellyt alihinnoittelun ja joustavuuden näkökulmat ovat myös keskeisiä osakkeiden takaisinostoja voitonjaon keinona tarkastellessa.

Kun yhtiö käyttää voitonjaon keinonaan osinkoja, on osakkeenomistajan saama hyöty helppo havaita: osakkeenomistaja saa tililleen rahaa. Samalla osakkeen arvo tosin laskee. Osakkeiden takaisinostoissa ne omistajat, jotka päättävät myydä osakkeensa, saavat avomarkkinaostojen tapauksessa markkinoiden määrittämän hinnan osakkeistaan. Valtaosa osakkeenomistajista ei kuitenkaan myy osakkeitaan. Heidän osaltaan vaikutus osakkeiden takaisinostoista on omistusosuuden kasvu, sillä vähentämällä liikkeellä olevien osakkeiden määrää kohdistuu jäljelle jääviin osakkeisiin suurempi osa yhtiöstä. Varoja kuitenkin poistuu yhtiöstä sen maksaessa osakkeistaan, joten osakkeen hintaan tällä ei teoriassa pitäisi olla vaikutusta. Osakkeensa pitävät omistajat siis omistavat osakkeiden takaisinostojen jälkeen suuremman osan pienemmästä yhtiöstä. Jos yhtiö kuitenkin ostaa osakkeitaan alle yhtiön todellisen käyvän arvon, saavat jäljelle jäävät omistajat kuitenkin suuremman omistusosuutensa alennushintaan. Päinvastoin osakkeiden takaisinostojen tapahtuessa todellista käypää arvoa korkeampaan hintaan on tilanne jäljelle jääville osakkeenomistajille epäsuotuisa. (The Motley Fool 2017.)

Osakkeiden takaisinostot vaativat siis yrityksen johdolta osinkoja enemmän osaamista. Osinkoa jakaessa yhtiön johdon tarvitsee arvioida, minkä verran osinkoa on varaa maksaa ja mikä osa kertyneistä varoista on syytä pitää yhtiössä liiketoiminnan jatkumisen turvaamiseksi. Osakkeiden takaisinostoissa tämän lisäksi yhtiön johdolla on oltava näkemys yhtiön käyvästä arvosta sekä rohkeutta suorittaa takaisinostot markkinan hinnoitellessa osaketta edullisesti. Tässä yhtiön johdon etuna on kuitenkin paras mahdollinen näkyvyys yhtiön toimintaan ja kehitykseen.

Edmans (2017) huomauttaa, että osakkeiden takaisinostot kohdistavat yhtiön voittona jakamat varat osinkoja tehokkaammin: osakkeiden takaisinostoissa sijoittajat päättävät, myyvätkö he osakkeensa. Sijoittajilla, jotka päätyvät myymään osakkeensa, on todennäköisesti jokin vaihtoehtoinen sijoituskohde tai muu tarve myynnistä saaduille varoille, kun taas osakkeensa pitävien sijoittajien ei tarvitse etsiä uusia sijoituskohteita. Osingonjaossa käteistä jaetaan taas kaikille osakkeenomistajille, jolloin osalla voi olla vaikeuksia löytää uusia

sijoituskohteita. Edmansin mukaan osakkeen takaisinostot kohdistavat siis käteisen niille osakkeenomistajille, joilla on sille parhaat vaihtoehtoiset käyttökohteet.

4 Tutkimuksen toteutus ja tulokset

4.1 Tutkimusaineisto ja -menetelmät

Tutkimusaineisto kerättiin julkaisemalla kysely Osakesijoittaminen-nimiseen Facebook-ryhmään. Kysely esitettiin kaikille samanlaisena, eli se oli standardoitu ja sen kysymykset sekä vastausvaihtoehdot on esitetty liitteessä 1. Kysely oli auki kolme viikkoa lokakuussa 2021 ja vastauksia kertyi 78. Koska kaikki kyselyyn vastanneet olivat kyseisen Facebook-ryhmän jäseniä, on kerätty aineisto näyte, ja tämän takia sen kykyä kuvata perusjoukkoa luotettavasti on tarkisteltava kriittisesti. Näytettä käytettiin otoksen sijaan puhtaasti resurssien vähäisyyden takia. Kyselyssä kartoitettiin kuitenkin vastaajien taustatietoja, joiden avulla voidaan arvioida hieman, miten hyvin vastaajajoukko vastaa suomalaisten sijoittajien perusjoukkoa. Vastaajien taustatiedoista kerrotaan lisää luvussa 4.2.

Taustatietojen kartoittamisen lisäksi kyselyssä esitettiin osakkeiden takaisinostoihin liittyviä suljettuja ja sekamuotoisia kysymyksiä. Vastaajilla oli myös mahdollisuus kertoa omat näkemyksensä osakkeiden takaisinostoista omin sanoin viimeiseksi kysymykseksi sijoitetussa avoimessa kysymyksessä. Kysely pyrittiin kehittämään niin, että kysymysten asettelu vaikuttaisi mahdollisimman vähän vastauksiin ja kyselylomake pidettiin melko lyhyenä, jotta vastauksia saataisiin mahdollisimman paljon. Kyselyn lyhyen pituuden takia toisaalta vastaajilta jäi kysymättä monia syventäviä kysymyksiä.

Hirsjärvi ym. (2009, 195) listaavat kyselytutkimuksen heikkouksiksi seuraavat ongelmat:

- Vastaajien tutkimukseen antamien vastausten huolellisuudesta ja rehellisyydestä ei voida varmistua.
- Annettujen vastausvaihtoehtojen riittävästä selvyydestä ei voida varmistua, sillä vastaajat voivat tulkita niitä eri tavoin.
- Vastaajien tuntemusta tutkitusta aiheesta ei tiedetä.
- Lomakkeen laatiminen vie aikaa ja vaatii tutkijalta osaamista.
- Kato eli vastaamattomuus voi nousta suureksi.

Tämän tutkimuksen kannalta yllä mainituista heikkouksista kaksi ensimmäistä olivat oleellisimmat. Niiden vaikutusta pyrittiin minimoimaan esittämällä kysymykset ja vastausvaihtoehdot mahdollisimman yksinkertaisesti. Näin vastaajien mahdollisuudet tulkita vastauksia eri tavoin pysyivät mahdollisimman pieninä sekä vastaajilta vaadittu vaivannäkö vastaamiseen pysyi kohtuullisena. Tutkimus toteutettiin anonyymisti, mikä tuo vastaajille turvallisuuden tunnetta ja näin saa heidät vastaamaan vapautuneemmin (Mahmutovic 2021).

