



Pörssiyhtiöiden omien osakkeiden hankintojen motiivit

Samuel Kärkkäinen

Haaga-Helia ammattikorkeakoulu

2022

Tiivistelmä

Tekijä(t) Samuel Kärkkäinen
Tutkinto Tradenomi
Raportin/Opinnäytetyön nimi Pörssiyhtiöiden omien osakkeiden hankintojen motiivit
Sivu- ja liitesivumäärä 40
<p>Yritysten omien osakkeiden hankintojen yleistyessä on tärkeä ymmärtää, mitä niillä tarkoitetaan ja mitkä ovat hankintojen taustalla olevat motiivit. Sijoittamisen suosion jatkaessa kasvua on sijoittajien myös hyvä tiedostaa, miten yhtiöt voivat käyttää ylimääräisiä pääomiaan. Suomalaisia sijoittajia voi kuulla kutsuttavan osinkokansaksi, mutta omien osakkeiden hankintojen yleistyessä on myös ymmärtää, kuinka omien osakkeiden hankintojen kautta yhtiöt voivat myös jakaa osan tuloksestaan osakkeenomistajilleen. Suomalaista kirjallisuutta käsiteltävästä aiheesta, erityisesti ajankohtaista sellaista on saatavilla niukasti.</p> <p>Tämän opinnäytetyön aiheena on pörssiyhtiöiden omien osakkeiden hankintojen motiivit. Työn tavoitteena on ymmärtää, mikä saa yhtiöt ostamaan omia osakkeitaan pörssistä ja mihin hankittuja osakkeita käytetään. Motiivien läpikäymisen lisäksi työssä käsitellään omien osakkeiden hankintaan ja omistamiseen liittyvää lainsäädäntöä. Myös erilaisia hankintamenetelmiä omien osakkeiden ostamiseen käydään läpi opinnäytetyön teoriaosuuden lopussa. Sijoittajat voivat hyödyntää tämä opinnäytetyön tarjoamaa tietoa omien sijoituspäätöksiensä yhteydessä.</p> <p>Opinnäytetyö toteutettiin kvalitatiivisena eli laadullisena tutkimuksena. Koska opinnäytetyön tarkoituksena oli tulkita ja oppia ymmärtämään käsiteltävää aihetta, omien osakkeiden hankintoja, oli kvalitatiivinen tutkimusmenetelmä tämän vuoksi siihen sopiva tutkimusmenetelmä. Opinnäytetyön teoriaosuus on koottu monipuolisesti erilaisista lähteistä ja työssä on hyödynnetty mm. väitöskirjoja, artikkeleita, tutkimuksia ja oppikirjoja.</p> <p>Työ on rajattu käsittelemään aihetta vain julkisten osakeyhtiöiden näkökulmasta. Julkisen ja yksityisen osakeyhtiön välillä olevat merkittävimmät erot liittyvät yhtiömuotojen eroavaan lainsäädäntöön ja verotukseen, joita ei tässä työssä ole erikseen käyty läpi yksityisen osakeyhtiön näkökulmasta.</p> <p>Opinnäytetyön empiirinen osio on toteutettu käymällä läpi 4 esimerkkitapausta yrityksistä, jotka ovat ostaneet omia osakkeitaan. Tarkoituksena esimerkkien läpikäymisellä on havainnollistaa lukijalle konkreettisesti, miksi omia osakkeita ostetaan ja mitä niillä voidaan tehdä.</p> <p>Hankintojen taustalla olevat motiivit liittyvät usein yrityksen pääomaarakenteen parantamiseen, yritysostoihin varautumiseen, osakepohjaisiin kannustinjärjestelmiin, signalointiin tai ylimääräisten varojen palauttamiseen. Suomalaisen pörssiyhtiöiden omien osakkeiden hankintojen motiivit näyttäisivät tutkimusten mukaan olevan yhtenevät myös kansainvälisten tutkimustulosten kanssa hankintojen taustalla olevista motiiveista. Hankintojen taustalta ei usein löydy yhtä tiettyä syytä, vaan taustalla voi vaikuttaa useampi eri motiivi.</p>
Asiasanat Osakkeet, hankinta, osakeyhtiöt, pörssi, sijoittaminen, motiivit

Sisällys

1	Johdanto.....	1
1.1	Opinnäytetyön rakenne.....	1
1.2	Opinnäytetyön aiheen rajaus	2
1.3	Tutkimusmenetelmä	2
2	Taustatietoa omien osakkeiden hankinnoista.....	4
2.1	Keskeiset käsitteet.....	4
2.2	Lainsäädäntö ja juridiikka.....	5
3	Motiivit ja yleisyys	7
3.1	Omien osakkeiden hankintojen yleisyys.....	8
3.2	Yrityskaupat.....	10
3.3	Tunnusluvut ja yrityksen pääomarakenne	11
3.4	Palkitsemisjärjestelmät	14
3.5	Signalointi.....	16
3.6	Vaihtoehto osingoille ja verotus	18
4	Omien osakkeiden hankintamenetelmät	21
4.1	Omien osakkeiden hankinta avoimesti.....	21
4.2	Kiinteähintainen ostotarjous	22
4.3	Hollantilainen huutokauppa.....	22
4.4	Kohdennettu takaisinosto.....	24
5	Caset.....	25
5.1	Case Sampo Oyj	26
5.1.1	Omien osakkeiden osto-ohjelma	26
5.1.2	Hankinnat omistaja-arvon luomisen näkökulmasta	27
5.2	Case Rovio Entertainment Oyj.....	28
5.2.1	Omien osakkeiden osto-ohjelmat	29
5.2.2	Yrityskauppa	30
5.3	Case Qt Group Oyj	31
5.3.1	Kannustin- ja optio-ohjelmat	31
5.4	Digia Oyj.....	33
5.4.1	Johdon kannustinjärjestelmä	33
5.4.2	Omien osakkeiden osto-ohjelma	34
6	Pohdinta	36
6.1	Tutkimuksen luotettavuus	37
6.2	Kehitys- ja jatkotutkimusehdotukset.....	38
6.3	Oman oppimisen arviointi	39
	Lähteet.....	41

1 Johdanto

Moni sijoittaja saattaa sivuuttaa yhtiöiden ilmoitukset omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmista, sillä niitä ei pidetä tärkeänä. Osalla sijoittajista voi olla myös negatiivisia kokemuksia yhtiöistä, jotka ovat ostaneet omia osakkeitaan mutta epäonnistuneet siinä. Omien osakkeiden hankinnat voivat kuitenkin järkevästi tehtynä luoda merkittävää omistaja-arvoa. Omistaja arvon luomisella tarkoitetaan tuottoa, jonka yritys tekee sijoittajilta saaduille pääomille (Kinnunen 2019).

Tämä opinnäytetyö käsittelee pörssiyhtiöiden omien osakkeiden hankintojen taustalla olevia motiiveja. Omien osakkeiden ostoilla tarkoitetaan tapahtumaa, missä yhtiö ostaa takaisin omia osakkeitaan, jotka se on aikaisemmin laskenut liikkeelle julkisen kaupankäynnin kohteeksi (Saario 2020, 192.) Omien osakkeiden ostoista ja niihin liittyvistä motiiveista on kirjoitettu paljon mm. Yhdysvalloissa, mutta Suomessa tehtyjä tutkimuksia on huomattavasti vähemmän.

Opinnäytetyön päätavoitteena on löytää vastaus kysymykseen, miksi pörssiyhtiöt ostava omia osakkeitaan. Tavoitteeseen pääsemiseksi työssä on käyty läpi yleisimmät motiivit, lainsäädäntö, verotukselliset näkökulmat ja muut vaihtoehdot kuten osingot ylimääräisen pääoman käytölle. Edellä mainittujen asioiden läpikäymisen tarkoituksena on havainnollistaa syitä ja näkökulmia, miksi yhtiöt voivat olla halukkaita hankkimaan omia osakkeitaan. Työn tavoitteena on myös yleisesti levittää tietoa omien osakkeiden ostojen hyödyistä ja haitoista, erityisesti sijoittajille ja yritysjohtajille.

Aiheen valikoitumiseen vaikutti oma mielenkiintoni sijoittamiseen, sekä oma havainto yleisistä asenteista yhtiöiden omien osakkeiden hankintoja kohtaan, jotka kokemukseni perusteella ovat usein negatiivisia. Aihe on myös hyvin ajankohtainen, sillä Suomessa osakesijoittajien määrä on ensimmäisen kerran ylittänyt miljoonan rajan (Euroclear 2022). Tämä tarkoittaa sitä, että markkinoilla on paljon uusia sijoittajia, joille aihe on voi olla täysin tuntematon. Omien osakkeiden hankintojen suosion on myös havaittu olleen nousussa ympäri maailmaa, mukaan lukien Suomessa (Kowerski 2011; Tomperi 2004, 8; Eije & Megginson 2008).

1.1 Opinnäytetyön rakenne

Opinnäytetyö alkaa johdannolla, jossa käydään läpi valitun aiheen taustaa, tutkimuksen rajaus ja tutkimusmenetelmä. Johdannon jälkeen opinnäytetyö jatkuu teoriaosuudella. Teoriaosuuden alussa esitetään aihepiirin olennaisimmat termit, jonka jälkeen käydään läpi omien osakkeiden hankintaan vaikuttavaa lainsäädäntöä, motiiveja ja hankintamenetelmiä. Lainsäädäntöä on käyty läpi pintapuolisesti ja nostettu esille vain oleellisimmat säädökset. Työssä on pyritty esittelemään ja käymään läpi omien osakkeiden hankintojen motiiveja mahdollisimman laajasti. Teoriaosuuden

lopussa käydään vielä läpi erilaiset hankintamenetelmät, miten yhtiöt voivat ostaa omia osakkeitaan.

Työn empiirisessä osiossa käydään läpi 4 esimerkkitapausta yhtiöistä, jotka ovat ostaneet tai käyttäneet omia osakkeitaan tiettyyn tarkoitukseen. Empiirisen osion tarkoituksena on antaa konkreettiset esimerkit teoriaosuudessa läpi käydyistä omien osakkeiden ostamisen taustalla piilevistä motiiveista. Opinnäytetyön viimeisessä luvussa käsitellään keskeisiä johtopäätelmiä, tutkimuksen luotettavuutta sekä annetaan ehdotuksia jatkotutkimuksia varten.

1.2 Opinnäytetyön aiheen rajaus

Työ on rajattu käsittelemään aiheita vain julkisten osakeyhtiöiden näkökulmasta. Julkisella osakeyhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiötä, joka on listautunut pörssiin. Käsiteltävät motiivit omien osakkeiden hankinnoille pätevät myös listaamattomien osakeyhtiöiden kohdalla, mutta esimerkiksi lainsäädäntö ja osinkojen verotus eroavat näiden yhtiömuotojen välillä. Näitä ei siis tulla tarkastelemaan yksityisten osakeyhtiöiden näkökulmasta tarkemmin.

Opinnäytetyön empiiriseen osioon on otettu käsiteltäväksi vain suomalaisia yhtiöitä. Suomalaisten yhtiöiden valitsemisen tarkoituksena oli lisätä tutkimuksen luotettavuutta, osoittamalla suomalaisten yhtiöiden omien osakkeiden hankintojen motiivien olevan yhtenevät tutkimustulosten kanssa, joissa on käsitelty ulkomaalaisia yhtiöitä.

1.3 Tutkimusmenetelmä

Opinnäytetyö on tehty laadullisella eli kvalitatiivisella menetelmällä. Erikssonin ja Kovalaisen (2008, luku 1) mukaan laadullinen tutkimusmenetelmä soveltuu erinomaisesti, kun halutaan tulkita sekä ymmärtää tutkittavaa aiheetta paremmin. Kvantitatiiviset eli määrälliset tutkimusmenetelmät soveltuisivat taas paremmin käsittelemään tilastollista analyysiä ja hypoteesien testaamista. Tämän lisäksi määrälliset eli kvantitatiiviset tutkimukset ovat alttiimpia abstrakteille, jäsennellyille sekä standardoiduille tavoille kerätä ja tutkia empiiristä tietoa. (Eriksson & Kovalainen 2008, luku 1.)

Laadullinen tutkimusmenetelmä myös mahdollistaa reflektiivisten näkemysten antamisen tutkittavasta aiheesta. Omien osakkeiden hankinnat olivat minulle aiheena jo tuttu ennen opinnäytetyön kirjoittamista, joten minulta löytyi tietyt näkemykset ja mielipiteet tutkittavaa aiheetta kohtaan. Olin kiinnostunut kuitenkin tutkimaan aiheetta siinä muodossa, mikä mahdollistaisi omien ajatusten ja mielipiteiden kriittisen tarkastelun ja kyseenalaistamisen.

Laadullinen tutkimusmenetelmä oli edellä mainittujen seikkojen vuoksi luonnollinen valinta tämän opinnäytetyön tutkimusmenetelmäksi. Yritysten omien osakkeiden hankintojen motiivien tarkastelun tarkoituksena on juuri tulkita sekä pyrkiä ymmärtämään kyseistä ilmiötä. Työn empiirinen osion tarkoituksena on havainnoida tutkittavaa ilmiötä konkreettisten esimerkkien avulla, jonka vuoksi laadullinen tutkimusmenetelmä sopi erinomaisesti myös kyseisen osion tekemiseen.

Työn aineisto on kerätty monipuolisesti eri lähteistä. Teoriaosuudessa on käytetty hyväksi mm. oppikirjoja, tutkimuksia, artikkeleita ja väitöskirjoja. Lähteistä on saatu koottua laaja ja kattava teoriaosuus, joka sisältää kuitenkin vain aiheelle oleellisten asioiden tarkastelua. Empiirisen osion tiedot ovat kerätty case yhtiöiden omilta verkkosivuilta löytyvistä pörssitiedoiteista ja vuosikertomuksista.

2 Taustatietoa omien osakkeiden hankinnoista

Tämän kappaleen tarkoituksena on käydä läpi omien osakkeiden hankintaan ja käyttöön liittyvää teoriaa. Aluksi kappaleessa käsitellään yleiset termit liittyen aiheeseen, kuten mikä on osake ja mitä omien osakkeiden osto käytännössä tarkoittaa. Seuraavaksi kappaleessa perehdytään omien osakkeiden ostoon liittyvään lainsäädäntöön ja juridiikkaan.

2.1 Keskeiset käsitteet

Osake on osuus osakeyhtiöstä, jonka omistajalla on oikeus osaan yhtiön pääomista sekä oikeus osallistua yrityksen yhtiökokoukseen, missä osakkeiden omistajat päättävät yhtiöön liittyvistä asioista, kuten hallituksen kokoonpanosta (Saario 2020, 19–20). Yhtiökokouksissa päätökset tehdään enemmistöperiaatteella (Niskanen & Niskanen 2016, 13.) Mitä suurempi omistusosuus omistajalla on, sitä suurempi painoarvo hänen äänellään on. Yhtiöt voivat myös laskea liikkeelle erityyppisiä osakelajeja, jotka tuottavat erilaiset äänioikeudet. Yhtiön motiivi laskea liikkeelle useampia osakelajeja voi johtua pääomistajan halusta vähentää yhtiökohtaista riskiä sijoituksissaan. Riski vähenee, sillä omistajan ei tarvitse omistaa yhtä monta osaketta pitääkseen itsellään saman äänimäärän. (Howell 2014.) Eri osakelajit tunnistaa yleisesti niiden loppuosasta löytyvästä kirjaimesta tai numerosta. Tätä on havainnollisesti taulukossa 1, jossa on hyödynnetty esimerkkinä Kesko Oyj:n osakelajeja.

Taulukko 1. Osakelajit (Kesko 2021)

	Osake A	Osake B
Tunnus	KESKOA (OMX)	KESKOB (OMX)
ISIN-Koodi	FI0009007900	FI0009000202
Äänimäärä/osake	10 ääntä	1 ääni
Osakemäärä	126 948 028 kpl	273 130 980 kpl

Kesko Oyj:n tapauksessa eriävät osakelajit ovat jaettu A ja B osakkeisiin, kuten taulukossa 1 on esitetty. Tunnuksen lopussa esiintyvä merkki OMX on lyhenne, jota käytetään Helsingin pörssistä, eli se viittaa kauppapaikkaan, missä osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena. Keskon tapauksessa Osake A tuottaa omistajalle 10 äänioikeutta yhtä omistettua osaketta kohti, kun taas osake B antaa

omistajalleen vain 1 äänen. Yrityksillä voi olla monenlaisia motiiveja eri osakelajien liikkeeseenlaskuun, joita en kuitenkaan käy tässä opinnäytetyössä läpi, sillä ne eivät ole tämän tutkimuksen kannalta oleellista tietoa.

Omien osakkeiden ostoilla tarkoitetaan tapahtumaa, missä yhtiö ostaa takaisin omia osakkeitaan, jotka se on aikaisemmin laskenut liikkeelle julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Päätös omien osakkeiden ostamisesta tapahtuu yhtiökokouksessa (Saario 2020, 192). Suomessa vuosittain yli 20 pörssi-yhtiötä on hakenut yhtiökokoukselta valtuutusta aloittaa omien osakkeiden hankinta (Niskanen & Niskanen 2016, 156). Syitä ja motivaatioita omien osakkeiden hankinnalle käydään tarkemmin läpi kappaleessa 3.

Tutkimuksessa puhutaan myös osakkeiden arvosta sekä niiden hinnoista. On hyvä ymmärtää, että nämä kaksi asiaa eroavat toisistaan. Osakkeen arvosta käytetään myös sanaa käypä arvo. Aswath Damodaran (2011, 58) mukaan käypä arvo on arvo, joka sisäistää kaikki yrityksen fundamentaaliset perustekijät. Näitä ovat mm. arviot kasvusta, riskeistä ja tulevaisuuden kassavirroista. Tämän lisäksi käyvän arvon laskemisessa tulisi ottaa huomioon laadullisia tekijöitä, kuten yhtiön teknologia edut ja johdon kyvykkyys. (Damodaran 2011, 58.) Yksi tunnettu menetelmä käyvän arvon laskemiseen on DCF-malli. DCF tulee sanoista discounted cash flow ja siinä diskontataan yhtiön tulevaisuuden kassavirrat nykyhetkeen. Käyvän arvon laskemiseen ei kuitenkaan ole yhtä tiettyä tapaa. Tämän lisäksi käypä arvo on aina näkemys, eikä oikeaa vastausta käyvästä arvosta ole. Osakkeen hinta taas tarkoittaa summaa, millä osaketta voi ostaa pörssistä.