Vastaajien aiheen tuntemus ei tässä tutkimuksessa ollut suuri ongelma, sillä osana tutkimusta kartoitettiin myös sitä, miten hyvin vastaajat kokivat ymmärtävänsä osakkeiden takaisinostot. Tätä on käsitelty luvussa 4.3.

Moniin kysymyksiin saadut vastaukset olivat jo itsessään mielenkiintoisia, mutta lisäksi tutkimuksessa analysoitiin kerättyjen taustatietojen, kuten iän, sijoituskokemuksen ja koulutustason yhteyksiä saatuihin osakkeiden takaisinostoihin liittyviin vastauksiin. Tämä tehtiin ristiintaulukoimalla. Avoimeen kysymykseen saadut vastaukset on käsitelty teemoittain luvussa 4.5.

4.2 Vastaajien taustatiedot

Kuten taulukosta 1 nähdään, saatiin vastauksia laajasti erilaisia taustoja omaavilta henkilöiltä. Tämä parantaa tutkimuksen luotettavuutta.

Ikä	f	f(%)	Koulutustaso	f	f(%)	Sijoituskokemus	f	f(%)
Alle 26 vuotta	23	29,5 %	Peruskoulu	1	1,3 %	Alle 1 vuosi	5	6,4 %
26–40 vuotta	30	38,5 %	Toinen aste	22	28,2 %	1–5 vuotta	29	37,2 %
41–55 vuotta	16	20,5 %	Alempi korkeakoulututkinto	27	34,6 %	6–10 vuotta	21	26,9 %
56–70 vuotta	8	10,2 %	Ylempi korkeakoulututkinto tai korkeampi	28	35,9 %	11–19 vuotta	13	16,7 %
71 vuotta tai vanhempi	1	1,3 %				20 vuotta tai enemmän	10	12,8 %

Taulukko 1. Vastaajien taustatiedot

Kyselyyn vastanneiden henkilöiden ikäjakauma oli laaja, painottuen kuitenkin sijoittajaksi melko nuoriin ikäluokkiin. Suurin ikäryhmä vastaajien joukossa oli 26–40-vuotiaat, jota edusti noin 38 prosenttia vastaajista.

Koulutustasoltaan vastaajat jakautuivat tasaisesti lukuun ottamatta vain peruskoulun suorittaneita. Tämä ei ole yllättävää Suomen korkean koulutustason huomioiden. Vuoden 2019 lopussa yli 15-vuotiaista suomalaisista 74 prosenttia oli suorittanut tutkinnon peruskoulun jälkeen (Suomen virallinen tilasto 2020).

Myös vastaajien sijoituskokemuksen pituudesta saatiin laaja jakauma. Vastaajien joukossa oli alle vuoden sijoituskokemuksen omaavia henkilöitä, mutta myös yli 20 vuotta sijoittaneita. Yleisin sijoituskokemus oli 1–5 vuotta.

Vastaajista 83 prosenttia oli miehiä ja loput 17 prosenttia naisia. Vaikka miesten osuus vastaajista vaikuttaa hyvin suurelta, on myös miesten osuus suomalaisista osakesijoittajista selvästi naisia suurempi. Suomalaisen henkilötunnuksen omaavista kotitalousomistajista miespuolisia omistajia suomalaisissa pörssiyhtiöissä oli 66 prosenttia ja naispuolisia omistajia 34 prosenttia (Euroclear 2021a). Tilasto ei ota huomioon omistuksia ulkomaisissa yhtiöissä.

Vastaajista lähes kaikki (97 prosenttia) olivat sijoittaneet kotimaisiin osakkeisiin. Seuraavaksi suosituimmat omaisuuserät vastaajien joukossa olivat rahastot ja ulkomaiset osakkeet, joihin 81 ja 73 prosenttia vastaajista oli sijoittanut. Pörssinoteerattuihin rahastoihin oli sijoittanut 60 prosenttia ja asuntoihin tai kiinteistöihin 42 prosenttia vastaajista. 26 prosenttia vastaajista ilmoitti sijoittaneensa myös virtuaalivaluuttoihin.

4.3 Vastaajien osaaminen ja preferenssit

Vastaajia pyydettiin arvioimaan omaa ymmärrystään osakkeiden takaisinostoista voitonjaon keinona. 74 prosenttia vastaajista kertoi ymmärtävänsä logiikan joko täysin tai hyvin, 21 prosenttia kohtuullisesti ja 5 prosenttia heikosti tai ei ollenkaan.

Vastaajat kuvasivat ymmärrystään selvästi odottamaani korkeammaksi. Syyksi arvioin sitä, että kyselystä kiinnostuivat ne henkilöt, joille osakkeiden takaisinosto oli tuttu käsite. Lisäksi monet henkilöt, joiden ymmärrys osakkeiden takaisinostoista oli alhainen, saattoivat jättää kyselyn täyttämisen kesken sen vaikuttaessa hankalalta. Kysymys oli myös täysin vastaajien subjektiivista oman osaamisen arviointia eikä objektiivista osaamisen mittaamista.

Seuraavaksi vastaajilta kysyttiin, kumpi voitonjaon keinoista olisi heille mieluisampi yhtiön osakkeen ollessa neutraalisti arvostettu, jolloin osakkeen arvostustaso ei vaikuta osakkeiden takaisinostojen kannattavuuteen, vaan osingot ja osakkeiden takaisinostot ovat paremmin toisiinsa vertailtavissa. 45 prosenttia vastaajista kertoi osakkeiden takaisinostojen olevan heille mieluisampi voitonjaon keino ja 28 prosenttia kertoi saavansa mieluummin osinkoja. Lopuilla vastaajista ei ollut preferenssiä voitonjaon muodolle neutraalin arvostuksen tilassa.

Iän vaikutusta eri voitonjakokeinojen suosimiseen olisi ollut mielenkiintoista tutkia, sillä monet iäkkäämmät sijoittajat tarvitsevat sijoituksistaan kassavirtaa elämistä varten. Tähän osingot voivat olla monelle mieluisin keino. Kyselyyn saatiin kuitenkin niin vähän vastauksia iäkkäämmiltä henkilöiltä, että tätä ei ollut järkevää tutkia kerätyllä aineistolla. Sijoituskokemuksen, koulutustason tai ulkomaisiin osakkeisiin sijoittamisen ei havaittu vaikuttavan kummankaan voitonjaon keinon suosimiseen. Vastaajien ilmoittaman omien osakkeiden takaisinostojen ymmärryksen tason ja voitonjakokeinon preferenssin välillä taas havaittiin selvä yhteys (taulukko 2). Tuloksia tarkistellessa on huomioitava, että vastaajilta kysyttiin osakkeiden takaisinostojen ymmärryksestä voitonjaon keinona. En kuitenkaan usko, että vastaukset olisivat olleet merkittävästi erilaisia ainoastaan osakkeiden takaisinostojen ymmärryksestä kysyessä.

			Osakkeiden takaisinostojen ymmärrys		
			Vähintään hyvä	Kohtuullinen tai heikompi	Yhteensä
Osingot vai osakkeiden takaisinostot	Osingot	Määrä	10	12	22
		% ymmärrystasosta	17,2%	60,0%	28,2%
	Osakkeiden takaisinostot	Määrä	30	5	35
		% ymmärrystasosta	51,7%	25,0%	44,9%
	Neutraali	Määrä	18	3	21
		% ymmärrystasosta	31,0%	15,0%	26,9%
Yhteensä		Määrä	58	20	78
		% ymmärrystasosta	100,0%	100,0%	100,0%

Taulukko 2. Osakkeiden takaisinostojen ymmärryksen ja voitonjakokeinon preferenssin välinen yhteys

Pearsonin khiin neliö -testin p-arvo oli 0,001, joten osakkeiden takaisinostoja eri tasolla ymmärtävien henkilöiden vastausten välillä oli merkitsevää eroa. Tämä ei kuitenkaan kerro kausaalisuudesta. Heikommin osakkeiden takaisinostoja ymmärtävistä vastaajista selvästi suurempi osa halusi saada osinkoja. Vähintään hyvin osakkeiden takaisinostoja ymmärtävät taas suhtautuivat useammin neutraalisti tai halusivat ennemmin voitonjaon suoritettavan osakkeiden takaisinostoina. Jonkin asian välttäminen riittävän ymmärryksen puuttuessa on varsin ymmärrettävää etenkin, kun kyseessä on henkilön oma varallisuus, joten tulokselle on myös loogisesti perusteltavissa oleva syy.

Vastaajille esitettiin ja heitä pyydettiin järjestämään oman näkemyksensä mukaan tärkeysjärjestykseen Townin (2021) osakepoimintaan tarkoitetun muistilistan kohdat. Muistilistan kohdat sekä vastaukset kysymykseen on esitetty taulukossa 3. Numero yksi tarkoittaa tärkeintä ja numero neljä vähiten tärkeää tekijää.

	1	2	3	4	Keskiarvo
Yhtiöllä on selvä kilpailuetu	42,3 %	29,5 %	15,4 %	12,8 %	2,0
Yhtiön johto on luotettava ja osaava	17,9 %	38,5 %	37,2 %	6,4 %	2,3
Yhtiön osake on tarjolla "alennushintaan"	21,8 %	21,8 %	34,6 %	21,8 %	2,6
Yhtiön toiminta vastaa omia arvojasi	17,9 %	10,3 %	12,8 %	59,0 %	3,1

Taulukko 3. Sijoittajien näkemykset eri tekijöiden tärkeysjärjestyksestä sijoituspäätöstä tehdessä

Vastaajien mielestä mainituista neljästä tekijästä tärkein oli selvä kilpailuetu. Vastausvaihtoehto oli useimmiten valittu tärkeimmäksi sekä myös keskimäärin korkeimmalle sijoitettu. Yksi kyselyn puutteista oli se, että sijoittajilta ei kysytty heidän sijoitushorisontistaan. Kilpailuedun korkea prioriteetti vastaajien keskuudessa viittaisi siihen, että monet vastaajista ovat pitkän aikavälin sijoittajia, sillä kestävä kilpailuetu on esimerkiksi Porterin (1985, 11)

mukaan pitkän aikavälin keskimääräistä korkeamman tuoton perusedellytys. Lyhyellä aikavälillä taas kilpailuedun tuomat hyödyt eivät aina tule niin voimakkaasti esiin.

Keskiarvoltaan toiseksi tärkeimpänä sijoittajat pitivät yhtiön johdon luotettavuutta ja osaamista. Vastaus oli harvimmin valittu vähiten tärkeäksi. Mielenkiintoista olisi ollut myös kysyä, miten vastaajat arvioivat johdon pätevyyttä, sillä tämä on hyvin haastavaa. Jonkin verran voidaan päätellä henkilöiden historiallisten tulosten perusteella, mutta hyvistä tai huonoista tuloksista yrityksen toimivalle johdolle kuuluva ansio on vaikea määritellä.

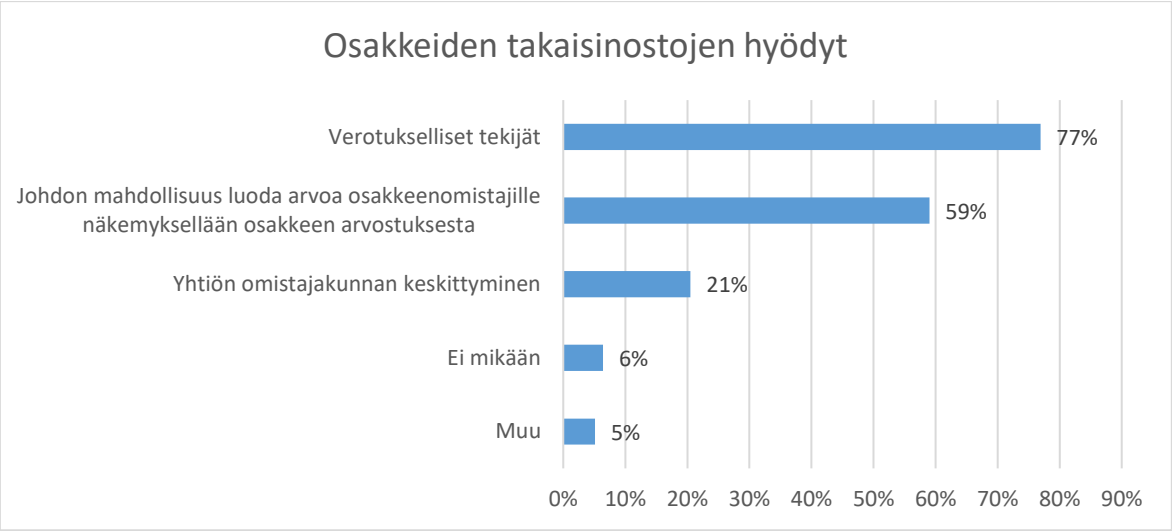
Kolmanneksi tärkeimpänä vastaajat pitivät osakkeen saatavuutta edulliseen hintaan ja vähiten tärkeänä yhtiön toiminnan arvojen kohtaamista sijoittajan omien arvojen kanssa. Yhtiön arvojen asettaminen viimeiseksi tällä listalla ei tarkoita, että vastaajat eivät niistä välittäisi, sillä kaikki listalla olevat tekijät ovat erittäin oleellisia sijoituspäätöstä tehdessä. Toki myös niin kutsuttuihin syntiosakkeisiin eli esimerkiksi tupakkaa tai alkoholia myyviin yhtiöihin sijoittaminen on silloin tällöin keskusteluun nouseva strategia. En usko sen suosion kuitenkaan olevan tämän tuloksen taustalla, vaikka syntiosakkeiden on historiallisesti havaittu tuottavan markkinoita paremmin (Troberg 2016, 49).