2.2 Lainsäädäntö ja juridiikka

Omien osakkeiden ostamisesta tuli Suomessa laillista 1.9.1997 silloin voimaan tulleen osakeyhtiölain (Osakeyhtiölaki 734/1978) uudistuksen myötä. Muutoksesta säädettiin lain 7. luvun 1–2 §:ssä. Kyseinen osakeyhtiölaki on kumottu ja nykyään Suomessa omien osakkeiden käytännöistä säädetään päivitetyn osakeyhtiölain (Osakeyhtiölaki 624/2006) 15. luvun 1–14 §:ssä. Lain soveltamisen rajoituksista säädetään osakeyhtiölain (OYL 624/2006) 15. luvun 2 §:ssä, jonka mukaan luvun säännöksiä ei sovelleta, jos yhtiö saa omia osakkeita vastikkeetta, ostaa yhtiön saamisesta ulosmittatun osakkeen huutokaupassa tai kun yhtiö saa haltuunsa omia osakkeitaan sulautumisen, jakautumisen tai muun luovutustoimenpiteen seurauksena.

Julkisissa osakeyhtiöissä päätös omien osakkeiden hankkimisesta tehdään yhtiökokouksessa määräenemmistöpäätöksellä. Määräenemmistöpäätös tarkoittaa sitä, että kokouksen päätökseksi tulee ehdotus, joka saa vähintään kaksi kolmasosaa äänistä (OYL 624/2006.) Osakeyhtiölain (OYL 624/2006) 15. luvun 5 §:n mukaan omien osakkeiden hankinnat on tehtävä yrityksen vapaalla

omalla pääomalla, jolla tarkoitetaan yrityksen edellisten tilikausien voittoja. Tämän lisäksi yhtiökouksen päätöksessä on tultava ilmi valtuutuksen voimassaoloaika, joka voi olla enintään 18kk, hankittavien osakkeiden enimmäismäärä ja vastikkeen enimmäis- ja vähimmäismäärä. Voimassaoloaika määrittää ajan, milloin valtuutus on voimassa. On kuitenkin hyvä huomioida, että valtuutus ei kuitenkaan sido yhtiötä aloittamaan omien osakkeiden hankintoja. Osakeyhtiöt eivät kuitenkaan voi hankkia omia osakkeitaan haltuunsa niin paljon kuin haluavat. Tarkemmin omien osakkeiden hallussapidosta säädetään osakeyhtiölain 15. luvun 11 §:ssä, jonka mukaan julkisella osakeyhtiöllä ja sen tytäryhtiöillä ei saa olla hallussaan yhteensä 10 prosenttia kaikista osakkeista. Yksityisen osakeyhtiön omien osakkeiden hankinta ei ole yhtä rajoitettua, Osakeyhtiölain 15. luvun 11 §:n mukaan yksityiset osakeyhtiöt eivät saa hankkia tai lunastaa kaikkia osakkeitaan, mikä tarkoittaa, että yrityksellä on silti mahdollisuus lain puitteissa hankkia merkittävä osa osakkeistaan takaisin niin halutessaan. (OYL 624/2006.) Yksityisten osakeyhtiöiden lainsäädännön tarkastelu ei kuitenkaan ole tämän työn kannalta oleellista, jonka vuoksi sitä ei käydä tarkemmin läpi.

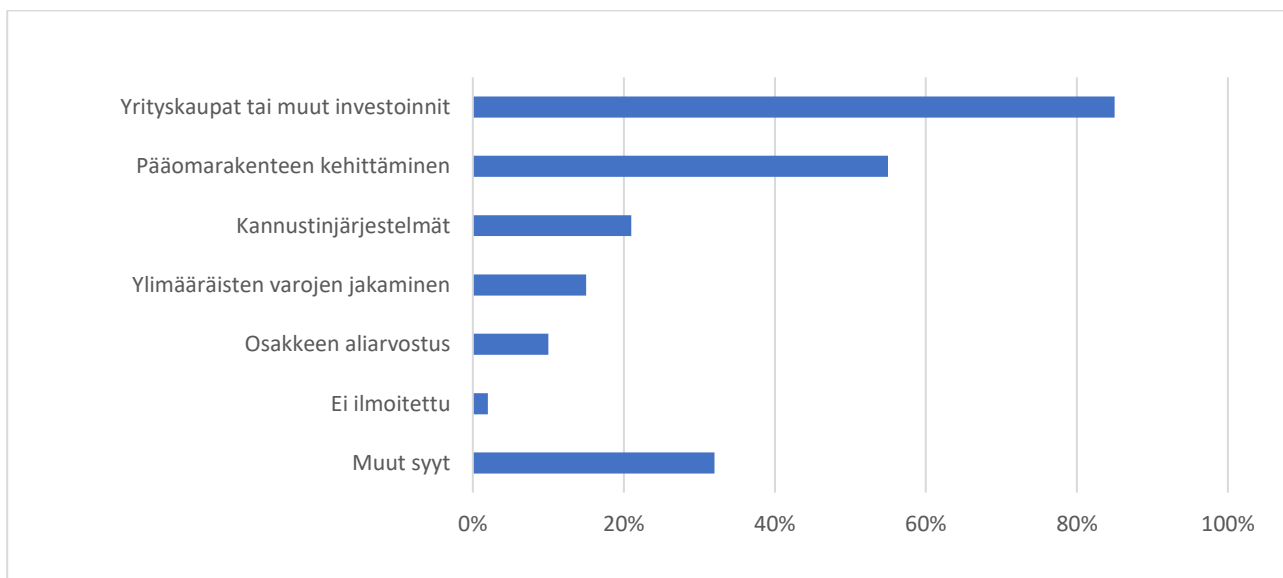
3 Motiivit ja yleisyys

Tämän kappaleen tarkoituksena on käydä läpi erilaisia motiiveja ja syitä, mitkä vaikuttavat yritysten päätöksiin ostaa omia osakkeitaan. Ennen motiivien läpi käymistä käsitellään omien osakkeiden hankintojen yleisyyttä. Motiivien läpikäymisen jälkeen omien osakkeiden ostoja verrataan toiseen voitonjako tapaan, osinkoihin.

Yritysten omien osakkeiden hankintojen taustalta ei yleisesti löydy vain yhtä tiettyä syytä, vaan päätökseen vaikuttaa useat eri motiivit, sillä yhtiöt voivat käyttää omia osakkeitaan useampaan eri tarkoitukseen (Grullon & Ikenberry 2000). Useat tutkimukset ovat löytäneet positiivisen korrelaation omien osakkeiden ostoilla ja positiivisella osakkeen kurssikehityksellä (Zeng & Luk 2020; Manconi, Peyer & Vermaelen 2019). Tutkimustuloksilla voidaan olettaa olevan positiivinen vaikutus yritysjohtajien mielikuvaan omien osakkeiden hankinnoista ja niillä voidaan ainakin osittain selittää omien osakkeiden suosion kasvua, joka on ollut erityisen korkea etenkin Yhdysvalloissa (Zeng & Luk 2020).

Karhunen (2002) tutki suomalaisten yhtiöiden omien osakkeiden hankintoja Suomessa ajanjaksolla 1998–2001. Tutkimuksen hän jakoi 3 osioon. Ensimmäinen osio käsitteli sijoittajien motiiveja myydä osakkeita takaisin yhtiöille, toinen osio koostui yhtiöiden motiiveista ostaa omia osakkeitaan avomarkkinoilta ja kolmas osio käsitteli sijoittajien reaktioita yhtiöiden omien osakkeiden ostoihin. Tutkimustulokset hankintojen taustalla piilevistä motiiveista on esitelty taulukossa 2. (Karhunen 2002, 1–93.)

Taulukko 2. Omien osakkeiden hankintojen syyt Suomessa 1.1.1998 - 30.11.2002 (mukaillen Karhunen 2002, 91–93)



Tutkimuksen mukaan yleisimmät syyt omien osakkeiden hankinnoille olivat varautuminen yritysostoja ja muita investointeja varten (n. 85 %), pääomarakenteen kehittäminen (55 %), ja niiden käyttäminen kannustinjärjestelmissä (21 %). Yhtiöillä on Karhusen (2002) mukaan tapana ilmoittaa omien osakkeiden hankinnoille useampi syy, jotta hankinnoille ei syntyisi rajoitteita. Yritykset pysyivät valitsemaan useamman vastauksen Karhusen (2002) teettämässä kyselyssä.

3.1 Omien osakkeiden hankintojen yleisyys

Omien osakkeiden hankinnat ovat useiden tutkimusten mukaan olleet kovassa kasvussa (Kowerski 2011; Tomperi 2004, 8; Eije & Megginson 2008). 1980-luvulta lähtien yhdysvaltalaiset pörssiyhtiöt ovat ostaneet omia osakkeitaan pörssistä pois enemmän kuin uusia osakkeita on laskettu markkinoille Saario (2020, 192). Suomessa 22 yhtiöllä vuonna 1998 oli valtuutus hankkia omia osakkeitaan, vastaava luku vuonna 2002 oli 60 (Tomperi 2004, 8). Omien osakkeiden hankintojen voidaan siis todeta olleen kasvussa myös Suomessa. Hankintojen yleistymistä on havainnollistettu Karhusen (2002, 62) teettämän tutkimuksen tuloksilla taulukossa 3.

Taulukko 3. Omien osakkeiden hankintojen valtuutukset ja toteutumisprosentit Suomessa 1.1.1998 – 1.8.2001 (mukaillen Karhunen 2002, 62)

<i>Vuosi</i>	<i>Takaisinosto valtuutukset (lkm)</i>	<i>Ostopäiviä (lkm)</i>	<i>Hankintojen arvot (milj. euroa)</i>	<i>Keskimääräinen toteutumisprosentti</i>
1998	22	420	391	33,5 %
1999	30	738	448	25,8 %
2000	48	1469	852	22,9 %
<i>Yhteensä</i>	100	2627	1691	26,1 %

Taulukosta 3 voimme havaita valtuutuksien kasvaneen vuosi vuodelta. Tämän lisäksi myös osakkeita on myös ostettu entistä suuremmilla summilla kuin vuotta aikaisemmin. Keskimääräinen toteutumisprosentti havainnollistaa, kuinka monta prosenttia valtuutetusta summasta yhtiöt ovat hankkineet. Yhtiöt käyttävät siis enemmän rahaa osakkeiden ostamiseen, mutta ostavat vähemmän kuin mihin he ovat valtuutettuja. Valtuutusten voidaan siis todeta kasvaneen vuosi vuodelta tarkastelu ajanjakson aikana. Koska yhtiökokouksen valtuutus omien osakkeiden hankinnoille ei kuitenkaan sido yhtiötä niin toimimaan, on myös hyvä tutkia kuinka suuri osuus yhtiöistä jättää val-

tuutuksen käyttämättä. Karhunen (2002) tutki myös tätä osana tutkimustaan, ja löydökset on havainnollistettu taulukossa 4. Taulukko havainnollistaa kuinka suuri osa taulukon 3 yhtiöistä päätyi ostamaan osakkeitaan valtuutuksen nojalla, sekä kuinka paljon kyseiset yhtiöt ostivat osakkeita.

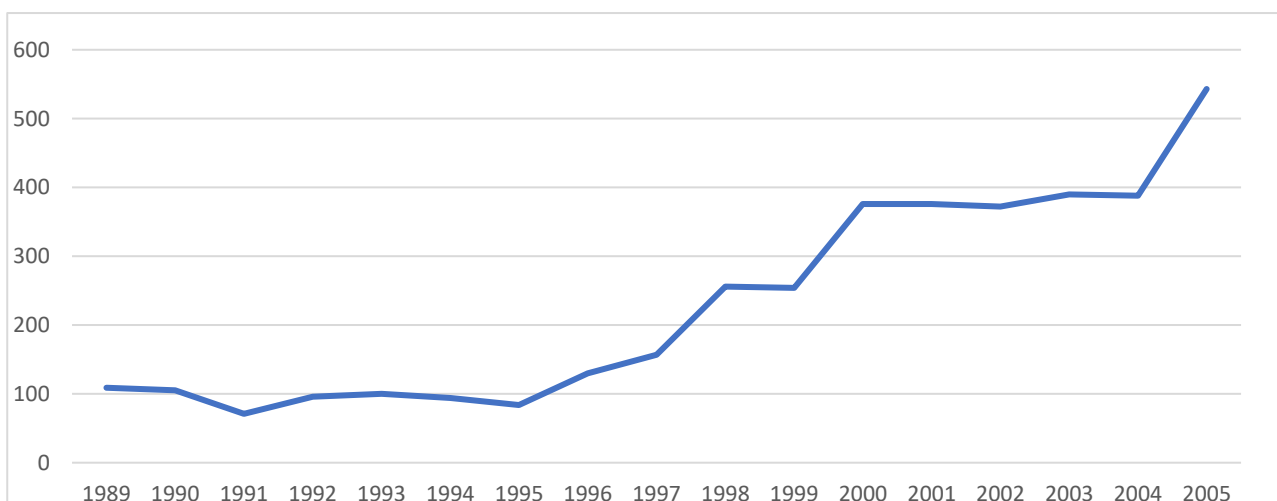
Taulukko 4. Hankintojen toteutuminen 1.1.1998 – 1.8.2001 (mukaillen Karhunen 2002, 62)

Hankittujen osakkeiden määrä	Yhtiöiden lukumäärä
0 %	52
0-25 %	13
25 - 50 %	10
50 - 75 %	8
75 - 100 %	17
Yhteensä	100

Taulukon 4 mukaan jopa 52 % yhtiöistä jätti yhtiökokouksen valtuutuksen käyttämättä, eivätkä ostaneet yhtäkään osaketta. Tämän vuoksi on hyvin tärkeää erottaa yhtiöiden ilmoitukset yhtiökokouksen valtuutuksesta sekä itse valtuutuksien käyttämisestä.

Hieman ajankohtaisempaa tietoa antaa Eijen ja Megginsonin (2008) tekemä tutkimus, joka käsittelee eurooppalaisten yritysten osinkojen ja omien osakkeiden hankintojen yleisyyttä. Tutkimusaineiston yritykset ovat ennen vuotta 2005 EU:hun liittyneitä teollisia yrityksiä. Omien osakkeiden yleistymistä Euroopassa on havainnollistettu taulukossa 5. Ennen vuoden 2005 vappua liittyneistä EU:n valtioista käytetään lyhennettä EU-15. Lyhenne viittaa sen hetkisiin jäsenvaltioihin, joita oli 15. Kyseiset valtiot ovat Espanja, Itävalta, Belgia, Ruotsi, Ranska, Saksa, Kreikka, Italia, Irlanti, Luxemburg, Hollanti, Portugali, Suomi, Tanska ja Englanti. (OECD 2005.)

Taulukko 5. Omia osakkeita ostavien teollisten EU-15 yhtiöiden määrä (mukaillen Eije & Megginson 2008)



Vaikka Suomessa ja Euroopassa omien osakkeiden hankinnat ovatkin yleistymässä, eivät ne vielä ole lähelläkään mm. Yhdysvaltojen tai Japanin tasoa. Kowerskin (2011) tekemän tutkimuksen mukaan vuosien 2001–2006 aikana 41,6 % Yhdysvaltalaisista yhtiöistä ostivat omia osakkeitaan. Vastaava luku japanilaisille yrityksille oli 59,1 %, eli yli puolet japanilaisista yhtiöistä ostivat omia osakkeitaan kyseisen tarkastelu ajanjakson aikana.

3.2 Yrityskaupat

Omien osakkeiden hankinnan taustalla voi olla halu suojautua mahdollisilta yrityskaappauksilta tai valmistautua tulevaisuudessa tehtäviin yritysostoihin, joissa tarkoituksena on käyttää maksuvälineenä yhtiön omia osakkeita (Niskanen & Niskanen 2016, 156; Yallapragada 2014). Niskasen ja Niskasen (2016, 156) mukaan yritysostoihin varautuminen pääomarakenteen kehittämisen lisäksi on ollut suosituin syy omien osakkeiden hankinnalle. Tämä on linjassa myös Karhusen (2002) tekemän tutkimuksen tuloksen kanssa.

Yrityskaappauksessa kohdeyrityksen johto ei ole halukas myymään liiketoimintaansa, mutta valtaaja pyrkii tästä huolimatta hankkimaan kohdeyrityksen osakkeita kaikin mahdollisin tavoin, tavoitteenaan saavuttaa määräysvalta-asema vallattavassa yhtiössä (Pönkä 2008, 738). Yrityskaappauksen kohteena oleva yhtiö voi pyrkiä ehkäisemään valtausta ostamalla omia osakkeitaan pörssistä. Takaisinostoissa yritys ostaa osakkeita omistajilta, jotka ovat valmiita luopumaan osakkeistaan matalimpaan hintaan. Tämän seurauksena yritysvaltaajille jää hankittavaksi osakkeita, joiden hinta on korkeampi. Yritysvaltaajat voivat näin ollen perääntyä aikeistaan, mikäli osakkeiden hankintahinta ylittäisi summan, mikä yrityksestä oltaisiin valmiita maksamaan. (Dittmar 2000.)

Omia osakkeita voidaan myös käyttää yrityskauppojen yhteydessä maksuvälineenä. Tällöin ostettavan yrityksen henkilökunta, jotka vastaanottavat uuden omistajan osakkeita, pääsevät nauttimaan kaupasta syntyvistä synergiaeduista sekä osakkeen hinnan noususta. (Pörssisäätiö 2016, 5.) Osakkeen hinnan voidaan olettaa nousevan kaupan yhteydessä, sillä synergiaetujen tulisi näkyä liiketoiminnan kehityksessä positiivisesti.

Omien osakkeiden käyttö yrityskaupoissa on yleistynyt 2000-luvulle tultaessa todella nopeasti. Vuonna 1988 yli 60 % yli 100 miljoonan arvoisista yrityskaupoista maksettiin kokonaan käteisellä ja vain 2 % kaupoista maksettiin kokonaan osakkeilla. Vuonna 1998 asiat olivat melkein päinvastoin ja 50 % yli 100 miljoonan kaupoista maksettiin kokonaan osakkeilla ja vain 17 % kokonaan käteisellä. (Rappaport & Sirower 1999.)