Townin (2021) muistilistan kaltaisia apuvälineitä sijoittamiseen on tarjolla runsaasti. Kyseinen lista valittiin kyselyyn kuitenkin kahdesta syystä. Ensimmäinen syy oli listan lyhyys, mikä teki siitä kyselyyn sopivan. Toinen syy oli listan kohta ”yhtiön johto on luotettava ja osaava”. Tämä kohta oli oleellinen, sillä kysymyksen avulla oli tarkoituksena tutkia, suosivatko sijoittajat, jotka pitävät luotettavaa johtoa tärkeänä prioriteettina osakkeiden takaisinostoja muita enemmän. Näiden muuttujien välillä ei kuitenkaan havaittu tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota. On huomioitava, että listan muuttujat järjestettiin suhteessa toisiinsa, joten myös sijoille 3 ja 4 johdon kyvyt sijoittaneet vastaajat saattoivat pitää johdon osaamista ja luotettavuutta erittäin tärkeänä.

4.4 Vastaajien näkemykset takaisinostojen hyödyistä ja haitoista

Vastaajille esitettiin kysymykset heidän näkemyksistään osakkeiden takaisinostojen hyödyistä ja haitoista. Molemmissa kysymyksissä oli kolme ennalta asetettua hyötyä tai haittaa, joiden lisäksi vastaajilla oli mahdollisuus lisätä oma vapaa vastaus. Vaihtoehtona molemmissa kysymyksissä oli myös ”ei mikään”, jonka valinta poisti muut vastausvaihtoehdot.

Kyselyn 78 vastaajasta 5 vastasi, ettei näe osakkeiden takaisinostoissa hyviä puolia. Loput 73 vastaajaa valitsivat yhteensä 126 ennalta esitettyä tai itse kuvaamaansa hyvää puolta. Kuvio 2 esittää, kuinka monta prosenttia vastaajista valitsi kunkin vaihtoehdon.

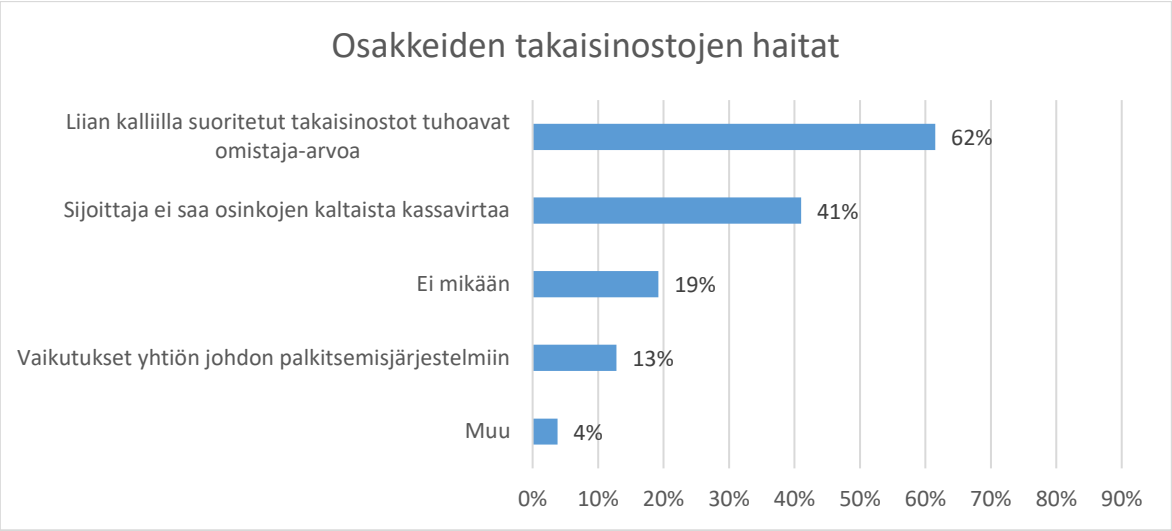


Kuvio 2. Vastaajien näkemykset osakkeiden takaisinostojen hyödyistä

Suosituin osakkeiden takaisinostojen hyöty vastaajien keskuudessa oli verotukselliset tekijät. Tämä kertoo luvussa 4.3 havaitun kilpailuedun arvostuksen tavoin vastaajien pitkästä sijoitushorisontista, sillä osakkeiden takaisinostojen verotukselliset hyödyt osinkoihin verrattuna pääosin menetetään osakkeen aikaisen myynnin myötä. Voitonjaon keinojen verotusta on käsitelty luvussa 2.4.

Toiseksi suosituin vaihtoehto viittaa yhtiön johdon mahdollisuuteen hyödyntää näkemystään yhtiön arvon määrittämisessä. Tätä johto taas voi hyödyntää osakkeiden takaisinostojen muodossa, jos yhtiön arvo tippuu alle määritellyn käyvän tason. Tämä on selvässä yhteydessä luvussa 3.3.1 esitellyn alihinnoittelun motivaation kanssa. Aikaisemmassa tutkimuksessa yhtiöiden talousjohtajat nimesivät osakkeen aliarvostuksen tärkeimmäksi syyksi osakkeiden takaisinostojen aloittamiselle, joten talousjohtajat ja sijoittajat vaikuttavat olevan samaa mieltä osakkeen arvostuksen merkityksestä takaisinostoille (Brav ym. 2003, 32).

15 vastaajaa puolestaan ei nähnyt osakkeiden takaisinostoissa haittapuolia. Loput 63 vastaajaa valitsivat 93 osakkeiden takaisinostoihin liittyvää ongelmaa (kuvio 3). Kuvion 3 prosenttiluvut kuvaavat kuvion 2 tavoin sitä, kuinka suuri osa vastaajista valitsi vaihtoehdon.



Kuvio 3. Vastaajien näkemykset osakkeiden takaisinostojen haitoista

Eniten huolta vastaajien joukossa herätti liian kalliilla suoritetut takaisinostot. Tämä on jossakin määrin kääntöpuoli kuviossa 2 esille tuodulle johdon mahdollisuudelle luoda arvoa osakkeenomistajille näkemyksellään osakkeen arvostuksesta. Vaihtoehdot eri kysymyksiin valittiin lähes yhtä monta kertaa (62 ja 59 prosenttia vastaajista). Täysin samoista vastaajista ei kuitenkaan ollut kyse, sillä vain 37 prosenttia kaikista vastaajista oli valinnut molemmat vaihtoehdot.

Toiseksi suurimmaksi huoleksi nousi osinkojen kaltaisen kassavirran puute. Vastauksen suosio oli hieman yllättävää, sillä vastaajien ikärakenteen perusteella valtaosan heistä voisi odottaa olevan vielä osakkeiden netto-ostajia, jolloin sijoituksista saatava kassavirta ei olisi niin keskeistä. Myös kotitekoisten osinkojen eli osan osakkeista myyminen kassavirran luonniksi tarvittaessa voisi paikata osinkojen puutetta. Mahdollisena selityksenä yllättävälle tulokselle voidaan esittää sijoittajien arvostusta osinkojen automaattisuudesta. Osa vastaajista ei myöskään mahdollisesti ole päätynyt ajattelemaan tai tutkimaan aihetta niin paljon, että olisi havainnut kotitekoiset osingot mahdollisuudeksi.

Yllättävän vähän vastauksia kerännyt vaihtoehto puolestaan oli vaikutukset johdon palkitsemisjärjestelmiin, sillä etenkin yhdysvaltalaismediassa tätä on käsitelty laajasti. Vastaajat saattavat luottaa johdon palkitsemisjärjestelmien kehittyneen siinä määrin, että tällaisia vaikutuksia ei enää merkittävissä määrin synny, tai jälleen eivät ole tulleet ajatelleeksi asiaa.

4.5 Avoimen kysymyksen vastaukset

Kyselyn viimeisenä kysymyksenä oli avoin kysymys, jossa vastaajien oli mahdollista kertoa vapaasti näkemyksensä osakkeiden takaisinostoista. Kysymykseen vastaaminen ei ollut pakollista. Avoimeen kysymykseen saatiin 46 vastausta, joista 40 sisälsi ymmärrettävää ja

merkityksellistä sisältöä. Vastauksissa toistui paljon strukturoiduissa kysymyksissä käsitellyt teemat, mutta vastaukset sisälsivät myös muita mielenkiintoisia näkökulmia ja kannanottoja.

Useimmiten vastauksissa esiintynyt näkemys oli osakkeiden takaisinostojen liian vähäinen käyttö Suomessa. Syiksi keinon vähäiselle käytölle esitettiin sijoittajien vähäistä ymmärrystä aiheesta, osinkoihin liian paljon keskittymistä sekä verovapaita osinkoja saavien toimijoiden vaikutusvaltaa. Yksi vastaajista mainitsi myös luvussa 1 esille tuodun Nokian epäonnistuneen takaisinosto-ohjelman syynä takaisinostojen vähäisyydelle Suomessa.

Moni vastaaja korosti osaavan johdon merkitystä osakkeiden takaisinostojen onnistumisen kannalta. Takaisinostojen kuvattiin vaativan johdolta näkemystä osakkeen arvosta sekä uskallusta toimia markkinan hinnoitellessa yhtiötä edullisesti.

Viisi vastaajaa kommentoi osakkeiden takaisinostojen verohyötyjä vastauksessaan. Hyvänä huomiona vastaajat kertoivat osakkeiden takaisinostojen olevan erityisesti pitkäaikaisen sijoittajan näkökulmasta hyvä keino voitonjakoon, sillä mitä pidempään sijoittaja voi lykätä verojen maksua tuotoista, sitä paremmin hän hyötyy korkoa korolle-efektistä. Esimerkiksi eläkkeellä olevat sijoittajat, jotka tarvitsevat jatkuvaa kassavirtaa sijoituksistaan taas saattavat hyötyä enemmän osingoista niiden 15 prosentin verovapaan osuuden vuoksi.

Muutama vastaaja kertoi pitävänsä osakkeiden takaisinostoja hyvänä lisänä yhtiön voitonjaon keinoksi osinkojen ohella. Näkemykset vaihtelivat sen suhteen, tulisiko osakkeiden takaisinostojen olla jokin vakio-osuus voitonjaosta vai tulisiko niitä käyttää vain sopivan hetken koittaessa.

Avoimen kysymyksen vastauksissa myös kritisoitiin osakkeiden takaisinostoja. Yhteistä kritiikin aihetta monella vastaajalla ei ollut, vaan aiheet vaihtelivat. Vastaajat kritisoivat osakkeiden takaisinostoja hämäriksi tai epäselviksi. Yksi vastaaja myös kritisoi sijoittajan osingoista saaman kassavirran puutetta ja toinen kertoi osakkeiden takaisinostojen kertovan yrityksen kyvyttömyydestä tai haluttomuudesta tehdä investointeja. Yleisesti ottaen osakkeiden takaisinostojen kritiikki oli määrältään paljon positiivisia kommentteja vähäisempää ja niukemmin perusteltua.

Yksittäiset vastaajat toivat myös mielenkiintoisia esiin nostamisen arvoisia kommentteja. Kaksi vastaajaa piti osakkeiden takaisinostojen osakekohtaisia tunnuslukuja parantavista ominaisuuksista. Molemmat pitivät keskeisenä pitkän aikavälin osakekohtaisen osingon kasvupotentiaalia osakemäärän vähentyessä.