3.3 Tunnusluvut ja yrityksen pääomarakenne

Tunnusluvuilla tarkoitetaan yhtiön taloudellisen tilanteen ja osakkeen arvostuksen arviointiin käytettyjä lukuja. Yhtiökohtaisia tunnuslukuja voidaan verrata esimerkiksi toimialan tunnuslukujen keskiarvoihin tai suoraan tärkeimpien kilpailijoiden tunnuslukuihin. Vertailun avulla voidaan pyrkiä hahmottamaan, onko tarkasteltavan yhtiön osake esimerkiksi alihinnoiteltu suhteessa sen verrokkeihin. Tällaisia lukuja on esimerkiksi osakekohtainen tulos, josta käytetään lyhennettä EPS, joka tulee sanoista earnings per share ja P/E-luku. (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002, 142.) Yhtiöille hyväksyttävät arvostuskertoimet voivat vaihdella mm. muuttuvien markkinanäkymien vuoksi. Tämä johtuu siitä, että muuttuneiden markkinanäkemyksen myötä myös useiden yritysten tuotto-odotukset muuttuvat. Madaltuneet tuotto-odotukset taas vaikuttavat hyväksytyihin arvostusta kuvaaviin tunnuslukuihin. Käymme ensiksi läpi kyseisten tunnuslukujen määrittämisen ja käytön, jonka jälkeen käydään läpi, kuinka yritys voi vaikuttaa näihin tunnuslukuihin omien osakkeiden ostojen kautta, ja miksi se haluaisi tehdä niin. Osakekohtainen tulos eli EPS lasketaan jakamalla yrityksen nettotulos osakkeiden keskimääräisellä lukumäärällä. Tunnusluvun laskeminen on havainnollistettu laskukaavassa 1. (Alma media 2022a.)

$$(1) \text{ Osakekohtainen tulos} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Osakkeiden keskimääräinen määrä tilikauden aikana}}$$

Grullon & Ikenberryn (2000) tekemän tutkimuksen mukaan yksi suosituimmista syistä omien osakkeiden ostoille on osakekohtaisen tuloksen kasvattaminen. Naluritan (2019) mukaan useat tutkimukset ovat löytäneet vahvan positiivisen korrelaation osakekohtaisen tuloksen ja osakkeen hinnan välillä. Yritysten motivaatio omien osakkeiden hankintaan voi siis liittyä osakekohtaisen tuloksen kasvattamiseen, jolla saadaan aikaan positiivinen vaikutus yrityksen tunnuslukuihin sekä osakkeen hintaan. Osakekohtaisen tuloksen kasvattaminen tapahtuu mitätöimällä hankitut osakkeet. Osakkeita voidaan hankkia mitätöitäväksi myös optio-ohjelmista syntyvän diluution estämiseksi, tätä käymme vielä läpi tarkemmin kappaleessa 3.4. Mitätöinnin seurauksena osakkeiden lukumäärä pienenee nostaen osakekohtaista tulosta. Mitätöinnin vaikutusta on havainnollistettu taulukossa 7.

Taulukko 6. Osakkeiden mitätöinnin vaikutus osakekohtaiseen tulokseen

	Osakkeiden luku- määrä	Nettotulos	Osakekohtainen tu- los (EPS)
Ennen mitätöintiä	1000	1000 €	1 €
Mitätöinnin jälkeen	500	1000 €	2 €

Kuten taulukosta 7 voidaan huomata, osakkeiden mitätöinnillä on suora vaikutus osakekohtaiseen tulokseen. Yhtiötä vertailtaessa korkeamman osakekohtaisen tuloksen omaava yritys mielletään usein paremmaksi (Yallapragada 2014). Tunnusluku on myös tärkeä monille sijoittajille, sillä sitä käytetään muiden tunnuslukujen kuten P/E-luvun muodostamisessa, jota hyödynnetään yhtiön ja sen osakkeen arvon määrittämisessä. (Elliot & Elliot 2017, 652.)

Yritysten tapa nostaa osakekohtaista tulosta osakkeita mitätöimällä on sen suosiosta huolimatta kerännyt myös jonkin verran vastustusta. Oded ja Michel (2008) tutkivat omien osakkeiden ostojen vaikutusta yrityksen osakekohtaiseen tulokseen. Tutkimuksen Oded ja Michel (2008) toteuttivat vertailemalla Exxon-Mobilin vuoden 2002–2006 tase- ja tuloslaskelmia kolmeen vaihtoehtoiseen laskelmaan, joissa jokaisessa yrityksen oletettiin käyttäneen erilaista voitonjakotapaa. Exxon-mobil osti vuosina 2002–2006 suuren määrän omia osakkeitaan, jotka se mitätöi osakekohtaisen tuloksen nostamiseksi. Tutkimuksen mukaan Exxon-mobilin osakekohtaisen tuloksen kasvusta 16,4 % oli peräisin osakkeiden mitätöimisen vaikutuksesta. Oded ja Michel (2008) päätyvät pitämään osakekohtaisen tuloksen nostamista osakkeita mitätöimällä harhaanjohtavana, sillä se vääristää kuvaa yrityksen oikeasta tuloksenteekokyvystä.

Osakekohtaista tulosta hyödynnetään yhdessä käytetyimmässä tunnusluvussa P/E, joka kuvaa yhtiön hinnan ja sen tuloksen välistä suhdetta. Se kertoo kuinka monta vuotta yritykseltä tulee kestämään, että se on maksanut sijoittajalle takaisin osakkeesta maksetun summan. Kirjain P viittaa yrityksen markkina-arvoon (price), ja E viittaa yrityksen nettotulokseen (earnings). Tunnusluku lasketaan yleisesti jakamalla osakkeen hinta (P) osakekohtaisella tuloksella (E). (Keskiväli 2021, 83–84.) Tunnusluvun laskemiseen käytetty kaava on havainnollistettu laskukaavassa 2 (Alma media 2022b).

$$(2) \quad P/E = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen tulos}}$$

P/E-luvun ja yhtiökohtaisten tulosennusteiden avulla sijoittajat pyrkivät hahmottamaan onko osake mahdollisesti yli- tai aliarvostettu (Elliot & Elliot 2017, 651). Korkea P/E-luku viittaa yleisesti siihen, että sijoittajat odottavat yrityksen tuloksen kasvavan odotuksia nopeammin lähitulevaisuudessa. Matala P/E-luku taas viittaa usein matalampiin tuloskasvuennusteisiin, mutta se voi kieliä myös osakkeen aliarvostuksesta tai yrityksen poikkeuksellisen hyvästä tulostasosta. (Ghaeli 2017.)

Taulukossa 8 on laskettu yhtiöiden Remedy Entertainment Oyj ja Rovio Entertainment Oyj P/E-luvut asian havainnollistamiseksi. P/E-luku voitaisiin laskea myös tulevan vuoden ennusteilla, mutta tässä esimerkissä on käytetty toteutuneita lukuja. Osakekohtaiset tulokset on otettu yritysten vuoden 2021 tilinpäätöksistä ja hinnat ovat yritysten osakkeiden päätöskurssit päivämäärältä 15.2.2022. Hinnat ovat otettu ennen osinkojen irtoamista.

Taulukko 7. P/E-luvun muodostuminen

	Osakkeen hinta P	Osakekohtainen tulos E	P/E
Remedy Entertainment Oyj	32,65 €	0,81 €	40,3
Rovio Entertainment Oyj	7,55 €	0,41 €	18,4

Esimerkkiyrityksiksi on otettu pelitoimialalta Rovio Entertainment Oyj ja Remedy Entertainment Oyj. Arvostuskertoimet kuten P/E-luvut vaihtelevat toimialoittain, jonka vuoksi niitä vertailtaessa olisi aina hyvä verrata tarkasteltavaa yhtiötä saman toimialan verrokkiin (Ghaeli 2007). Taulukosta 8 voidaan huomata Remedyn P/E-luvun olevan huomattavasti Rovion P/E-lukua korkeampi. Tästä voidaan päätellä, että sijoittajat odottavat Remedyn tuloksen kasvavan lähitulevaisuudessa hyvää vauhtia, jolloin sijoittajat ovat valmiita maksamaan osakkeesta enemmän. Rovion matala P/E kerroin voi selittyä mm. sijoittajien matalilla tulevaisuuden tulosodotuksilla tai osakkeen aliarvostuksella. Korkean P/E-luvun yhtiöihin sisältyy korkeampi tulosriski verrattuna matalan P/E-luvun yhtiöihin. Korkean P/E-luvun yhtiöiltä odotetaan korkeampaa tuloskasvua, joten jos yhtiö ei onnistu kasvattamaan tulosta, sijoittajat pettyvät ja yhtiölle ei enää hyväksytä yhtä korkeaa P/E-lukua.

Kun katsomme taulukkoa 8, voimme huomata, että matalampaan P/E-lukuun päästään vain joko osakkeen hinnan laskiessa tai tuloksen noustessa. Mikäli yhtiön tulos ei kasva, on hinnan laskettava, jotta yrityksen P/E-luku saavuttaa sijoittajien mielestä hyväksyttävän tason. Matalan P/E-luvun omaavissa yhtiöissä tulosriski on pienempi, koska odotukset tuloksen suhteen eivät ole korkealla. Mikäli matalan P/E-luvun yhtiö yllättääkin sijoittajat korkealla tuloksellaan, laskee P/E-luku entistä alemmas sijoittajien hyväksymästä tasosta. Sijoittajien luottaessa yhtiön kykyyn kasvaa ennusteita nopeammin, nousee sijoittajien hyväksymä P/E-taso. Jos yhtiö kykenee jatkossakin yllättämään odotettua paremmalla tuloksella ja hyväksyttävä P/E-taso jatkaa nousemista, nousee osakkeen hinta tuplavoimin. Tätä ilmiötä on käsitelty useissa eri lähteissä ja mm. Mayer (2015, 179) käyttää ilmiöstä nimeä ”Twin Engines”.

Omien osakkeiden ostojen taustalla voi olla myös halu parantaa yhtiön pääomarakennetta. Yhtiön käyttäessä rahavarojaan sen oma pääoma vähenee keventäen yhtiön tasetta. Tällä on suora vaikutus oman pääoman- ja kokonaispääoman tuottoasteeseen. (Alma media 2022c.) Pääomarakennetta kuvaavien tunnuslukujen avulla voidaan arvioida kuinka tehokkaasti yritykset käyttävät varojansa. Oman pääoman tuottoaste (ROE) lasketaan laskukaavan 3 mukaisesti ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA) laskukaavan 4 mukaisesti. (Alma media 2022c; Alma media 2022d.)

$$(3) \quad ROE = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Taseen oma pääoma tilikauden alussa}}$$

$$(4) \quad ROA = \frac{\text{Nettotulos} + \text{korkokulut} \times (1 - \text{verokanta})}{\text{Taseen loppusumma}}$$

3.4 Palkitsemisjärjestelmät

Henkilöstön palkitsemisjärjestelmät ovat yleistyneet yrityksiensä keskuudessa huomattavasti. Yksi vaikuttava tekijä on työmarkkinoiden kilpailu hyvistä ja osaavista työntekijöistä, joka on kiristynyt viime vuosina huomattavasti. Yritykset pyrkivät ehkäisemään osaavien työntekijöiden lähtemisen kilpaileviin yrityksiin tarjoamalla heille rahallisia palkkioita, jotka voivat määräytyä taloudellisten tai laadullisten tavoitteiden perusteella. Taloudellisena tavoitteena voidaan käyttää esimerkiksi yrityksen liikevaihto- tai sijoitetun pääoman tuottotavoitetta. Laadullisten tavoitteiden mittaaminen on huomattavasti hankalampaa, sillä eri yksilöillä voi olla erilainen näkemys laadusta, tämän vuoksi

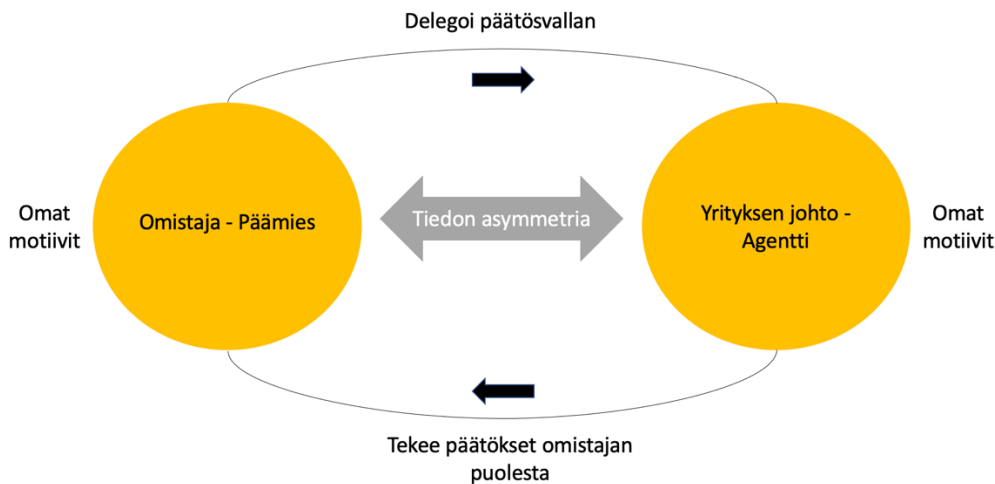
yrietykset päätyvät usein käyttämään taloudellisia tavoitteita osana palkitsemisjärjestelmiä. (Joki 2021, 144.)

Yhtiöiden käyttämiä palkkio- ja kannustinjärjestelmiä on hyvin monenlaisia, tulemme kuitenkin käymään läpi vain sellaiset menetelmät, jotka vaativat yhtiöltä mahdollisesti omien osakkeiden ostoja. Yhtiöiden yleisesti käytettyjä palkitsemistapoja, joissa yritys hyödyntää omia osakkeitaan on henkilöstölle myönnetty optio-oikeudet ja erilaiset osakeperusteiset kannustinjärjestelmät.

Yhtiöt voivat käyttää palkitsemisessa sen hallussaan olevia omia osakkeitaan tai palkkiot voidaan maksaa yhtiön uusilla omilla osakkeilla. Kun yritys käyttää palkitsemisessa jo hallussaan olevia osakkeita, osakkeiden kokonaismäärä pysyy samana. Yhtiön maksaessa palkkiot uusilla osakkeilla, osakkeiden kokonaismäärä taas kasvaa, jolla on laimentava vaikutus tietyissä taloudellisissa mittareissa, kuten osakekohtaisessa tuloksessa. Osakkeiden lukumäärän vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen havainnollistettiin kappaleen 3.3 taulukossa 7. Kappaleessa 3.3 esiteltä omien osakkeiden hankintaan liittyvä motivaatio tunnuslukujen parantamiseksi voi siis liittyä optio-ohjelmista syntyvän diluution eli osakkeiden laimentumisen kumoamiseen (Lee & Alam 2004).

Optio-oikeudella tarkoitetaan valtuutetun henkilön oikeutta hankkia yrityksen osakkeita ennalta määrättyyn hintaan. Optio-oikeuden palkkio on sitä suurempi, mitä enemmän osakkeen hinta on noussut optio-oikeuden antamisen ja merkintähetken välisenä aikana. (Fondia 2022.) Mäkinen esittelee tutkimuksessaan yleisiä syitä miksi yritykset usein tarjoavat optio-ohjelmia henkilöstölle ja erityisesti johtoryhmälle. Tutkimuksen mukaan optioiden taustalla on usein yrityksen halu sitouttaa avainhenkilöitä ja johtoa yhä tiukemmin yritykseen, tämä on linjassa myös useiden muiden tutkimusten kanssa, jotka ovat tutkineet optio-ohjelmien taustalla olevia motivaatioita (Mäkinen 2001, 8–9; Chang 1.8.2001). Henkilökunnan sitouttamisen lisäksi yritykset käyttävät optio-ohjelmia houkutellakseen yritykseen uusia työntekijöitä. Optiot eivät rasita yhtiön tulosta toisin kuin palkat, jonka vuoksi niitä käytetään työntekijöiden houkuttelemiseksi erityisesti pienemmissä yrityksissä, jotka eivät vielä pysty tarjoamaan työntekijöille yhtä korkeaa palkkaa kuin suuremmat vakiintuneet kilpailijat. (Mäkinen 2001, 9.) Pääomasijoittajat voivat myös vaatia yritystä aloittamaan optio-ohjelman, sillä he haluavat varmistaa johdon sitoutumisen yhtiöön ja estää nk. agenttiongelman syntyminen (Mäkinen 2001, 52).

Agenttiteoriassa yrityksen omistaja eli päämies delegoi yrityksen johdettavaksi toiselle henkilölle, agentille. Agenttiongelman syntyy, mikäli päämiehen ja agentin intressit ja motiivit eivät ole yhtenevät. Päämies eli omistaja haluaa yrityksen johdon, agentin, tekemän yrityksen puolesta sellaisia päätöksiä, jotka ajavat omistajien etua. Yrityksen johdon motiivina voi kuitenkin olla omat eriävät tavoitteet. Tämä asymmetrisesti jakautunut tieto päämiehen ja agentin välillä aiheuttaa agenttiongelman. (Niskanen & Niskanen 2016, 14.) Agenttiongelman syntyä on havainnollistettu kuvassa 1.



Kuva 1. Agenttiongelman malli (mukaan Fox 2019)

Optio-ohjelmat ovat suunnattu usein pelkästään yrityksen johdolle. Halutessaan yrityksen voivat laatia osakeperusteisen kannustinjärjestelmän koko henkilökunnalle, joka mahdollistaa osakkeiden ostamisen markkinahintaa halvemmalla tai ilmaiseksi. Osakkeen markkinahinta on hinta, jolla osake on myynnissä julkisesti pörssissä. Henkilökunnalle suunnattua kannustinjärjestelmää kutsutaan nimellä employee stock purchase plan, lyhennettynä ESPP. Bryson ja Freeman (2019) tutkivat ESPP:n vaikutusta henkilökunnan tehokkuuteen ja motivaatioon. Tutkimuksen he toteuttivat laatimalla verkkopohjaisen kyselylomakkeen, jonka he lähettivät ShareCo Oy:n 1740 työntekijälle. Kyselylomakkeessa työntekijöiltä kysyttiin mm. kannustinjärjestelmään osallistumisesta, motivaatiosta työtä kohtaan ja tehdyistä työtunneista. Tutkimuksessa huomattiin, että työntekijät, jotka osallistuvat kannustinjärjestelmään, ottivat harvemmin sairauspoissaoloja, työskentelivät pidempään ja halusivat harvemmin irtisanoutua. (Bryson & Freeman 2019.)

3.5 Signaalointi

Signaalointi ei käsitteenä ollut tuttu ennen vuotta 1973, kunnes Pence (1973) ensimmäisen kerran käytti sitä tutkiessaan työmarkkinoilla ilmenevää työntekijän ja työnantajan välillä olevaa tiedon epäsymmetriaa. Signaalointia on tutkinut mm. Grullon ja Ikenberry (2000), joiden mukaan yrityksen omien osakkeiden hankintapäätöksen taustalla voi yrityksen tapa lähettää markkinoille signaaleja. Signaaloinnin Grullon ja Ikenberry (2000) jakavat vielä kahteen erilliseen motiiviin. Yrityksen johto pyrkii omien osakkeiden ostojen kautta joko signaloimaan tulevaisuuden paremmista taloudellisista näkymistä (cash flow signaling), tai hankinnat voivat olla johdon kannanotto osakkeen aliarvostukseen (market undervaluation) (Grullon & Ikenberry 2000).

Cash flow signaling- hypoteesin mukaan johto tietää jotain uutta positiivista yrityksen liiketoiminnasta, jolla tulee olemaan positiivinen vaikutus yrityksen kassavirtoihin tulevaisuudessa (Grullon & Ikenberry 2000). Johto pyrkii signaloimalla viestimään tästä asiasta eteenpäin markkinoille. Hypoteesia tukee Millerin ja Rockin (1985) tutkimus, jonka mukaan vain hyvillä ja tulevaisuudessa kasvavilla yhtiöillä on taipumus käyttää varoja ennakkoon.

Toinen motiivi signaloimalle liittyy osakkeen aliarvostukseen. Kyseisen hypoteesin mukaan markkinoilla on jo olemassa kaikki yhtiöön liittyvä informaatio, mutta se ei yrityksen johdon mielestä hinnoittele osaketta oikein. Johto pyrkii signaloimaan tästä aliarvostuksesta ilmoittamalla omien osakkeiden ostoista. (Grullon & Ikenberry 2000.) Babenko, Tserlukevich ja Vedrahko (2012) tutkivat signaloimalla luotettavuutta tapauksissa, missä osakkeet hankittiin avomarkkinaostoilla. Avomarkkinaostoilla tarkoitetaan osakkeiden hankintamenetelmää, missä yhtiö ostaa osakkeita suoraan pörsistä. Osakkeiden hankintamenetelmiä käydään tarkemmin läpi kappaleessa 4. Tutkimuksen mukaan sijoittajien tulisi reagoida yritysten signaloimalla siinä tapauksessa, jos myös yrityksen johto on henkilökohtaisesti ostanut yrityksen osakkeita ennen omien osakkeiden hankinta ilmoitusta. Vain silloin se viittaa johdon näkemykseen aliarvostetusta osakkeesta. (Babenko ym. 2012.)

Friedin (2001) tekemä tutkimus kyseenalaistaa johdon signaloimalla motiivit ja esittää nk. the managerial-opportunism teorian, jonka mukaan yrityksen johdon motiivina omien osakkeiden hankkimiseen olisikin oman varallisuuden ja edun maksimoiminen. Teorian mukaan avomarkkinaostojen taustalla olisi vain kaksi syytä, osakkeen aliarvostus tai hinnan manipulointi myyntihinnan maksimoimiseksi. Signaloimalla teoria ja managerial-opportunism teoria pitävät molemmat osakkeen aliarvostusta yhtenä syynä avomarkkinaostoille, mutta niiden perimmäinen tavoite on kuitenkin eri. Kun signaloimalla teorian mukaan johto pyrkii viestimään markkinoille osakkeen aliarvostuksesta, managerial-opportunism teorian mukaan johto pyrkii pitämään aliarvostuksen markkinoilta salassa minimoimalla takaisinostohinnan. Teoria esittää toiseksi syyksi avomarkkinaostoille johdon tavoitteen maksimoida osakkeen hinta ennen osakkeiden myyntiä. (Fried 2001.) Väitettä Fried (2001) perustelee sillä, että osakekursseilla on ollut tapana nousta, kun yritys on ilmoittanut valtuutuksesta hankkia omia osakkeitaan avomarkkinamenetelmällä. Koska ilmoitus ei kuitenkaan sido yhtiötä ostamaan omia osakkeitaan, voi johto jättäytyä osakkeiden ostamisesta ja käyttää nousseen osakkeen hinnan hyväksi myymällä omia henkilökohtaisia yrityksen osakkeita. Fried (2001) kuitenkin pitää luotettavana signaloimalla siinä tapauksessa, kun hankittavien osakkeiden määrä on suuri ja johdolla on merkittävä omistus yrityksessä sekä se pidättäytyy myymästä osakkeitaan. Argumentti on linjassa aiemmin mainitun Babenkon, Tserlukevichin ja Vedrahkon (2012) näkemyksen kanssa.

3.6 Vaihtoehto osingoille ja verotus

Osakeyhtiöiden suosituimmat voitonjakotavat ovat omien osakkeiden takaisinostot ja osinkojen maksaminen. Voitonjako omia osakkeita hankkimalla tapahtuu mitätöimällä hankitut osakkeet osakekohtaisen tuloksen nostamiseksi, kuten kappaleessa 3.3 kävimme läpi. Tällöin osakkeenomistajat hyötyvät osakkeen hinnan noususta, sillä ne voi myydä kalliimmalla pörssissä. (Baiyan 2020.) Osinkojen tapauksessa yhtiö jakaa tietyn summan yrityksen voittovaroista osakkeenomistajille. Osakeyhtiölain 13. luvun 1 §:n mukaan yritys ei kuitenkaan saa jakaa osinkoja, mikäli yhtiö on päästöstä tehdessä maksukyvytön, tai osinkojen maksu aiheuttaisi maksukyvyttömyyden (OYL 624/2006).

Yhdysvalloissa 1990-luvulla keskimäärin 59 % jaettavista pääomista palautettiin osakkeenomistajille osinkoina ja 27 % omien osakkeiden hankintojen kautta. 1970-luvulla osinkojen osuus oli 38 % ja omien osakkeiden hankintojen osuus 3 %. Suomessa vuosina 1997–2002 jaetuista ylimääräisistä pääomista palautettiin osinkoina 40 % ja omien osakkeiden hankintojen avulla 6 %. (Tomperi 2004, 142–143.) Jotta omien osakkeiden hankkiminen ja mitätöiminen olisi kannattavaa, tulisi yrityksen kuitenkin hankkia osakkeitaan alle sen käyvän arvon. Käyvän arvon käsite käytiin läpi kappaleessa 2.1.

Merkittävin ero näiden voitonjakotapojen välillä on niistä syntyvät veroseuraamukset osakkeenomistajille. Saaduista osingoista 85 % on veronalaista pääomatuloa ja 15 % verovapaata tuloa. Pääomatulon veroprosentti määräytyy saatujen pääomaveronalaisten tulojen summan mukaan, alle 30 000 € pääomatulon veroprosentti on 30 % ja sen ylittävän osuuden veroprosentti on 34 %. Verotettavasta osinkotulosta vähennetään ensin omaisuudenhoitopalkkio ja omavastuuosuus. Omavastuuosuuden määrä on 50 euroa. Ennen kuin yritys maksaa osakkeenomistajalle osingon, se perii osingosta 25,5 % ennakonpidätyksen. Maksettava pääomatulovero voi kuitenkin esimerkiksi vähennettyjen omaisuudenhoitopalkkioiden vuoksi olla alhaisempi kuin yrityksen veloittama 25,5 % ennakonpidätys, jolloin omistaja on oikeutettu veronpalautukseen, joka määräytyy yrityksen perimän veron suuruuden ja maksettavan pääomatuloveron erotuksen mukaan. (Vero 2022a.)

Otetaan esimerkki. Osakkeenomistaja omistaa yhtiön X osakkeita 1000 kpl. Yhtiö ilmoittaa osingonjaosta, jonka mukaan jokaista osaketta kohden maksetaan 2 euroa osinkoa. Näin ollen osingon määräksi tulisi $1000 \times 2 = 2000$ euroa. Koska osingosta 15 % on verovapaata tuloa, on verotettava osuus tämän jälkeen $2000 \times 0,85 = 1700$ €. Osakkeenomistajan on maksanut omaisuudenhoitopalkkioita 150 euron edestä, kun verotettavasta pääomasta vähennetään omaisuudenhoitopalkkiot ja lisätään omavastuuosuus, saadaan 1600 € ($1700 - 150 + 50$), joka on lopullinen verotettavan pääoman määrä. Koska verotettava pääoma ei ole yli 30 000, eikä osakkeenomistajaan tässä esimerkissä kohdistu muita pääomatuloja, on verotettava pääomavero prosentti 30 %. Maksettavaksi

pääomatuloveroa tulee siis $1600 \times 0,30 = 480$ €. Osingon maksanut yhtiö peri alussa 2000 euron osingosta ennakonpidätystä 25,5 % eli 510 € ($2000 \times 0,255$). Koska yhtiön perimä ennakonpidätys on suurempi kuin osakkeenomistajaan kohdistuva lopullinen verorasite, tulee osakkeenomistaja saamaan veronpalautusta ennakonpidätyksen ja maksettavan veron erotuksen verran, eli $510 - 480 = 30$ €.

Omien osakkeiden ostojen käyttö voitonjakotapana ei kohdistu osakkeenomistajille samanlaisia välittömiä veroseuraamuksia kuin osingot. Kyseisen voitonjakotavan veroseuraamukset lankeavat osakkeenomistajille vasta osakkeita myydessä. Omien osakkeiden hankintojen ja osakkeiden mitätöinnin seurauksena osakkeen hinnan on huomattu nousevan, jolloin osakkeenomistajat voivat myydä osakkeita kalliimmalla (Baiyan 2020). Yrityksen jakaman voiton voidaan siis olettaa olevan osakkeen myyntihintojen erotuksen verran, esimerkiksi jos yhden osakkeen hinta oli pörssissä 10 € ennen omien osakkeiden hankintoja ja niiden mitätöintiä, mutta mitätöinnin seurauksena osakkeen hinta on nyt 11 €, voidaan voiton sanoa olevan 1 € osaketta kohden ($11 - 10 = 1$).

Tarkastellaan seuraavaksi, miten maksettava verot määräytyisivät, mikäli osakkeenomistaja haluaisi realisoida osakkeiden mitätöintiä seuranneen osakkeen arvonnousun. Osakkeiden omistajat voivat myydä yhden kalenterivuoden aikana 1000 € edestä osakkeita ilman minkäänlaisia veroseuraamuksia. Tämän ylittävistä osuuksista voittoja verotetaan pääomatuloina samoin kuin osinkojakin, 30 000 euroon asti verotusprosentti on 30 % ja tämän ylittävältä osuudelta 34 %. Osakkeita myytäessä verotettava osuus voidaan laskea kahdella eri tavalla, joko vähentämällä myyntihinnasta osakkeiden hankintahinnan ja voiton hankkimiskulut, joihin kuuluu mm. kaupankäyntikulut tai käyttämällä nk. hankintameno-olettamalla. (Vero 2022a.)

Hankintameno-olettama voidaan laskea kahdella eri tavalla, riippuen kuinka kauan myytävät osakkeet on omistettu. Mikäli myytävät osakkeet on omistettu alle 10 vuotta, on hankintameno-olettama 20 % osakkeiden myyntihinnasta. Siinä tapauksessa, kun osakkeet on omistettu vähintään 10 vuotta, on hankintameno-olettama taas 40 % osakkeiden myyntihinnasta. (Vero 2022b.) Osakkeiden myyntivoittojen verotusta on havainnollistettu taulukossa 9.

Taulukko 8. Myyntivoittojen verotus

	Myyntihinta – hankintakulut		Hankinta- meno-olet- tama alle 10 vuotta		Hankinta- meno-olet- tama vähin- tään 10 vuotta
Myyntihinta	10 000 €	Myyntihinta	10 000 €	Myyntihinta	10 000 €
Hankintahinta	3000 €	Hankinta- meno-olet- tama	$10\,000 \times 0,20 =$ 2000	Hankinta- meno-olet- tama	$10\,000 \times 0,40 =$ 4000
Verotettava osuus	$10\,000 - 3000$ = 7000 €	Verotettava osuus	$10\,000 - 2000$ = 8000 €	Verotettava osuus	$10\,000 - 4000$ = 6000 €
Vero 30 %	$7000 \times 0,30 =$ 2100 €	Vero 30 %	$8000 \times 0,30 =$ 2400 €	Vero 30 %	$6000 \times 0,30 =$ 1800 €

Taulukon 9 mukaisessa esimerkkitapauksessa kannattaisi verotuksessa hyödyntää hankintameno-olettamaa siinä tapauksessa, jos osakkeet on omistettu vähintään 10 vuotta, koska kuten taulukosta 9 voidaan huomata, maksettavien verojen osuus olisi pienin (1800 €) kaikista vaihtoehdoista. Mikäli osakkeiden omistusaika olisi kuitenkin alle 10 vuotta, kannattaisi tässä tapauksessa myyntihinnasta vähentää osakkeiden ostohinta sekä hankinta- ja myyntikulut, sillä maksettavien verojen määrä (2100 €) olisi alhaisempi kuin hankintameno-olettamaa käyttämällä (2400 €). Taulukon esimerkissä hankinta- ja myyntikulut sisältyvät myynti- ja hankintahintaan.

Baiyanin (2020) mukaan ei ole vastausta siihen, kumpi näistä voitonjakotavoista olisi parempi kuin toinen. Molemmissa on omat hyvät ja huonot puolensa, jonka vuoksi yrityksen tulisi valita se voitonjakotapa, joka sopii parhaiten yhtiön strategiaan. Omien osakkeiden hankkimista voitonjakotapana puoltaa Baiyanin (2020) mukaan sen joustavuus, useat yhtiöt ovat sitoutuneita jakamaan vuosittain tietyn osan voitoistaan osinkoina, jota osakkeenomistajat odottavat. Omien osakkeiden hankintojen kohdalla yritys voi ilmoittaa valtuutuksesta hankkia omia osakkeita, mutta voi kuitenkin jättäytyä näin tekemästä. Tämä antaa yritykselle joustavuutta varojen käyttöön. (Baiyan 2020.) Johto voi olla myös taipuvainen valitsemaan omien osakkeiden ostot voitonjakotavaksi, sillä osingon irtoamisen on havaittu laskevan osakkeen pörssikurssia (Mäkinen 2001, 23).

4 Omien osakkeiden hankintamenetelmät

Olemme nyt käyneet läpi omien osakkeiden hankintojen taustalla olevia motivaatioita, sekä tarkastelleet omien osakkeiden hankkimista voitonjakotapana osinkojen sijaan. Tämän kappaleen tarkoituksena on käydä läpi, millaisia keinoja yrityksillä on hankkia omia osakkeitaan. Suomessa yritykset voivat hankkia omia osakkeitaan vain avoimesti, kun taas esimerkiksi Yhdysvalloissa hankkimiseen on myös muita vaihtoehtoja.

4.1 Omien osakkeiden hankinta avoimesti

Avomarkkinaostot ovat yleisin tapa, miten yhtiöt voivat hankkia omia osakkeitaan. Jopa 89 % omien osakkeiden hankinnoista toteutetaan ostamalla osakkeet avoimesti pörssistä (Banyi, Dyl & Kahle 2005). Kyseisessä hankintamenetelmässä yhtiö ostaa osakkeitaan suoraan markkinoilta hinnalla, millä niillä käydään sillä hetkellä kauppaa pörssissä. (Grullon & Ikenberry 2000.) Hankintamenetelmässä ei siis ole tiettyä valittua myyjää, keneltä osakkeet ostetaan. Kuten aiemmin myös mainittiin, se on ainut tapa suomalaisille pörssiyhtiöille ostaa omia osakkeitaan.

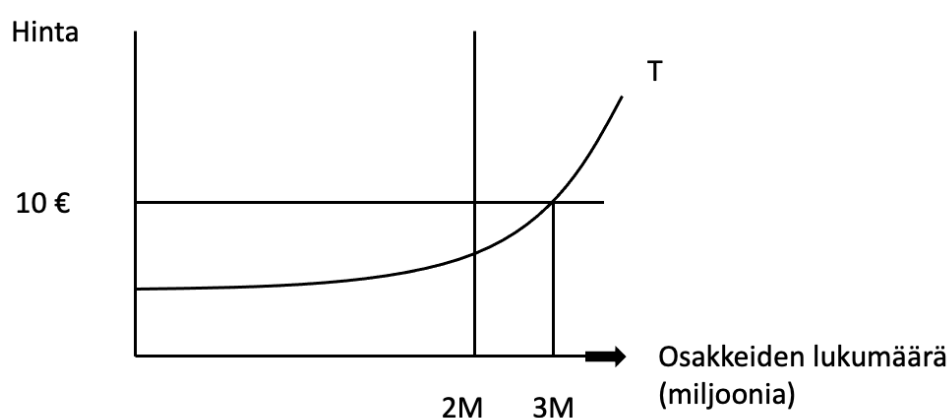
Suomessa pörssiyhtiöt ovat velvollisia ilmoittamaan yhtiökokouksen päätöksestä antaa johdolle oikeus avomarkkinaostoihin. Yhtiön on myös erikseen ilmoitettava osakkeiden ostojen aloittamisesta sekä ostojen lopputuloksesta. Lopputiedotteessa tulee käydä ilmi hankittujen osakkeiden määrät ja ostohinnat osakelajeittain. (Nasdaq 2021.)

Högholm & Högholm (2017) tutkivat avomarkkinaostojen vaikutusta yhtiön osakkeen hintaan. Tutkimus oli rajattu suomalaisiin pörssiyhtiöihin ja siinä keskityttiin markkinoiden reaktioon yhtiön ilmoitukseen avomarkkinaostojen hyväksymisestä, sekä ostojen aloittamiseen. Tutkimuksessa huomattiin osakkeen hinnan nousevan yhtiön ilmoittaessa oikeudesta avomarkkinaostoihin ja yhtiön ilmoittaessa niiden aloittamisesta. Positiivisen markkinareaktion huomattiin myös olevan suurempi silloin, kun yhtiö ilmoitti avomarkkinaostoista ensimmäistä kertaa. Markkinareaktio oli maltillisempi silloin, kun ilmoitus tuli yhtiöltä, joka oli ostanut omia osakkeitaan markkinoilta säännöllisesti. (Högholm & Högholm 2017.)