Yksi vastaaja toi esiin osakkeiden takaisinostojen kurssiheiluntaa hillitsevän ominaisuuden. Tällä luulen vastaajan tarkoittavan tilannetta, jossa yhtiö ostaa osakkeitaan takaisin

kurssilaskusta huolimatta tai sen seurauksena, mikä lisää osakkeen kysyntää ja näin tukee osakekurssia. Yhtiöiden talousjohtajat ovat kertoneet, että omien osakkeiden takaisinostoja saatetaan kiihdyttää osakekurssin ollessa erityisen alhaalla (Brav ym. 2003, 8–9).

5 Yhteenveto ja pohdinta

Opinnäytetyön tarkoituksena oli kartoittaa suomalaisten yksityissijoittajien näkemyksiä osakkeiden takaisinostoista voitonjaon keinona. Lisäksi selvitettiin, toivoisivatko yksityissijoittajat takaisinostoja käytettävän enemmän sekä miten hyvin he ymmärtävät tämän voitonjaon keinon. Tutkimuksessa tarkasteltiin myös sijoittajien eri piirteiden yhteyttä siihen, mitä voitonjaon keinoa sijoittaja suosii.

Työssä käsiteltiin voitonjakoon liittyvää teoriaa etenkin yksityissijoittajan näkökulmasta sekä muutamaa aikaisemmin samasta aihepiiristä tehtyä tutkimusta. Yksityissijoittajien näkemyksiä oli kuitenkin aiemmin tutkittu hyvin vähän, ja nämä harvat tutkimukset keskittyivät pääasiassa osinkoihin. Myös osakkeiden takaisinostojen käytännön toteutusta ja syitä käytiin läpi.

Tutkimukseen kerättiin aineisto kyselytutkimuksen avulla, johon saatiin 78 vastausta. Aineiston strukturoituja kysymyksiä analysoitiin ristiintaulukoimalla ja tulokset esitettiin taulukoiden ja kuvioiden avulla. Avoimeen kysymykseen saadut vastaukset käsiteltiin teemoittain.

Tutkimuksen validiteettia heikentää huomattavasti sen aineistona käytetty näyte, joka on hyvin suoritettua otantaa selvästi epäluotettavampi. Kerättyjen taustatietojen perusteella vastauksia saatiin kuitenkin melko hajanaiselta joukolta, vaikka vastaajien ikä- ja sukupuolijakaumat eivät perusjoukkoa oikein kuvanneetkaan. Euroclearin (2021b) mukaan suomalaisia osakkeenomistajia oli lokakuussa 2021 noin 970 000. Näin ollen 95 prosentin luottamusvälin ja 5 prosentin virhemarginaalin saavuttamiseksi vastauksia olisi tarvittu 384 (The Reseach Advisors 2006).

Itse mittaustapahtuma saattoi hieman vaikuttaa mittauksen kohteisiin, sillä kaikki vastaajat eivät välttämättä olleet ajatelleet osakkeiden takaisinostoja kovinkaan syvällisesti. Kyselyyn vastauksia miettiessään vastaaja on saattanut muodostaa uusia näkemyksiä aikaisemmin vain vähän käsittelemästään aiheesta. En usko tämän kuitenkaan vaikuttaneen vastauksiin merkittävästi.

Tutkimustuloksista hyvällä luotettavuudella on yleistettävissä se, että osakkeiden takaisinostoja paremmin ymmärtävät sijoittajat myös vaikuttavat suhtautuvan niitä kohtaan suotuisammin. Kohtuullisesti tai sitä heikommin osakkeiden takaisinostoja ymmärtävät sijoittajat taas toivoivat useammin voitonjaon keinona käytettävän osinkoja. Koska osakkeiden takaisinostojen ymmärryksellä ja niihin suhtautumisella havaittiin yhteys, on osakkeiden takaisinostoja harkitsevan yhtiön syytä viestiä aikomuksistaan sijoittajille mahdollisimman

selkeästi pitääkseen sijoittajien näkemykset positiivisina. Esimerkiksi vertaus samansuuruiseen osingonjakoon saattaisi havainnollistaa sijoittajille takaisinostojen syitä ja vaikutusta.

Sijoituskokemuksella, koulutustasolla tai ulkomaisiin osakkeisiin sijoittamisella ei havaittu olevan yhteyttä kummankaan voitonjaon keinon suosimiseen. Myöskään johdon osaamista ja luotettavuutta suhteellisesti muita Townin (2021) listan muuttujia tärkeämpänä pitävien sijoittajien ei havaittu suosivan osakkeiden takaisinostoja enempää. Toisaalta avoimen kysymyksen vastauksissa monet vastaajat korostivat yritysjohdon tärkeyttä onnistuneiden osakkeiden takaisinostojen suorittamisessa.

Vaikka tutkitun näytteen perusteella ei voida tehdä koko suomalaisten yksityissijoittajien perusjoukon näkemyksiä kuvaavia yleistyksiä, mainitsemisen arvoista on, että vastaajista selvästi useampi piti osakkeiden takaisinostoja mieluisampana voitonjaon keinona kuin osinkoja. Lisäksi avoimeen kysymykseen saatujen vastausten yleisin teema oli osakkeiden takaisinostojen liian vähäinen käyttö Suomessa. Syinä positiiviseen asenteeseen olivat vastausten perusteella lähinnä verotukselliset tekijät sekä johdon mahdollisuus luoda arvoa osakkeenomistajille ostamalla osakkeita, kun yhtiö on edullisesti arvostettu. Toisaalta suurimpana haittapuolena osakkeiden takaisinostoissa nähtiin riski liian kalliilla suoritettuihin takaisinostoihin. Yllättävän suuri huoli vastaajien joukossa oli myös osingoista sijoittajan saaman kassavirran puute, sillä vastaava kassavirta on melko helposti luotavissa kotitekoisilla osingoilla. Vastaajien näkemykset erosivat egyptiläisten ja pakistanilaisten sijoittajien näkemyksistä tehtyjen tutkimusten tuloksista, joissa suhtautuminen osakkeiden takaisinostoihin oli negatiivista (Gad & El Din 2013, 495; Khan ym. 2018, 153). Vastaajien joukossa myös luottamus omaan ymmärrykseen osakkeiden takaisinostoista oli korkealla tasolla, sillä 74 prosenttia vastaajista luonnehti omaa ymmärrystään vähintään hyväksi.

Vastaajat eivät toisaalta olleet kovinkaan huolissaan osakkeiden takaisinostojen ja yhtiön johdon palkitsemisjärjestelmien välisestä yhteydestä. Vaikka on hyvä kuulla, että sijoittajat luottavat yritysjohdon vilpittömyyteen tai palkitsemisjärjestelmien laadukkaaseen suunnitteluun, on tämä kuitenkin mielestäni asia, jonka osalta sijoittajien on syytä olla valppaana, sillä intressiristiriidat voivat koitua osakkeenomistajalle kalliiksi.