Avomarkkinamenetelmää pidetään joustavimpana tapana hankkia omia osakkeita, koska se ei velvoita yhtiötä toteuttamaan ostoja. Tämä antaa yhtiöille enemmän pelivaraa ylimääräisten varojen käyttöön, kuten totesimme kappaleessa 3.6 vertailuttaessamme omien osakkeiden hankkimista osinkojen maksamiseen voitonjakotapana.

4.2 Kiinteähintainen ostotarjous

Kiinteähintaisessa ostotarjouksessa yhtiö tarjoutuu ostamaan markkinoilta omia osakkeitaan kiinteään hintaan. Yrityksen tulee myös ilmoittaa ostettavien osakkeiden lukumäärä. Kiinteähintaisessa ostotarjouksessa yhtiö sitoutuu ostamaan sille tarjotut osakkeet, kunnes ilmoitettu tavoite määrä on täynnä. Mikäli osakkeenomistajat tarjoutuvat myymään osakkeita yli yrityksen tavoite määrän, on yrityksellä oikeus ostaa ylimääräisiä osakkeita. (Vermaelen 2010.) Tilannetta on havainnollistettu kuvassa 2.



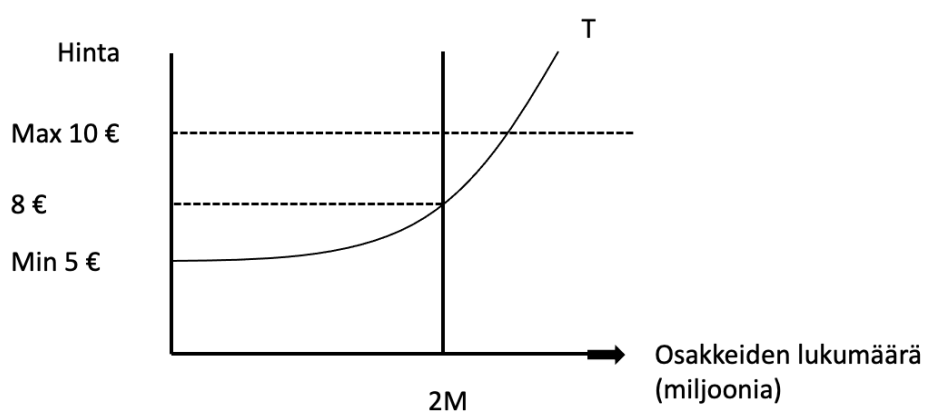
Kuva 2. Kiinteähintainen ostotarjous (mukaillen Vermaelen 2010)

Kuvan 2 tilanteessa yhtiö on tarjoutunut ostamaan omia osakkeitaan 2 miljoonaa kappaletta hintaan 10 € per osake. Osakkeiden tarjontaa on havainnollistettu käyrällä T, joka esittää hinnat, joilla osakkeenomistajat ovat valmiita luopumaan osakkeistaan. Yhtiölle ollaan siis valmiita tarjoamaan yhteensä 3 miljoonaa osaketta hintaan 10 € per osake, tämän ylittävältä osuudelta omistajat haluaisivat suuremman kompensaaation osakkeesta, kuten käyrästä T voidaan huomata. Yhtiö on velvollinen ostamaan sille tarjotut 2 miljoonaa osaketta, mutta tämän lisäksi sillä on oikeus ostaa ylimääräiset miljoona osaketta niin halutessaan.

4.3 Hollantilainen huutokauppa

Hollantilaisessa huutokaupassa yhtiö ilmoittaa hintahaitarin (alimman ja ylimmän hinnan), millä se on valmis ostamaan omia osakkeitaan. Osakkeenomistajat voivat halutessaan ilmoittaa yhtiölle matalimman hinnan, millä he ovat valmiita luopumaan osakkeistaan. Hinnan on kuitenkin oltava yhtiön ilmoittaman hintahaitarin sisällä. Yhtiö kokoaa saadut tarjoukset ja ostaa osakkeitaan alim-

paan mahdolliseen hintaan, kunnes tavoite määrä on saavutettu. Osakkeenomistajia on kohdeltava tasavertaisesti, ja näin ollen esimerkiksi Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomission sääntöjen mukaan hollantilaisessa huutokaupassa jokaiselle myyvälle osakkeenomistajalle tulee maksaa sama summa. Summaksi määräytyy hinta, jolla yhtiö saa ostettua ilmoittamansa määrän osakkeita. Mikäli tarjottujen osakkeiden määrä kuitenkin ylittää yhtiön tavoite määrän, yhtiö voi päättää maksaa esimerkiksi korkeimman hyväksytyin tarjouksen mukaan. Tarjottujen osakkeiden määrän alittaessa yrityksen haetun määrän, on huutokauppa peruttava tai tarjotut osakkeet ostettava yhtiön asettaman hintahaitarin korkeimmalla hinnalla. (Bagwell 1992; Gay, Kale & Noe 1996.) Hollantilaista huutokauppaa on havainnollistettu kuvassa 3.



Kuva 3. Hollantilainen huutokauppa (mukaillen Vermaelen 2010)

Kuvan 3 esimerkissä yhtiö haluaa ostaa takaisin omia osakkeitaan 2 miljoonaa kappaletta. Yhtiö on ilmoittanut alimmaksi hankintahinnaksi 5 euroa ja korkeimmaksi 10 euroa. Halukkaat osakkeenomistajat ilmoittavat yhtiölle myyntihinnan, jonka tulee olla tämän hintahaarukan välissä. Osakkeiden tarjontaa on havainnollistettu käyrällä T, joka kertoo hinnat, millä omistajat ovat valmiita myymään osakkeitaan. Kuten kuvasta huomataan, tarjontakäyrä leikkaa viivan, joka havainnollistaa yhtiön hankittavaa tavoite määrää. Tavoite määrän täytyttyä alin tarjous on esimerkissä 8 €. Tämä on hinta, jonka yhtiö tulee maksamaan kaikille osakkeenomistajille, jotka ovat tarjoutuneet myymään osakkeensa tällä tai alemmalla hinnalla.

Hollantilainen huutokauppa voi tulla yhtiölle kannattavammaksi kuin kiinteähintainen ostotarjous, kuten voimme huomata vertailemme kuvia 2 ja 3. Kuvassa 3, joka havainnoi hollantilaista huutokauppaa, lopulliseksi hankintahinnaksi muodostui 16 miljoonaa. Vastaava luku kiinteässä osto-

tarjouksessa oli kuvan 2 mukaan 20 miljoonaa. Vermaelenin (2010) mukaan hollantilainen huuto-kauppa on myös houkuttelevampi vaihtoehto yrityksille, joiden omien osakkeiden hankintojen motiivina on suojautua yrityskaappauksilta. Tämä johtuu siitä, että hollantilaisessa huutokaupassa yritys saa ostettua osakkeita omistajilta, jotka ovat valmiita luopumaan osakkeistaan matalimpaan hintaan. Mahdollisille yrityskaappaajille jää tämän jälkeen ostettavaksi osakkeita, jotka maksavat enemmän. Omien osakkeiden hankkimista yrityskaappauksilta suojautumiseen käsiteltiin tarkemmin kappaleessa 3.2.

4.4 Kohdennettu takaisinosto

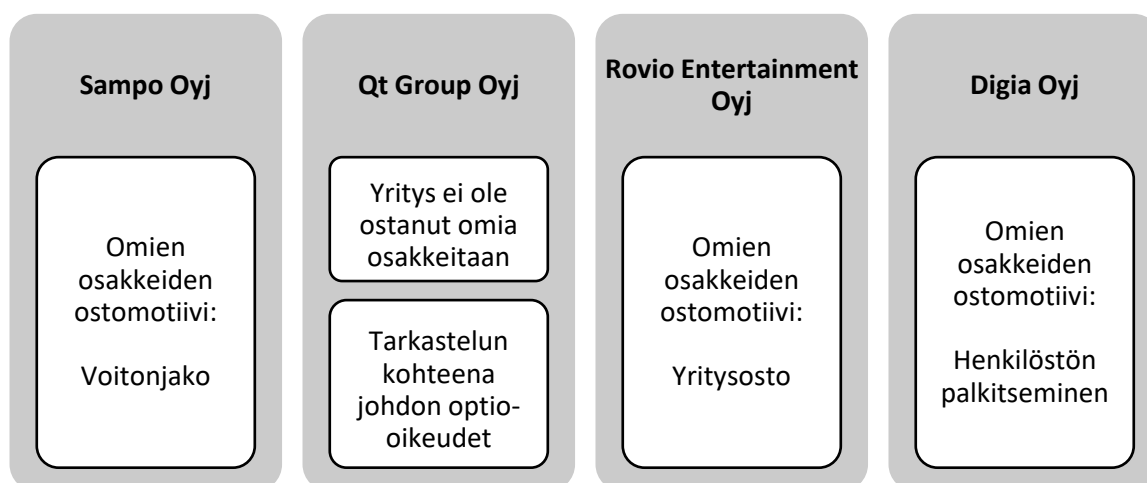
Kohdennetussa takaisinostossa yrityksen omien osakkeiden ostot rajoittuvat tiettyyn tahoon. Myyjänä voi toimia yksityinen sijoittaja, yritys tai tietty joukko sijoittajia. (Mikkelson & Ruback 1991.) Hankintamenetelmä eroaa muista tavoista myös siten, että myyjä voi vaikuttaa yrityksen päätökseen aloittaa omien osakkeiden ostot. Näin voi olla esimerkiksi tapauksissa, missä suuri osakkeenomistaja haluaisi vähentää omistustaan, mutta osakkeilla ei käydä aktiivisesti kauppaa pörssissä. Tällöin osakkeille voi olla hankala löytää yksityisiä sijoittajia ostajiksi, jolloin suoraan yritykselle myyminen nähdään parempana ja helpompana vaihtoehtona. (Peyer & Vermaelen 2005.)

Kohdennetut takaisinostot yhdistetään usein yrityskaappauksilta suojautumiseen. Tätä toimintaa kutsutaan myös nimellä greenmail. Greenmail viittaa toimintaan, missä kaappaaja aloittaa kohdeyrityksen osakkeiden ostot pelotellakseen yritystä potentiaalisella yritysvaltauksella. Ostajan motiivina on kuitenkin myydä osakkeet takaisin yhtiölle korkeampaan hintaan. Ostojen yhteydessä yritys usein solmii myyjän kanssa myös erillisen sopimuksen, joka estää yritysvaltaajaa jatkamasta vallattavan yrityksen osakkeiden ostamisen. Greenmail toiminta oli hyvin yleistä 80-luvulla, mutta uudet lait ja säädökset ovat tehneet sen harjoittamisesta melkein mahdotonta. (Peyer & Vermaelen 2005; Gaughan 2015, 215–216.) Peyerin ja Vermaelenin (2005) tutkimuksen mukaan kohdennettuja takaisinostoja voidaan kuitenkin hyödyntää myös muissa tilanteissa. Tutkimuksessaan he käsitelivät kohdennettujen takaisinostojen eri näkökulmia ja jakoivat yksityiset transaktiot neljään eri kategoriaan; (1) Yritysvaltaajilta suojautuminen, (2) näkemys osakkeen aliarvostuksesta, (3) osakkeiden ostaminen johtohenkilökunnalta ja (4) liiketoiminnan kehittäminen.

Peyerin ja Vermaelenin (2005) mukaan yritykset ovat hyödyntäneet kohdennettuja ostoja myös silloin, kun osake nähdään aliarvostettuna. Koska kohdennetuissa ostoissa osakkeiden hinnoista sovitetaan myyjän kanssa erikseen, on yrityksellä mahdollisuus ostaa aliarvostettuja osakkeita vielä halvempaan hintaan. Myyjät voivat olla valmiita luopumaan osakkeistaan markkinahintaa alempaan hintaan vähentääkseen ja tasapainottaakseen oman toiminnan taloudellisia riskejä. (Peyer & Vermaelen 2005.)

5 Caset

Seuraavaksi käymme läpi työn empiiristä osiota, jonka tarkoituksena on antaa syvempi ymmärrys teoriaosuudessa läpi käydyistä omien osakkeiden hankintojen motiiveista. Tässä kappaleessa käydään läpi 4 esimerkkitapausta, missä 3 tarkasteltavasta yhtiöstä ovat ostaneet omia osakkeitaan. Poikkeuksena on Qt Group Oyj, joka ei ole ilmoittanut omien osakkeiden ostoista. Yhtiö on kuitenkin otettu yhdeksi tarkasteltavaksi yhtiöksi, koska yhtiön johdon optio-ohjelmat ovat tuottaneet toimitusjohtajalle todella suuret palkkiot. Optio-ohjelman palkkioita on maksettu laskemalla liikkeelle uusia osakkeita. Uusien osakkeiden liikkeelle laskeminen aiheuttaa laimentumista yhtiökohtaisissa tunnusluvuissa. Tämän vuoksi yhtiö voi olla halukas tulevaisuudessa ostamaan omia osakkeitaan diluution kumoamiseksi. Tarkasteltaviksi yhtiöiksi valitsin Sampo Oyj:n, Qt Group Oyj:n, Digia Oyj:n sekä Rovio Entertainment Oyj:n. Kyseiset yhtiöt ovat käyttäneet omia osakkeitaan eri tarkoituksiin. Sampo Oyj:n, Rovio Oyj:n ja Digia Oyj:n omien osakkeiden ostot ovat myös ajankohtaisia. Tarkasteltavat yhtiöt ja niiden hankintojen taustalla olevat motiivit ovat esitetty kuvassa 4.



Kuva 4. Empiirisen osuuden case yhtiöt ja niiden motiivit omien osakkeiden hankinnoille

Ensimmäinen käsiteltävä yhtiö on Sampo Oyj, jonka motiivi omien osakkeiden hankinnoille on ollut ylimääräisen pääoman jakaminen osakkeenomistajille. Seuraavaksi käymme läpi Qt Group Oyj:n optio- ja osakepalkkio-ohjelmia, jotka yhtiö voi maksaa sen omilla osakkeillaan. Yhtiö ei ole ilmoittanut omien osakkeiden osto-ohjelmasta, mutta kyseisen esimerkin tarkoituksena on havainnollistaa pikemminkin, kuinka yhtiö voi käyttää omia osakkeitaan. Mikäli yhtiö jatkaa osakepohjaisten kannustinjärjestelmien käyttöä, tulee sen jossain vaiheessa myös ostaa omia osakkeitaan lisää markkinoilta. Rovio Entertainment Oyj on valittu käsiteltäväksi yhtiöksi, sillä yhtiöllä on takana tuore yritysosto, missä yhtiö tulee käyttämään omia osakkeitaan maksuvälineenä. Yhtiöllä on myös ta-

kana useampi omien osakkeiden osto-ohjelma. Digia Oyj on otettu tutkittavaksi täydentämään optio- ja osakepalkkioihin liittyvien motiivien havainnollistamista, joita käsitellään myös Qt:n tapauksessa. Toisin kuin Qt, Digia on juuri saanut päätökseen omien osakkeiden osto-ohjelman, jonka osakkeita yhtiö tulee käyttämään osakepohjaisessa kannustinjärjestelmässä.

5.1 Case Sampo Oyj

Tässä esimerkissä tarkastellaan merkittävän pohjoismaalaisen vakuutus konsernin Sampo Oyj:n omien osakkeiden hankintoja, jotka aloitettiin ylimääräisen pääoman palauttamiseksi osakkeenomistajille. Takaisinosto-ohjelman läpikäymisen tarkoituksena on antaa konkreettinen esimerkki tapauksesta, missä yhtiön motiivit omien osakkeiden ostolle liittyvät kappaleissa 3.3 ja 3.6 läpikäytisiin motiiveihin. Tämän lisäksi arvioidaan, ovatko omien osakkeiden hankinnat luoneet omistajarvoa. Omistajarvon luomista tutkitaan käymällä läpi millä hinnalla osakkeita on ostettu, ja verrataan maksettua hintaa yhtiön tämänhetkiseen osakekurssiin. Vertailussa osakkeista maksettua hintaa verrataan myös yrityksen osakkeelle annettuihin tavoitehintoihin, jotka kuvaavat analyytikoiden näkemyksiä osakkeen hyväksyttävästä hintatasosta.

Sampo on vuonna 1909 perustettu vakuutus konserni, joka listattu Helsingin pörssiin. Yhtiö koostuu 4 tytäryhtiöstä, jotka ovat Mandatum, If, Topdanmark ja Hastings. Sammolla on myös muita sijoituksia, joista merkittävin on ollut Nordea bank Oyj. (Sampo 2022a.) Sampo on päättänyt irtaantua Nordeasta kokonaan tullakseen puhtaaksi vakuutus konserniksi. Nordeasta irtautuminen on kasvattanut Sammon kassaa merkittävästi, jonka vuoksi yhtiö on päättänyt jakaa osan saaduista varoista osakkeenomistajille. Voitonjakotavoiksi yhtiö valitsi osingon jakamisen lisäksi omien osakkeiden hankinnat. (Sampo 2021; Sampo 2022b.)

5.1.1 Omien osakkeiden osto-ohjelma

Sampo Oyj:n hallitus sai yhtiökokoukselta valtuudet hankkia yhtiön A-sarjan osakkeita enintään 50 000 000 kappaletta 19.5.2021. Omien osakkeiden osto-ohjelman käynnistämisestä hallitus ilmoitti 1.10.2021. Osto-ohjelma aloitettiin 4.10.2021 ja se loppui 25.3.2022. Sampo on ilmoittanut jo uudesta omien osakkeiden osto-ohjelmasta, joka alkoi 31.3.2022 ja jonka on määrä kestä enintään 7.5.2022 saakka. (Sampo 2022b.) Tässä esimerkissä käydään läpi vain 4.10.2021-25.3.2022 aikana toteutettua osto-ohjelmaa.

Ennen osto-ohjelman aloittamista Sammon A-osakesarjan lukumäärä oli 554 151 850 kappaletta. Osto-ohjelman aikana yhtiö osti yhteensä 17 128 505 A-sarjan osaketta, jotka se mitätöi. A-sarjan osakkeita on näin ollen mitätöinnin jälkeen 537 023 345 kappaletta. Yhtiöllä on myös B-osakesarja, joita on olemassa yhteensä 1 200 000 kappaletta. (Sampo 2022c.) B-osakkeet ovat listaamattomia osakkeita eli niillä ei voi käydä kauppaa pörssissä. B-osake eroaa A-osakkeesta myös siten, että

sen valtuuttama äänioikeus on 5 per osake, kun A-osakkeen valtuuttama äänioikeus on 1 per osake. (Sampo 2022d.) Sampo Oyj:n osakkeiden yhteenlaskettu määrä ennen mitätöintiä oli 555 351 850 kappaletta ja mitätöinnin jälkeen 538 223 345 kappaletta. Osakkeiden hankintahinnaksi muodostui n. 43,79 € per osake ja osakkeiden hankittu lukumäärä vastaa 3,08 % Sammon koko osakekannasta. Hankintojen kokonaishinnaksi muodostuu näin ollen 750 057 233 euroa (43,79 x 17128505). (Sampo 2022b.)

5.1.2 Hankinnat omistaja-arvon luomisen näkökulmasta

Omien osakkeiden ostot luovat omistaja-arvoa, mikäli ne on ostettu alle niiden käyvän arvon. Käypä arvo määriteltiin kappaleessa 2.1. Koska tarkoituksena on tutkia, ovatko Sampo Oyj:n omien osakkeiden hankinnat luoneet omistaja-arvoa, vertaamme osakkeiden hankintahintoja eri analyytikoiden antamiin ennusteisiin yhtiön osakkeen hyväksyttävästä hintatasosta. Analyytikoiden laskemat tavoitehinnat ja käyvät arvot eivät kuitenkaan ole täysin sama asia. Tavoitehinta eroaa käyvistä arvosta siten, että se kuvaa hyväksyttävää hintaa, jolla sijoittajat ovat arvion mukaan valmiita käymään kauppaa. Tavoitehinta voi siis olla esimerkiksi korkeampi kuin osakkeen käypä arvo, mikäli yhtiöille hyväksyttävät arvostuskeroimet ovat koholla. Arvostuskertoimien vaikutuksia osakkeen hintaan käytiin läpi kappaleessa 3.3. Vaikka tavoitehinta ei täysin kuvaa osakkeen käypää arvoa, on sen vertaaminen hankittujen osakkeiden hintaan mielestäni hyväksyttävää. Kriittistä mielestäni on se, onko osakkeet ostettu kalliimmalla kuin mitä osakkeet maksavat tällä hetkellä, tai mitä niiden ennustetaan maksavan lähitulevaisuudessa. Analyytikoiden tavoitehinnat on esitetty taulukossa 10.

Taulukko 9. Analyytikoiden tavoitehinnat ja suositukset Sampo Oyj:n osakkeelle (mukaillen Vara Research 2022)

Analytikkotalo	Tavoite hinta			Suositus			Viimeksi päivitetty
	Nykyinen	Aikaisempi	Muutos	Nykyinen	Aikaisempi		
Autonomous Research	50,00	-	-	Yliperformoi	-		17.2.2022
DNB Markets	51,00	51,00	0,0%	Osta	Osta		9.2.2022
Deutsche Bank	45,00	45,00	0,0%	Pidä	Pidä		28.2.2022
Inderes	49,00	48,00	2,1%	Lisää	Lisää		9.2.2022
Mediobanca	44,50	43,50	2,3%	Neutraali	Neutraali		1.3.2022
OP Corporate Bank	52,00	49,00	6,1%	Osta	Lisää		10.2.2022
SEB Enskilda	53,30	50,60	5,3%	Osta	Osta		1.3.2022
Keskiarvo	49,26						

Tavoitehinnat vaihtelevat 44,50 ja 53,30 euron välillä keskiarvon ollessa 49,26 euroa. Hankituista omista osakkeista maksettiin n. 43,79 euroa per osake ja osakkeen päätöskurssi 11.4.2022 oli 46,73 e. On myös hyvä huomata, että osakkeelle annetut tavoitehinnat ovat kaikki päivitetty tämän vuoden puolella. Tavoitehintojen ja ennusteiden ajantasaisuus tuo mielestäni vertailuun luotettavuutta. Hankituista osakkeista maksetun hinnan ollessa tämänhetkisen osakkeen hinnan sekä sille ennustettujen tavoitehintojen alapuolella, on yhtiö mielestäni onnistunut luomaan omistaja-arvoa kyseisellä voitonjakotavalla. On kuitenkin tärkeä ymmärtää, että kenenkään tekemät arviot yhtiön käyvästä arvosta tai osakkeen hyväksyttävästä hintatasosta eivät ole täysin luotettavia. Ne ovat pelkästään arvioita, jotka ovat tehty sen hetkisen tiedon valossa. Osake voi laskea tulevaisuudessa alle hinnan, millä osakkeet ostettiin ja mitätöitiin, tällöin voitaisiin ajatella omien osakkeiden hankintojen epäonnistuneen. Omien osakkeiden ostojen käyttäminen voitonjakotapana sisältää siis myös riskejä. Mikäli yhtiön liiketoiminta ja kurssi kehittyisivät huonompaan suuntaan osakkeiden ostojen ja mitätöintiä jälkeen, herättäisi se epäluottamusta sijoittajissa yrityksen johtoa kohtaan.

Vaikka yhtiö käyttäisi omien osakkeiden hankintoja onnistuneesti pääomien palauttamiseksi, voi useat sijoittajat silti preferoida osingon maksuja voitonjakotapana. Osa sijoittajista saattaa ajatella, että pystyvät itse sijoittamaan osingoista saadut varat paremmin kuin yhtiö. Osingoista saataville rahoille voi myös olla suunniteltuna jo muita kulutuskohteita, kuten lomat tai lainojenlyhennykset. Vastaavasti osalle sijoittajista omien osakkeiden hankinnat voivat sopia paremmin kuin osinkojen vastaanottaminen. Esimerkiksi opiskelijoille, jotka vastaanottavat erilaisia valtion tukia joihin pääomatulot vaikuttavat, sopisi kyseinen voitonjakotapa paremmin. Tällöin pääomanpalautus ei vaikuttaisi saatuihin tukiin ja sijoittaja saisi itse päättää milloin haluaisi realisoida mahdollisia voittoja. Mahdolliset veroseuraamukset tulisivat maksettavaksi vasta osakkeita myydessä.

5.2 Case Rovio Entertainment Oyj

Rovio Entertainment Oyj on kansainvälinen suomalainen viihdemedia-yhtiö, joka on erikoistunut mobiilipelien kehittämiseen. Yritys on perustettu vuonna 2003 ja se listautui Helsingin pörssiin vuoden 2017 syyskuussa. Rovio tunnetaan parhaiten sen tekemistä Angry Birds -mobiilipeleistä. (Rovio 2017.) Yhtiö koostuu 7 eri pelien kehitys studiosta, joista uusin, on vasta ostettu turkkilainen Ruby Games Studio. Yritysosto tehtiin vuoden 2021 elokuussa. (Rovio 2021.) Tässä kappaleessa käydään läpi yritysostoa hieman tarkemmin, koska Rovio on ilmoittanut maksavansa osan kauppasummasta omilla osakkeillaan. Yritysoston läpikäymisen on tarkoitus antaa konkreettinen esimerkki, miten yhtiöt voivat käyttää omia osakkeitaan yritysostojen yhteydessä ja miksi niiden hankkiminen voi olla järkevää juuri tähän tarkoitukseen.

5.2.1 Omien osakkeiden osto-ohjelmat

Rovio ilmoitti ensimmäisen kerran omien osakkeiden osto-ohjelmasta 4.9.2018. Kyseisen osto-ohjelman tarkoituksena oli hankkia osakkeita yhtiön henkilöstön palkitsemisjärjestelmää varten. (Rovio 2018.) Koska kappaleen tarkoituksena on antaa esimerkki omien osakkeiden käytöstä yritysostoista, emme tule käsittelemään vuoden 2018 omien osakkeiden osto-ohjelmaa.

Seuraavan kerran yhtiö ilmoitti omien osakkeiden osto-ohjelman aloittamisesta 12.11.2019. Yhtiökokouksen valtuutus omien osakkeiden ostoille oli saatu 9.4.2019. osto-ohjelman tarkoituksena oli hankkia omia osakkeita pääomarakenteen kehittämistä varten. Yhtiö ilmoitti tiedotteessaan, että hankitut osakkeet voidaan mahdollisesti käyttää myös osana yritysostoja ja kannustinjärjestelmiä. Tämän lisäksi yhtiölle annettiin valtuutus luovuttaa, pitää tai mitätöidä hankitut osakkeet. Hankittaville osakkeille ei siis ilmoitettu yhtä tiettyä käyttökohdetta. Kun omien osakkeiden käytölle ei ole määrätty tiettyä käyttötarkoitusta, antaa tämä yhtiölle enemmän joustavuutta toimia järkevästi tilanteiden muuttuessa. Osto-ohjelman ajanjaksoksi ilmoitettiin 13.11.2019 – 27.3.2020 välinen aika. Tämän ajanjakson aikana yhtiöllä oli valtuutus hankkia omia osakkeitaan enintään 3 miljoonaa kappaletta. Hankintoihin oli myös käytettävissä enintään 18 miljoonaa euroa. Osto-ohjelman ilmoitushetkellä Roviolla oli hallussaan omia osakkeitaan 437 183 kappaletta ja Rovion koko osakemäärä oli 81 268 11 kappaletta. (Rovio 2019.) Yhtiö ei ole ilmoittanut osto-ohjelman päätyttyä hankittujen osakkeiden keskihintaa. Viimeisimmän osto-ohjelmaan kuuluvan ostoilmoituksen mukaan yhtiöllä oli hallussaan 3 411 003 kappaletta yhtiön omia osakkeitaan. Viimeinen osto tehtiin tiedotteen mukaan 27.2.2020. (Rovio 2020a.) Yhtiön omien osakkeiden määrä kasvoi osto-ohjelman aikana siis n. 3 miljoonalla osakkeella, mikä vastaa valtuutettua enimmäismäärää. Yhtiön osakkeen kurssi liikkui ajanjaksolla 13.11.2019 – 27.2.2020 3,1 ja 7 euron välillä (Kauppalehti 2022a).

Yhtiö ilmoitti hyvin nopeasti uudesta takaisinosto-ohjelmasta edellisen loputtua. Ilmoitus uudesta osto-ohjelmasta annettiin 11.3.2020 ja se tehtiin yhtiökokouksen valtuutuksella, joka annettiin 9.4.2019. Myöskään tässä ohjelmassa hankittaville osakkeille ei määritelty tiettyä käyttökohdetta. Osakkeiden enimmäis hankintamääräksi ilmoitettiin 4,5 miljoonaa ja yhtiö sai käyttää varoja osakkeiden hankkimiseen maksimissaan 27 miljoonaa euroa. Takaisinosto-ohjelman kestoksi ilmoitettiin 12.3-31.12.2020 välinen ajanjakso. (Rovio 2020b.) Yhtiö ei tämänkään ohjelman päätyttyä ilmoittanut erikseen hankittujen osakkeiden keskihintoja. Viimeinen pörssitiedote omien osakkeiden hankinnasta annettiin 21.8.2020. Takaisinosto-ohjelman voidaan siis olettaa loppuneen tähän osoon. Viimeisimmän oston jälkeen yhtiöllä oli hallussaan 7 853 861 omaa osaketta. Yhtiön tämänhetkisen omistuksen suuruus on 7 566 582 kappaletta, tehden yrityksestä itsestään sen suurimman omistajan. (Rovio 2020c; Rovio 2022.)

Yhtiö listautui pörssiin 2017 hinnalla 11,50 €. Osakkeen kurssi ei kuitenkaan kehittynyt suotuisasti ja se tippui 2018 maaliskuussa alle 5 euroon (Kauppalehti 2022a). Yhtiö ei ole kommentoinut tarkemmin omien osakkeiden hankintojen syytä, mutta on hyvin mahdollista, että hankintojen motiivina on ollut signalointi, jota käytiin läpi kappaleessa 3.5. Omien osakkeiden hankintojen jälkeen osakkeen kurssi on kehittynyt parempaan suuntaan, jonka vuoksi voidaan olettaa, että hankitut osakkeet on nähty potentiaalisena maksuvälineenä yrityskaupoissa.

5.2.2 Yrityskauppa

Rovio ilmoitti 12.8.2021 ostavansa turkkilaisen pelistudion nimeltä Ruby Games. Yritystoston taustalla oli halu laajentaa yhtiön markkina-asemaa sekä pelaajakuntaa. Osto toteutetaan useammassa erässä ja osa kauppasummasta maksetaan Rovion osakkeilla. Kaupan ensimmäinen erä, joka vastaa 20 % koko kauppasummasta maksetaan kokonaan käteisellä. Toinen erä, joka vastaa 50 % koko kauppasummasta maksetaan osittain käteisellä ja osittain Rovion osakkeilla. Toinen erä maksetaan 2022 lokakuussa ja erän maksettava summa määräytyy Ruby Gamesin liikevaihdon kehityksen mukaan, mutta on enintään 80 miljoonaa dollaria. Tästä summasta 40 % maksetaan Rovion osakkeilla ja 60 % käteisellä. Loput 30 % kauppasummasta maksetaan joko kokonaan käteisellä tai käteisen ja osakkeiden yhdistelmällä. Yhtiön maksaessa omilla osakkeillaan yhden osakkeen arvo lasketaan edeltävän 20 päivän painotetun keskipurssin mukaan. (Rovio 2021.)

Yhtiö osti ensimmäisen takaisinosto-ohjelman yhteydessä osakkeitaan useassa erässä, nostan esille kuitenkin yhden takaisinostoilmoituksen havainnollistamaan miltä tasoilta yhtiö onnistui ostamaan osan osakkeistaan. Ilmoitus osakkeiden ostosta annettiin 25.2.2020 ja hankittujen osakkeiden määrä oli 82 401 kappaletta. Osakkeiden hankintojen keskihinta oli 3,793555 euroa. (Rovio 2020d.) Yhtiön osakkeen kurssin avaushinta 14.4.2022 oli 7,5 euroa (Kauppalehti 2022a). Yhtiö on siis onnistunut hankkimaan ainakin osan omista osakkeistaan hyvään hintaan.

Jos oletetaan, että yhtiöllä on vielä kyseiset hankitut osakkeet omistuksessa ja yhtiön osakkeen arvo pysyttelee nykyisellä tasolla toisen erän maksuun asti, on omien osakkeiden käyttö maksuvälineenä todella kannattavaa. Osakkeet, joista on maksettu n. 3,8 euroa muuttuisivat kaupanteossa n. 7,5 euron arvoisiksi. Kuten aiemmin mainittiin, yhtiö ei ole ilmoittanut takaisinostojen keskihintoja. Koska yhtiö on kuitenkin halukas maksamaan osan kauppasummasta omilla osakkeillaan, voidaan keskihinnan olettaa olleen osakkeen nykyisen hinnan alapuolella. Muutenhan osakkeiden käyttäminen maksuvälineenä ei olisi yhtiölle kannattavaa. Omien osakkeiden hankkiminen yritysostoja varten voi olla siis hyödyllistä. On kuitenkin hyvä huomioida, että useiden tutkimusten mukaan suuri osa yritysostoista epäonnistuu (Martin 2016; Sanches, Joshi & Mudde 2020). Rovion voidaan sanoa toimineen osakkeenomistajien edun mukaisesti maksaessaan osan kauppahinnasta sen omilla osakkeillaan. Vasta tulevaisuus näyttää oliko itse yritysosto kannattava päätös. Sijoittajien ei

mielestäni tulisi tehdä liian nopeasti johtopäätöksiä kyseisen tai minkään muunkaan yritystalon kannattavuudesta, vaikka kauppasumma ja tapa miten kauppasumma maksetaan, vaikuttaisivat toteutuvan osakkeenomistajien edun mukaisesti.

5.3 Case Qt Group Oyj

Qt Group Oyj on suomalainen teknologia-alan yritys, joka tarjoaa asiakkaille koodaamisen kehitysympäristöä. Yhtiöllä on toimintaa 10 eri maassa ja yli 70 eri toimialalla. Yhtiön teknologiaa käytetään esimerkiksi auton ja televisioiden käyttöliittymien koodaamiseen. (Qt 2022a.)

Yhtiöllä on kattavat johdon, hallituksen ja henkilöstön palkitsemisjärjestelmä. Tässä esimerkissä keskitytään yhtiön toimitusjohtajan Juha Vareliuksen optio- ja osakepalkkio-ohjelmiin. Toimitusjohtajan palkkiot koostuvat kiinteästä kuukausipalkasta ja muuttuvista palkkioista. Toimitusjohtajalle maksettava kuukausipalkka on 31 000 e. Muuttuvat palkkiot syntyvät lyhyen- ja pitkän aikavälin kannustinjärjestelmistä. Pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä koostuu optio- ja osakepalkkioiden lisäksi mahdollisesti erilaisista rahaosuuksista. Lyhyen aikavälin palkitsemista ei käydä tarkemmin läpi, koska palkkiot maksetaan kokonaan rahana. Pitkän aikavälin palkkioiden läpikäymisen tarkoituksena on antaa konkreettinen esimerkki, miten erilaiset kannustin- ja optio-ohjelmat voivat olla syynä yritysten omien osakkeiden hankinnoille. (Qt 2022b.)

Yhtiö kertoo kannustinjärjestelmien tavoitteeksi johdon ja avainhenkilöiden sitouttamisen ja kannustamisen (Qt 2020). Yhtiön motiivit palkitsemiseen ovat linjassa kappaleessa 3.4 mainittujen palkitsemisen motiiveja käsittelevien tutkimusten tuloksien kanssa.