Näiden tulosten perusteella suomalaisten yhtiöiden voisi olla hyvä pitää mielessään osakkeiden takaisinostot keinona voitonjakoon tietysti myös muiden sijoittajaryhmien edut huomioiden. Pienimuotoisia osakkeiden takaisinostoja voi olla myös hyödyllistä tehdä, jotta omistajakunta tottuu osakkeiden takaisinostoihin ja niitä on helpompi hyödyntää johdon havaitessa yhtiössä selvän aliarvostuksen.

Lähteet

Bagwell, L. S. 1991. Share Repurchase and Takeover Deterrence. The RAND Journal of Economics. Vol.22(1), 72–88. Viitattu 31.10.2021. Saatavissa https://www.jstor.org/stable/2601008

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C.R. & Michaely, R. 2003. Payout Policy in the 21st Century. National Bureau of Economic Research. Viitattu 21.10.2021. Saatavissa https://www.nber.org/papers/w9657

Corporate Finance Institute a. Principal-Agent Problem. Viitattu 20.10.2021. Saatavissa https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/principal-agent-problem/

Corporate Finance Institute b. What are Stock Buyback Methods? Viitattu 23.11.2021. Saatavissa https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/stock-buyback-methods/

Dravis, D. 2019. Dilution, Disclosure, Equity Compensation and Buybacks. The Business Lawyer. Vol.74, 631-658. Viitattu 31.10.2021. Saatavissa https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3472427

Edmans, A. 2017. The Case for Stock Buybacks. Harvard Business Review. Viitattu 25.10.2021. Saatavissa https://hbr.org/2017/09/the-case-for-stock-buybacks

Euroclear. 2021a. Tilastot – Mies- ja naispuoliset sijoittajat. Viitattu 3.11.2021. Saatavissa https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/male-and-female-investors.html#content_title_490127756

Euroclear. 2021b. Tilastot. Viitattu 25.11.2021. Saatavissa https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics.html

Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance. Vol.25(2), 383-417. Viitattu 26.10.2021. Saatavissa https://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1#metadata_info_tab_contents

FCLTGlobal. 2020. The Dangers of Buybacks: Mitigating Common Pitfalls. Viitattu 12.10.2021. Saatavissa https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/23/the-dangers-of-buybacks-mitigating-common-pitfalls/

Gad, K & El Din, G. 2013. Measuring Investors' Preferences, Attitudes, and Perceptions Toward Dividends. Proceedings of ASBBS Annual Conference: Las Vegas. Vol.20, 484–499. Viitattu 19.10.2021. Saatavissa https://www.semanticscholar.org/paper/MEASURING-INVESTORS'-

PREFERENCES%2C-ATTITUDES%2C-AND-on-Transport-Din/5ba259fec9a08d1671e961418214c3d088d37c1a#paper-header

Grullon, G. & Michaely, R. The Information Content of Share Repurchase Programs. The Journal of Finance. Vol.59(2), 651-680. Viitattu 23.11.2021. Saatavissa https://www.jstor.org/stable/3694910

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. Tutki ja kirjoita. 15. uudistettu painos. Helsinki: Tammi.

Khan, K., Ghafoor, M., Sheeraz, M. & Mahmood, S. 2018. Pay or not to Pay Dividends: Company Policy and Investor Expectations. The Lahore Journal of Business. Vol.7(1), 137-157. Viitattu 18.10.2021. Saatavissa https://www.researchgate.net/publication/334762255_Pay_or_not_to_Pay_Dividends_Company_Policy_and_Investor_Expectations

Kivi, H. 2006. Share Repurchase Practices in Finland. Viitattu 10.11.2021. Saatavissa https://www.semanticscholar.org/paper/Share-Repurchase-Practices-in-Finland-Kivi/24d452a0c4b1f76040be55f0fb24691e3a1a8d82

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2004. Moderni rahoitus. 3. uudistettu painos. Helsinki: WSOY.

Korkeamäki, T., Liljeblom, E. & Pasternack, D. 2009. Tax Reform and Payout Policy: Do Shareholder Clienteles or Payout Policy Adjust? Journal of Corporate Finance. Vol.16(4), 572-587. Viitattu 19.10.2021. Saatavissa https://helda.helsinki.fi/handle/10227/778

Mahmutovic, J. 2021. 7 Ways to Get the Truth on Surveys (+Reasons for Lying on Surveys). Viitattu 19.11.2021. Saatavissa https://www.surveylegend.com/customer-insight/lying-on-surveys/

Manconi, A., Peyer, U. & Vermaelen, T. 2018. Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol.54(5), 1899–1935. Viitattu 21.10.2021. Saatavissa https://www.researchgate.net/publication/327654473_Are_Buybacks_Good_for_Long-Term_Shareholder_Value_Evidence_from_Buybacks_around_the_World

Miller, M. H. & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. The Journal of Business. Vol.34(4), 411–433. Viitattu 28.10.2021. Saatavissa https://www.jstor.org/stable/2351143?seq=1#metadata_info_tab_contents

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2000. Yritysrahoitus. Helsinki: Edita.

Osakeyhtiölaki 624/2006. Finlex. Viitattu 12.10.2021. Saatavissa https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624#O4L15P1

Pabrai, M. 2007. The Dhandho Investor: The Low-Risk Value Method to High Returns. New Jersey: Wiley.