5.3.1 Kannustin- ja optio-ohjelmat

Yhtiöllä on tällä hetkellä voimassa 3 pitkän aikavälin kannustinohjelmia, jotka ovat vuoden 2016 optio-ohjelma, osakepalkkio-ohjelma 2019 ja osakepalkkio-ohjelma 2022. Optio-ohjelma 2016 valtuuttaa toimitusjohtajan merkitsemään osakkeita 19.12.2019–31.12.2022 välisenä aikana ennalta määrättyyn hintaan, joka on 4,84 euroa. Myönnettyjen optio-oikeuksien määrä on 568 941 kappaletta ja palkkiot maksetaan joko yhtiön hallussa olevilla osakkeilla tai uusilla osakkeilla. (Qt 2022b.) Yhtiön osakkeen hinta ensimmäisen pörssipäivän jälkeen 2.5.2016 oli 3,98 (Kauppalehti 2022b). Optioiden arvon ollessa osakkeen sen hetkisen hinnan yläpuolella, on optio-oikeuden kantajan näkökulmasta kannattavaa tehdä päätöksiä, jotka nostaisivat osakkeen hinnan optioiden merkintähinnan yläpuolelle. Yhtiö onnistunut kasvamaan todella voimakkaasti mikä on myös nostanut osakkeen hintaa. Tämä on kasvattanut optioista saatavaa tuottoa merkittävästi. Osakkeen hinta 12.4.2022 pörssin sulkeuduttua oli 117,40 e (Kauppalehti 2022b). Kyseisellä päätöshinnalla optioiden yhteen laskettu arvo olisi $117,40e * 568\,941 = 66\,793\,673,4$. Mikäli kaikki optio-oikeudet olisi-

vat vielä käyttämättä ja toimitusjohtaja päättäisi toteuttaa kaikki optiot, tulisi osakkeista maksettavaksi $4,84 * 568\,941 = 2\,753\,674,4$ e. Tuottoa tulisi siis $66\,793\,673,4 - 2\,753\,674,4 = 64\,039\,999$ euroa. Yhtiön toimitusjohtaja on kuitenkin toteuttanut osan optio-oikeuksistaan ja tulouttanut itselleen $26\,821\,800$ euron edestä pitkän aikavälin kannustinpalkkioita. Toimitusjohtaja on siis ostanut osakkeita ennalta määrättyyn $4,84$ euron hintaan ja myynyt ne pois osakkeen sen hetkisellä hinnalla. Yhtiön toimitusjohtajalla on vielä käyttämättä $70\,206$ kappaletta optio-oikeuksia. (Qt 2021a.)

Optio-oikeuksien palkkiot määräytyivät siis osakkeen hinnan mukaan. Yhtiön toimitusjohtajalle suunnattujen osakepalkkio-ohjelmien palkkiot määräytyvät sen sijaan yrityksen liikevaihdon kehityksen mukaan. Vuoden 2019 osakepalkkio-ohjelmassa palkkio määräytyi vuoden 2021 liikevaihdon mukaan. Palkkion enimmäismääräksi oli asetettu summa, joka vastaa enintään $100\,000$ yhtiön osakkeen arvoa. Palkkio alkoi ehtojen mukaan kertyä liikevaihdon ylittäessä 80 miljoona euroa ja se jatkoi nousemista liikevaihdon kasvaessa. Palkkion enimmäismäärä toteutui ohjelman mukaan liikevaihdon saavuttaessa 120 miljoonan euron. (Qt 2022b.) Yhtiön toteutunut liikevaihto vuodelta 2021 oli $121,1$ miljoonaa (Qt 2021b).

Yhtiön vuoden 2022 alkava osakepalkkio-ohjelma on hyvin samantapainen kuin edellä mainittu vuoden 2019–2021 ohjelma. Vuoden 2022 ohjelma kestää vuoteen 2024 saakka ja palkkio määräytyy vuoden 2024 liikevaihdon mukaan. Kyseisessä ohjelmassa palkkiomäärä vastaa enintään $10\,000$ yhtiön osakkeen arvoa ja palkkio alkaa kertymään, kun yhtiön liikevaihto ylittää 240 miljoonaa euroa. Palkkion enimmäismäärä toteutuu, kun yhtiön liikevaihto tavoittaa 360 miljoonan tason. (Qt 2022b.)

Osakepalkkio-ohjelmien palkkiot maksetaan osittain rahana ja osittain yhtiön osakkeilla. Rahana maksettavan osuuden summa määräytyy palkkion vastaanottamisesta syntyvien verojen ja maksujen mukaan. Palkkion loppu osuus maksetaan yhtiön osakkeina. (Qt 2022b.) Yhtiöllä oli hallussaan vuoden 2021 joulukuussa $398\,000$ kappaletta omia osakkeitaan (Qt 2021c).

Qt Group Oyj:n toimitusjohtajan Juha Vareliuksen kokonaispalkkiot vuodelta 2021 olivat $27\,473\,112$ euroa. Pitkän aikavälin osakepalkkio-ohjelmista saatujen tuottojen osuus tästä summasta oli $26\,821\,800$ euroa ja palkan osuus $353\,554$ euroa. Vareliuksen saamat tulot koostuivat siis melkein pä ainoastaan osakepalkkio-ohjelmista saaduista palkkioista. (Qt 2021a.) Varelius omistaa optio-oikeuksien lisäksi yhtiön osakkeita $330\,776$ kappaletta, joka on n. $1,3\%$ koko osakekannasta (Qt 2022c). Toimitusjohtajan voidaan siis todeta olevan sitoutunut yhtiöön suurten omistusten vuoksi. Yhtiön maksamat palkkiot ovat olleet suuria kuten voimme huomata, on kuitenkin hyvä huomioda yhtiön erittäin kova kasvunopeus. Yhtiön liikevaihto oli $32,4$ miljoonaa vuonna 2016 ja vuoteen 2021 mennessä liikevaihto oli kasvanut jo $121,1$ miljoonaan (Qt 2021c).

Uskon, että suuret palkkiot ovat motivoineet ja vaikuttaneet toimitusjohtajan päätöksiin positiivisesti. Kun johtohenkilökuntaa saadaan sitoutettua yritykseen palkitsemis- ja optio-ohjelmilla, uskon johdon tekevän myös päätöksiä pitkäjänteisemmin. On kuitenkin vaikea arvioida, kuinka suuri osa yrityksen kasvun menestyksestä on peräisin johdon oikeista valinnoista ja johdolle maksetuista palkkiosta. Jos oletetaan, että yhtiöllä ei olisi ollut nykyistä kannustinjärjestelmää, olisiko johtohenkilökunta erilainen? Erilainen johto tekisi erilaisia päätöksiä, eikä yritys välttämättä olisi missä se on nyt. On myös mahdollista, että yrityksen tuotteille olisi niin kova kysyntä, että kasvua saataisiin ilman suurempia ja merkittävämpiä johtohenkilökunnan päätöksiä.

Vaikka yhtiö onnistuisi kasvamaan johtohenkilökunnasta riippumatta, on sitoutuneella henkilökunnalla pitkäaikaisia positiivisia vaikutuksia, jonka vuoksi erilaiset kannustinjärjestelmät ovat mielestäni kannattavia. Suuri työntekijöiden vaihtuvuus vaikuttaisi mahdollisesti ulkopuolisten kuvaan yhtiöstä. Tiheä johdon vaihtuvuus julkisissa osakeyhtiöissä voisi näkyä sijoittajien epäluottamuksen lisääntymisenä. Kannustinjärjestelmien motiivina saattaa siis olla osaavan johdon ja henkilökunnan sitouttamisen lisäksi yrityksen maineen ylläpitäminen.

5.4 Digia Oyj

Digia on suomalainen ohjelmisto ja IT-palvelutalo. Yritys tarjoaa asiakkailleen tietoteknisiä ratkaisuja, joihin kuuluu mm. erilaiset tausta järjestelmät. Yhtiö tarjoaa myös apua jo olevien palveluiden kehittämisessä ja tämän lisäksi 24/7 auki olevan tuen. Digia Oyj on syntynyt useamman yrityksen yhdistymisen seurauksena 2005–2006 välisenä aikana. Nykymuotoinen Digia on kuitenkin toiminut vuodesta 2016 lähtien. (Grönqvist 2021, 5–6.) Yhtiö on ostanut omia osakkeitaan käytettäväksi yrityskauppoja sekä osakepohjaista kannustinjärjestelmää varten. Yrityksen omien osakkeiden osto-ohjelman ja johdon kannustinjärjestelmän läpikäymisen on tarkoitus antaa konkreettinen esimerkki, miten yhtiöt voivat käyttää omia osakkeitaan ja miksi niiden hankkiminen voi olla järkevää.

5.4.1 Johdon kannustinjärjestelmä

Yhtiö päätti uudesta johdolle suunnatusta osakepohjaisesti kannustinjärjestelmästä 6.2.2020, joka kestää vuoteen 2022 asti. Yrityksen johdolla tarkoitetaan tässä tapauksessa yhtiön toimitusjohtajaa sekä ylimpää johtoa. Digia on ilmoittanut palkkiojärjestelmän motiiviksi yhdistää yhtiön omistajien ja johdon tavoitteet sekä sitoa avainhenkilökuntaa yritykseen. Motiivit ovat linjassa kappaleessa 3.4 esiteltyjen tutkimusten kanssa, joiden mukaan omien osakkeiden hankintoja voidaan hyödyntää palkitsemisjärjestelmissä johdon sitouttamiseksi. (Digia 2020.)

Kannustinjärjestelmään osallistuvat henkilöt palkitaan yhtiön omilla osakkeilla, mikäli asetettuihin tavoitteisiin päästään. Tavoitteiksi on asetettu liikevaihdon kehittyminen sekä yhtiön osakkeen ko-

konaistuoton kehitys. Tarkempia lukuja tavoitteista ei ole ilmoitettu, mutta ne ovat oletettavasti kuitenkin tiedossa johtohenkilökunnalla. Ehtona palkkioiden maksamille on myös se, että molemmat tavoitteet saavutetaan, ei pelkästään toista. Mikäli kannustinjärjestelmään kuuluva henkilö eroaa tai hänet irtisanotaan ennen palkkioiden maksuajankohtaa, ei hän ole oikeutettu kyseiseen palkkioon. (Digia 2020.)

Mahdollisen palkkion suuruus kannustinjärjestelmään kuuluville on yhteensä 525 000 digian osakkeen arvoa vastaava summa ja se maksetaan vuoden 2023 keväällä, mikäli asetettuihin tavoitteisiin päästään. Palkkio maksetaan osakkeiden ja käteisen yhdistelmänä. Käteisenä maksetaan se osuus palkkiosta, joka riittää kattamaan palkkion vastaanottamisesta syntyvien verojen maksamisen. (Digia 2020.)

Digialla vaikuttaisi olevan hyvin selvät tavoitteet joihin johdon tulee pyrkiä palkkioiden saamiseksi. Mikäli tavoitteena olisi ollut pelkästään osakkeen kokonaistuoton kasvu, oli se saattanut motivoida johtoa tekemään lyhytjänteisempiä päätöksiä. Lyhytjänteisillä päätöksillä tarkoitan päätöksiä, joiden tarkoituksena on vain maksimoida osakkeen hinnan nouseminen lyhyellä aikavälillä. Tämän vuoksi on mielestäni positiivista, että Digia on asettanut tavoitteeksi myös liikevaihdon kasvun. Liikevaihdon kasvun asettaminen yhdeksi tavoitteeksi pakottaa johdon tekemään pitkäjänteisempiä päätöksiä.

Digian tavoitteena on olla yhtiö, jonka työntekijöiden hyvinvointi on toimialan huippua. Työntekijöiden hyvinvointia yhtiö mittaa henkilöstön tyytyväisyyskyselyillä ja tutkimalla sairauspoissaolojen määrää työntekijöitä kohden. (Digia 2021a.) Kuten kappaleessa 3.4 tuotiin esille, osakepohjaisilla kannustinjärjestelmillä on havaittu olevan positiivinen vaikutus työntekijöiden sairauspoissaolojen määrään ja henkilöstön sitoutuneisuuteen. Osakepohjaiseen kannustinjärjestelmään osallistuvat työntekijät ottavat siis vähemmän sairauspoissaoloja ja ovat vähemmän halukkaita irtisanoutumaan. (Bryson & Freeman 2019.) Digian omien osakkeiden hankintojen perimmäinen motiivi voi siis liittyä työhyvinvoinnin kehittämiseen.

5.4.2 Omien osakkeiden osto-ohjelma

Yhtiö ilmoitti käyttävänsä yhtiökokouksen valtuutusta omien osakkeiden ostojen aloittamiseksi 16.12.2021. Yhtiökokouksen valtuutus oli annettu 17.3.2021. Valtuutus salli yhtiön ostavan omia osakkeitaan enintään 2 miljoonaa kappaletta, mutta osto-ohjelman rajaksi oli asetettu 300 000 osaketta. Osakkeiden hankinnat eivät saaneet myöskään maksaa yli 2,4 miljoonaa euroa. Yhtiö voi siis halutessaan tulevaisuudessa ilmoittaa uudesta omien osakkeiden osto-ohjelmasta, sillä yhtiö ei hankkinut tässä ohjelmassa yhtiökokouksen valtuuttamaa määrää. Yhtiö sai valtuutuksen nojalla

hankkia omia osakkeitaan 16.12.2021 – 31.5.2022 välisen ajanjakson aikana. Osto-ohjelman ilmoittamisen aikana yhtiöllä oli hallussaan 57 373 kappaletta omia osakkeitaan. (Digia 2021b.)

Yritys sai kyseisen omien osakkeiden osto-ohjelman päätökseen 25.3.2022. Yhtiö osti omia osakkeitaan 300 000 kappaletta, eli osto-ohjelman valtuuttaman määrän. Hankintojen keskihinnaksi muodostui n. 7,26 euroa per osake. Osakkeen päätöshinta 25.4.2022 oli 7,25 euroa per osake (kauppalehti 2022c). Esimerkin tarkoituksena ei ole analysoida hankintojen kannattavuutta, jonka vuoksi hankintahintaa ei käsitellä tarkemmin. Osto-ohjelman loputtua yhtiöllä on hallussaan omia osakkeitaan yhteensä 357 372 kappaletta. (Digia 2022.)

6 Pohdinta

Suomalaisten pörssiyhtiöiden omien osakkeiden hankintojen taustalla vaikuttaisi olevan samanlaiset motiivit kuin ulkomaalaisilla yhtiöillä, joiden motiiveista on tehty enemmän tutkimuksia. Tulosten mukaan yhtiöt ostavat omia osakkeitaan käytettäväksi yritysostoissa sekä osakepohjaisissa kannustinjärjestelmissä. Näiden lisäksi yhtiöt voivat käyttää hankintoja osakkeen aliarvostuksesta signaloimiseen tai omien yhtiökohtaisten tunnuslukujen parantamiseksi. Motiivit ovat kuitenkin harvoin niin yksiselitteisiä. Yhtiö voi esimerkiksi ilmoittaa hankintojen motiiviksi niiden hankkimisen osakepohjaista kannustinjärjestelmää varten. Kannustinjärjestelmällä on yrityksissä usein jokin tarkoitus, kuten työntekijöiden sitouttaminen tai uusien työntekijöiden houkuttelemine. Näin ollen omien osakkeiden hankintojen perimmäinen motiivi voi olla esimerkiksi työntekijöiden tyytyväisyyden ylläpitäminen. Omien osakkeiden hankintoja voidaan selvästi hyödyntää useisiin eri käyttötarkoituksiin. Suomessa toteutettujen tutkimusten määrä aiheesta oli yllättävän vähäinen. Tiesin omien osakkeiden hankintojen olevan Yhdysvalloissa paljon yleisempää, mutta tehtyjen tutkimusten ja löydettävissä olevan tiedon määrän välinen ero tuli kuitenkin yllätyksenä.

Opinnäytetyössä kävi ilmi, että iso osa yhtiöistä ei kuitenkaan koskaan aloita omien osakkeiden hankintoja, vaikka heille olisi myönnetty siihen valtuudet. Sijoittajien tulee ymmärtää valtuutuksen ja omien osakkeiden osto-ohjelman aloittamisen ero, sillä pelkkä valtuutus ei sido yhtiötä mihinkään. Näin ollen pelkän valtuutuksen ei kuuluisi vaikuttaa sijoittajien näkemykseen yhtiön arvosta tai osakkeen hyväksyttävästä hinnasta. Suomessa yhtiöt joutuvat ilmoittamaan osto-ohjelmien aloituksesta sekä jokaisesta omien osakkeiden ostotapahtumasta. Nämä kuitenkin tekevät yhtiöiden viestinnästä huomattavasti läpinäkyvämmän, mikä on positiivinen asia erityisesti sijoittajien näkökulmasta.

Omien osakkeiden hankinnat voivat myös johtaa sijoittajia harhaan. Omia osakkeita mitätöimällä yhtiöt pystyvät nostamaan osakekohtaista tulosta, jonka kasvu yleisesti viittaa parantuneeseen liiketoimintaan. On kuitenkin mahdollista, että yhtiön liiketoiminta ei ole muuttunut ollenkaan ja osakekohtaisen tuloksen kasvu on ainoastaan peräisin osakkeiden mitätöinnistä. Sijoittajien tulee siis olla tarkkana analysoidessaan yhtiöitä, joilla on ollut tapana hankkia ja mitätöidä omia osakkeitaan. Luotettavamman kuvan yhtiön tuloksetekokyvystä sijoittajat saavat esimerkiksi yhtiön ilmoittamasta nettotuloksesta. Nettotulokseen ei vaikuta yhtiön osakkeiden lukumäärä, jolloin siihen ei vaikuta myöskään niiden mitätöiminen.

Omien osakkeiden hankintojen taustalla olevia motiiveja on mielestäni hyvä tutkia aina hieman tarkemmin. Mikäli yhtiö esimerkiksi ilmoittaa jakavansa osan ylimääräisestä pääomastaan omien osakkeiden hankintojen kautta, on syytä ottaa huomioon myös yhtiön johdon optio-oikeudet. Kuvi-

tellaan tapaus, missä yhtiön johdolla on kattavat optio-oikeudet, jotka toteutuvat liikevaihdon ylittäessä tietyn rajan. Yritys on onnistunut ylittämään tuon rajan ja johdolla on oikeus toteuttaa optio-oikeutensa seuraavan kahden vuoden aikana. Voisiko johdon motiivina olla nostaa osakkeen hintaa ostamalla ja mitätöimällä omia osakkeita optio-oikeuksien arvon nostattamiseksi? Kun yhtiö ilmoittaa ostavansa omia osakkeitaan, olisi mielestäni järkevää tutkia yhtiön sisäpiirin tekemiä kappoja. Jos sisäpiiri on ollut ostamassa yhtiön osakkeita, luo se mielestäni luotettavuutta omien osakkeiden hankinnoille. Jos sisäpiiri olisi kuitenkin myynyt omistuksiaan reilusti ennen yhtiön omien osakkeiden hankintailmoitusta, olisi kannattavaa tutkia hankintojen motiivia tarkemmin.

Hankintojen taustalla voi olla myös useita eri motiiveja. Otetaan esimerkkitapaus, missä yhtiön johto suunnittelee liiketoiminnan laajentamista yritysostoin ja se pitää osaketta aliarvostettuna. Yhtiö voi aloittaa omien osakkeiden hankinnat signaloidakseen osakkeen aliarvostuksessa ja samalla säästääkseen hankitut osakkeet tuleviin yritysostoihin. Menetelmä toimii, mikäli johto oli oikeassa osakkeen aliarvostuksesta, joka signaloinnin ansiosta purkautuu nostaen osakkeen hintaa.