Palladino, L. 2019. Do Corporate Insiders use Stock Buybacks for Personal Gain? Roosevelt Institute. Viitattu 27.10.2021. Saatavissa https://rooseveltinstitute.org/publications/do-corporate-insiders-use-stock-buybacks-for-personal-gain/

Pettit, J. 2001. Is a Share Buyback Right for Your Company? Harvard Business Review. Viitattu 23.11.2021. Saatavissa https://hbr.org/2001/04/is-a-share-buyback-right-for-your-company

Peyer, U. & Vermaelen, T. 2009. The Nature and Persistence of Buyback Anomalies. The Review of Financial Studies. Vol.22(4), 1693-1745. Viitattu 24.11.2021. Saatavissa https://www.jstor.org/stable/30225707

Porter, M. E. 1985. Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. New York: Free Press. Viitattu 19.11.2021. Saatavissa https://www.semanticscholar.org/paper/Competitive-Advantage%3A-Creating-and-Sustaining-Porter/f5d6857c5e18f546fed8ba6a5826619cdf55f6c7

Rovio. 2021. Q3 2021 Interim report. Viitattu 11.11.2021. Saatavissa https://investors.rovio.com/en/financials-reports/interim-reports/year/2021#Yeartab

Shao, L., Kwok, C. & Guedhami, O. 2009. National Culture and Dividend Policy. Journal of International Business Studies. Vol.41, 1391-1414. Viitattu 19.10.2021. Saatavissa https://www.proquest.com/docview/838852196/fulltextPDF/77A7F6C3BD834E22PQ/1?accountid=202350

Suomen virallinen tilasto (SVT). 2020. Väestön koulutusrakenne. Helsinki: Tilastokeskus. Viitattu 3.11.2021. Saatavissa https://tilastokeskus.fi/til/vkour/2020/vkour_2020_2021-11-03_tie_001_fi.html

The Motley Fool. 2017. Does a Stock Buyback Affect the Share Price? Viitattu 24.11.2021. Saatavissa https://www.fool.com/knowledge-center/does-a-stock-buyback-affect-the-price.aspx

The Research Advisors. 2006. Sample Size Table. Viitattu 25.11.2021. Saatavissa https://www.research-advisors.com/tools/SampleSize.htm

Tosi, H., Werner, S., Katz, J. & Gomez-Mejia, L. 2000. How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. Journal of Management. Vol.26(2), 301–339. Viitattu 23.10.2021. Saatavissa https://www.researchgate.net/publication/247569983_How_Much_Does_Performance_Matter_A_Meta-analysis_of_CEO_Pay_Studies

Town, P. 2021. This Checklist Just Made Investing Simpler. Viitattu 17.11.2021. Saatavilla https://www.ruleoneinvesting.com/blog/how-to-invest/rule-one-investment-checklist/

Troberg, K. 2016. Sin Stock Returns on European Markets. Aalto University. Viitattu 18.11.2021. Saatavissa https://aaltodoc.aalto.fi/handle/123456789/22067

Tuloverolaki 1535/1992. Finlex. Viitattu 26.10.2021. Saatavissa https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1992/19921535#O3L2P33a

Verohallinto. 2021. Listatusta yhtiöstä saadut osingot. Viitattu 30.10.2021. Saatavissa https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osingot/listatusta-yhti%C3%B6st%C3%A4-saadut-osingot/

Vilén, S. 2016. Mikä on oikea tapa jakaa voitot omistajille? Inderes. Viitattu 28.10.2021. Saatavissa https://www.inderes.fi/fi/mika-oikea-tapa-jakaa-voitot-omistajille

Wikipedia. 2020. Markkinoiden tehokkuus. Viitattu 27.10.2021. Saatavissa https://fi.wikipedia.org/wiki/Markkinoiden_tehokkuus

Liite 1. Kyselylomake

1. Ikäryhmäsi
    a. Alle 26 vuotta
    b. 26–40 vuotta
    c. 41–55 vuotta
    d. 56–70 vuotta
    e. 71 vuotta tai vanhempi
2. Sukupuolesi
    a. Mies
    b. Nainen
    c. Muu / En tahdo kertoa
3. Mikä on korkein koulutustasosi? (Jos olet vielä opiskelija, ilmoita koulutustaso, jonka saavutat vuoden lopussa.)
    a. Peruskoulu
    b. Toinen aste (ylioppilastutkinto tai ammatillinen koulutus)
    c. Alempi korkeakoulututkinto (esim. ammattikorkeakoulututkinto, kandidaatin-tutkinto)
    d. Ylempi korkeakoulututkinto tai korkeampi
4. Kuinka pitkä kokemus sijoittamisesta sinulla on?
    a. Alle 1 vuosi
    b. 1–5 vuotta
    c. 6–10 vuotta
    d. 11–19 vuotta
    e. 20 vuotta tai enemmän

5. Mihin seuraavista omaisuuseristä olet sijoittanut?
    a. Rahastot
    b. Pörssinoteeratut rahastot (ETF)
    c. Kotimaiset osakkeet
    d. Ulkomaiset osakkeet
    e. Asunnot / kiinteistöt
    f. Virtuaalivaluutat
    g. Muut
6. Kuinka hyvin koet ymmärtäväsi osakkeiden takaisinoston logiikan voitonjaon keinona?
    a. Täysin
    b. Hyvin
    c. Kohtuullisesti
    d. Heikosti
    e. En ollenkaan
7. Yhtiön osake on näkemyksesi mukaan neutraalisti arvostettu ja sille on kertynyt taseeseen varoja jaettavaksi omistajille. Onko sinulle mieluisampi voitonjaon keino osingot vai osakkeiden takaisinostot?
    a. Osingot
    b. Osakkeiden takaisinostot
    c. Kumpi tahansa käy
    d. En osaa sanoa

8. Alla on Phil Townin osakevalintaan tarkoitettu muistilista (tekijät, jotka tulee huomioida ennen sijoituspäätöstä) vapaasti suomennettuna. Numeroi tekijät tärkeysjärjestykseen oman näkemyksesi mukaan, 1=tärkein, 4=vähiten tärkeä
    - Yhtiöllä on selvä kilpailuetu
    - Yhtiön johto on luotettava ja osaava
    - Yhtiön osake on tarjolla ”alennushintaan”
    - Yhtiön toiminta vastaa omia arvojasi
9. Mitkä seuraavista osakkeiden takaisinostojen ongelmiksi esitetyistä tekijöistä ovat omasta mielestäsi ongelmallisia?
    a. Vaikutukset yhtiön johdon palkitsemisjärjestelmiin
    b. Sijoittaja ei saa niistä osinkojen kaltaista kassavirtaa
    c. Liian kalliilla takaisinostetut osakkeet tuhoavat omistaja-arvoa
    d. Muu, mikä?
    e. Ei mikään
10. Mitkä ovat mielestäsi osakkeiden takaisinostojen hyviä puolia?
    a. Verotukselliset tekijät
    b. Yhtiön johdon mahdollisuus luoda arvoa osakkeenomistajille näkemyksellään osakkeen arvostuksesta
    c. Yhtiön omistajakunnan keskittyminen
    d. Muu, mikä?
    e. Ei mikään
11. Vapaa vastaus: mitä ajattelet osakkeiden takaisinostoista voitonjaon keinona?