Empiirisessä osiossa tarkasteltiin Rovio Entertainment Oyj:n omien osakkeiden hankintoja ja niiden käyttämistä uusimmassa yritysostossa. Koska Rovion kurssi tippui listautumisen jälkeen jyrkästi, on mahdollista, että yhtiön alkuperäinen motiivi omien osakkeiden hankinnoille on ollut signaalointi. Kurssin kehittyessä positiivisesti on nähty kannattavaksi hyödyntää hankittuja osakkeita yritysoston yhteydessä. Yhtiö olisi vaihtoehtoisesti voinut mitätöidä osakkeita tai käyttää niitä esimerkiksi henkilökunnan ja johdon palkitsemiseen.

Hankintojen onnistumista on vaikea arvioida sillä hetkellä, kun niitä toteutetaan tai kun ne ovat juuri saatu loppuun. Vasta useamman vuoden päästä on helpompi katsoa taaksepäin hankintojen ajankohtaan ja arvioida, oliko osakkeet ostettu järkevään hintaan ja onko osakkeet käytetty järkevästi. Omien osakkeiden hankinnat vaativat siis sijoittajilta luottamusta yhtiön johdon kykyyn tehdä oikeita valintoja.

6.1 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimuksen luotettavuuden arvioimisessa on mielestäni hyvä ottaa huomioon käytettyjen lähteiden määrä. Lähteitä on paljon ja tiedon etsimiseen on käytetty mm. tutkimuksia, kirjoja, artikkeleita ja uutisia. Mielestäni tämä lisää tutkimuksen luotettavuutta huomattavasti. Vaikka itse koen yhtiöiden omien osakkeiden ostot yleisesti positiivisena asiana, etsin ja käytin lähteitä hyvin kriittisesti. Mikäli tutkimuksen kirjoittajalla on hyvin vahva mielipide käsiteltävästä asiasta, on vaarana, että kirjoittaja sivuuttaa tärkeitä vasta-argumentteja. Tässä tutkimuksessa kyseistä ongelmaa ei esiinny ja teksti pitääkin sisällään myös lähteiden välistä keskustelua.

Vaikka käytettävissä ei ollut paljoa Suomessa toteutettuja tutkimuksia, ei tällä mielestäni ole vaikutusta työn luotettavuuteen. Havaittujen ja tunnistettujen motiivien esittäminen konkreettisilla esimerkeillä empiirisessä osiossa vahvistaa teoriaosuudessa käsiteltyjä motiiveja. Myös Karhusen (2002) teettämä tutkimus suomalaisten yhtiöiden omien osakkeiden motiiveista oli linjassa kansainvälisten tutkimustulosten kanssa. Olennaisimmat suomalaiset tutkimukset, joita myös tässä työssä hyödynnettiin olivat Karhusen (2002) ja Tomperin (2004) tutkimukset. On kuitenkin otettava huomioon kyseisten tutkimusten ajankohta, jolloin tutkimukset ovat tehty. Vaikka tutkimukset ovat vanhoja, ei sillä pitäisi olla vaikutusta esimerkiksi hankintojen taustalla todettuihin motiiveihin. Motiivit pysyvät samana, mutta on kuitenkin mahdollista, että tietty motiivi on menettänyt suosiotaan ja joku toinen taas yleistynyt. Esimerkiksi kappaleen 3 taulukon 2 tulokset saattaisivat näyttää erilaisille, mikäli tutkimus tehtäisiin nykypäivänä uudestaan. Työssä on käytetty lähteenä esimerkiksi Ilkka Tomperin (2004) väitöskirjaa vuodelta 2004 havainnollistamaan omien osakkeiden hankintojen yleistymistä. Vaikka tutkimuksen tulokset näyttäisivät nykypäivänä erilaiselta, on kyseisen tutkimuksen tulokset relevantteja tämän tutkimuksen kannalta. Tutkimustuloksilla pystyttiin todentamaan omien osakkeiden hankintojen lisääntyminen.

6.2 Kehitys- ja jatkotutkimusehdotukset

Suurin osa opinnäytetyössä käytetyistä lähteistä ovat tutkimuksia, jotka ovat tehty ulkomailla. Aihetta tulisi tutkia lisää myös Suomessa. Tutkimuksessa verrattiin yhtiöiden voitonjakotapoja, osinkoja ja omien osakkeiden hankintoja ja niiden mitätöintiä. Tästä aiheesta voisi tehdä myös laajemman tutkimuksen ja selvittää yhtiöiden sekä sijoittajien mielipiteitä, asenteita ja kokemuksia kumpaankin voitonjakotapaan liittyen. Sijoittajille voitaisiin teettää esimerkiksi kysely, missä selvitetäisiin kumpaa voitonjakotapaa sijoittajat preferoivat ja miksi, millaisia tunteita yhtiöiden ilmoitukset omien osakkeiden hankinnoista aiheuttavat sekä onko tällä vaikutusta yhtiöitä valittaessa osakesalkkuun. Yhtiöiden johtohenkilökuntaa voitaisiin haastatella ja selvittää, mitkä asiat vaikuttavat eniten voitonjakotavan valitsemiseen. Tutkimuksen avulla voitaisiin ymmärtää paremmin, miksi omien osakkeiden hankinta voitonjakotapana on Suomessa huomattavasti harvinaisempi kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa.

Myös aiemmin mainitut Tomperin (2004) ja Karhusen (2002) teettämät tutkimukset olisi hyvä teettää uudestaan ajan tasalle. Erityisesti omien osakkeiden hankintojen yleisyyttä olisi tarpeen tutkia lisää, sillä siitä oli hyvin vähän tietoa saatavilla. Uskon myös, että omia osakkeita ostavien yritysten määrä on myös lisääntynyt huomattavasti vuodesta 2002, jonka vuoksi uusi tutkimus aiheesta olisi tarpeellinen.

Empiirisessä osiossa läpikäytyjä Case esimerkkejä olisi hyvä tutkia uudestaan vielä myöhemmin. Sampo Oyj:n omien osakkeiden hankinnat ovat hyvin tuoreita ja niiden mitätöiminen näyttäisi tällä

hetkellä luovan omistaja-arvoa. Omien osakkeiden hankintojen kannattavuutta voitaisiin tutkia muutaman vuoden päästä uudestaan. Silloin nähtäisiin mihin suuntaan yhtiön liiketoiminta, sen arvo ja osakkeen hinta on kulkenut. Sampo on aloittanut myös uuden omien osakkeiden osto-ohjelman, joka voitaisiin ottaa huomioon uudessa tutkimuksessa. Rovion yritysostoa ja Qt:n palkitsemisjärjestelmän sitouttamisen onnistumista voitaisiin myös tutkia myöhemmin uudestaan.

Opinnäytetyön teoriaosuudessa esitellyistä motiiveista voisi melkein mistä vain keksiä laajemman tutkimusaiheen. Yksi esimerkki voisi olla esimerkiksi kannustinjärjestelmiin ja johdon optio-oikeuksiin keskittyvä tutkimus. Millä tavoin johdolle suunnatut palkkio-ohjelmat korreloivat yrityksen kehityksen kanssa? Jos yritysjohtajien palkkiot ovat sidottu yrityksen liikevaihdon kasvuun kuten Qt:n tapauksessa, saavuttavatko yritykset tällöin liikevaihtotavoitteensa useammin kuin yritykset, joilla ei ole samanlaisia kannustimia?

6.3 Oman oppimisen arviointi

Omien osakkeiden hankinnat aiheena oli minulle tuttu jo ennen opinnäytetyön aloittamista. Sijoittamisesta kiinnostuneena olen lukenut paljon kirjallisuutta, jotka ovat vähintään pintapuolisesti käsitelleet aihetta. Erityisesti William Thorndiken kirja *The Outsiders* herätti mielenkiintoni omien osakkeiden hankintaan. Kirja käsitteli yritysjohtajia, jotka ovat onnistuneet luomaan tunnettuja kansainvälisiä yrityksiä. Kaikkia yritysjohtajia yhdisti sama asia, halu ostaa yrityksen omia osakkeita yritykselle itselleen.

Vaikka aihe olikin minulle tuttu entuudestaan, opin aiheesta kirjoittaessani enemmän kuin osasin kuvitella. Oppiminen ei kohdistunut pelkästään teoriapuolen asioihin, vaan etsiessäni erilaisia tutkimuksia opin yleisestä ilmapiiristä, ajatuksista ja asenteista omien osakkeiden hankintoja kohtaan. Johdannossa mainitsinkin, että osalla sijoittajista voi olla negatiivinen mielikuva omien osakkeiden ostoista, sillä ne eivät ole aina onnistuneet. Etsiessäni tietoa empiirisessä osiossa esiteltyyn esimerkkiin Sampo Oyj:n omien osakkeiden ostoista, törmäsin erilaisiin keskustelufoorumeihin, missä aiheesta keskusteltiin. Jotkut kommentoijista eivät olleet tyytyväisiä Sammon omien osakkeiden hankintoihin, koska heillä oli negatiivisia kokemuksia Nokia Oyj:n omien osakkeiden hankinnoista. Opinnäytetyössä kävin myös läpi omien osakkeiden hankintamenetelmiä, joista minulla ei ollut aikaisempaa tietämystä. Koska Suomessa yritykset voivat hankkia osakkeitaan vain avomarkkinaostoilla, en ollut perehtynyt muihin menetelmiin aikaisemmin. Muiden menetelmien oppiminen oli itselleni todella hyödyllistä, koska ulkomaisiin yhtiöihin sijoittaessa ovat ne tärkeä ymmärtää.

Ennen opinnäytetyön tekemistä minulla ei ollut kokemusta tämän kokoluokan ja vaatavuuden tasoisesta tutkimuksen kirjoittamisesta. Opin aikatauluttamaan työn, vapaa-ajan ja koulun, mikä aluksi tuntui haastavalle. Opinnäytetyön tekeminen opetti erityisesti tärkeiden asioiden priorisoinnista,

tein päätöksen siirtyä töistä opintovapaalle ja keskittyä opinnäytetyön tekemiseen. Teoriaosuuden kasaan saamiseksi minun tuli käydä läpi useita erilaisia tutkimuksia, artikkeleita ja kirjoituksia. Koen tämän opettaneen minulle tiedonhaku taitoja, lähdekriittisyyttä ja kärsivällisyyttä. Opinnäytetyön loppuvaiheessa huomasin, että onnistuin hahmottamaan lukemistani tutkimuksista niiden oleellisemmat asiat paljon nopeammin. Tärkeiden asioiden hahmottaminen tuntui aluksi haastavalle, sillä tutkimukset olivat englanniksi ja sisälsivät paljon tuntematonta sanastoa, myös englannin kielen taitoni siis parani opinnäytetyötä tehdessä. Olen myös huomannut, että saan kirjoitettua ajatukseni huomattavasti nopeammin, eikä minun tarvitse palata niihin niiden korjaamiseksi myöhemmin.

Lähteet

- Alma media 2022a. Osakekohtainen tulos. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/osakekohtainen-tulos-eps/>. Luettu: 11.2.2022.
- Alma media 2022b. P/E-luku. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-e-luku/>. Luettu: 11.2.2022.
- Alma media 2022c. Kokonaispääoman tuotto-% (ROA). Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/kokonaispaaoman-tuotto-prosentti-roe/>. Luettu: 11.2.2022.
- Alma media 2022d. Oman pääoman tuotto-% (ROE). Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/oman-paaoman-tuotto-prosentti-roe/>. Luettu: 11.2.2022.
- Babenko, I., Tserlukevich, Y. & Vedrashko, A. 2012. The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 47, 5, s. 1059-1088.
- Bagwell, L. 1992. Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholders Heterogeneity. *The Journal of Finance*, 48, 1, s. 71-105.
- Baiyan, W. 2020. The Introduction and Comparison of Share Repurchase and Dividend. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 155, s. 192–195.
- Banyi, M., Dyl, A. & Kahle, M. 2005. Measuring Share Repurchases. Luettavissa: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726284. Luettu: 25.2.2022.
- Bryson, A. & Freeman, B. 2019. The Role of Employee Stock Purchase Plans — Gift and Incentive? Evidence from a Multinational Corporation. *British Journal of Industrial Relations*. 57, 1, s. 86-106.
- Chang, H. 1.8.2001. Why do companies continue to use stock option incentives? *Stanford Business*. Luettavissa: <https://www.gsb.stanford.edu/insights/why-do-companies-continue-use-stock-option-incentives>. Luettu: 20.4.2022.
- Dasmodaran, A. 2011. *The little book of valuation*. John Wiley & Sons, Inc. New York.
- Digia 2020. Digian johdolle uusi pitkän aikavälin osakepohjainen kannustinohjelma. Luettavissa: <https://digia.com/ajankohtaista/uutiset/digian-johdolle-uusi-pitkan-aikavalin-osakepohjainen-kannustinohjelma/>. Luettu: 26.4.2022.

- Digia 2021a. Digia aloittaa omien osakkeiden osto-ohjelman. Luettavissa: <https://digia.com/ajankohtaista/uutiset/digia-aloittaa-omien-osakkeiden-osto-ohjelman/>. Luettu: 25.4.2022.
- Digia 2021b. Selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista. Luettavissa: <https://digia.com/sijoittajat/digia-sijoituskohteena/selvitys-muista-kuin-taloudellisista-tiedoista/>. Luettu: 2.5.2022.
- Digia 2022. Digian omien osakkeiden osto-ohjelman päättyminen. Luettavissa: <https://digia.com/ajankohtaista/uutiset/digian-omien-osakkeiden-osto-ohjelma-paattynyt/>. Luettu: 26.4.2022.
- Dittmar, A. 2000. Why Do Firms Purchase Stock? The University of Chicago Press, 73, 3, s. 331-355.
- Eije, H. & Megginson, W. L. 2008. Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of financial economics*, 89, 2, s. 347-374.
- Elliott, B. & Elliott, J. 2017. Financial accounting and reporting. 18. painos. New York. E-kirja. Luettu: 15.2.2022.
- Eriksson, P. & Kovalainen, A. 2008. Qualitative methods in business research. Los Angeles, [Calif.]; London: SAGE 2008. E-kirja. Luettu: 26.4.2022.
- Euroclear Finland 2022. Tilastot. Luettavissa: https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics.html#content_title_1177124260. Luettu: 16.4.2022.
- Fondia 2022. Palkitseminen ja kannustinjärjestelmät. Luettavissa: <https://virtuallawyer.fondia.com/fi/articles/palkitseminen-ja-kannustinjarjestelmat>. Luettu: 7.2.2022.
- Fox, A. 2019. In Pursuit of a General Theory of Proxy Warfare. *The institute of land warfare*. 123, s. 7.
- Fried, J. 2001. Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism? *Theoretical Inquiries in Law*. 2, 2, s. 865–894.
- Gay, G., Kale, J. & Noe, T. 1996. (Dutch) Auction Share Repurchases. *Economica*, 63, 249, s. 57–80.
- Ghaeli, M. R. 2017. Price-to-earnings ratio: A state-of-art review. *Accounting (North Vancouver)*, 3, 2, s. 131–136.
- Grullon, G. & Ikenberry, D. 2000. What do we know about stock repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, 1, s. 31–51.

Grönqvist, J. 2021. Digia laajaraportti. Inderes. Helsinki. Luettavissa: https://www.inderes.fi/sites/default/files/company-reports/digia_yhtioraportti_2021_final_0.pdf. Luettu: 26.4.2022.

Howell, J. 2014. The Survival of The U.S. dual class share structure. *Journal of Corporate Finance*. 44, s. 440–450.

Högholm, K. & Högholm, V. Open Market Repurchase Programs - Evidence from Finland. *International Journal of Economics and Finance*, 9, 12, s. 13–23.

Joki, M. 2021. Henkilöstöasiantuntijan käsikirja. 7. uudistettu painos. Kauppakamari. Helsinki. E-kirja. Luettu: 1.3.2022.

Kauppalehti 2022a. Rovio (ROVIO) – Osakkeen kurssi tänään. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/ROVIO>. Luettu 12.4.2022.

Kauppalehti 2022b. Qt Group (QTCOM) – Osakkeen kurssi tänään. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/QTCOM>. Luettu 12.4.2022.

Kauppalehti 2022c. Digia Oyj (DIGIA). Osakkeen kurssi tänään. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/DIGIA>. Luettu: 26.4.2022.

Karhunen, J. 2002. Essays on tender offers and share repurchases. Väitöskirja. Helsingin yliopisto, valtiotieteellinen tiedekunta. Luettavissa: <http://epub.lib.aalto.fi/fi/diss/?cmd=show&dissid=3>. Luettu: 25.4.2022.

Keskiväli, H. 2021. Tähtäimessä osakkeet. 2. painos. Alma Talent. Helsinki.

Kesko 2021. Perustiedot osakkeista. Luettavissa: <https://www.kesko.fi/sijoittaja/osaketieto/>. Luettu: 7.2.2022.

Kinnunen, J. 2019. Omistaja-arvon kehityksen tarkastelu pääoman tuoton näkökulmasta. Inderes. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/artikkeli/omistaja-arvon-kehityksen-tarkastelu-paaoman-tuoton-nakokulmasta>. Luettu: 19.4.2022

Lee, C. & Alam, P. 2004. Stock option measures and the stock repurchase decision. *Review of Quantitative finance and accounting*, 23, 4, s. 329-352.

Manconi, A., Peyer, U. & Vermaelen, T. 2019. Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Val-ue? Evidence from Buybacks around the World. *Journal of financial and quantitative analysis*, 54, 5, s. 1899-1935.

Martin, R. 2016. M&A: The One Thing You Need to Get Right. *Harvard Business Review*. s.42-48.

- Mayer, C. 2015. 100 baggers: Stocks that return 100-to-1 and how to find them. 1.painos. Laissez Faire Books. Maryland.
- Miller, H. & Rock, K. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40, 4, s. 1031-1051.
- Mäkinen, M. 2001. Optiot – Suomalaisjohtajien uusi kannustin. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Helsinki. E-kirja. Luettu: 7.2.2022.
- Nalurita, F. 2019. Impact of eps on market prices and market ratios. *Business and Entrepreneurial Review*, 15, 2, s. 111–130.
- Nasdaq 2021. Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille. Helsinki. Luettavissa: <https://www.nasdaq.com/docs/2021/02/26/Pörssin-säännöt-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-1.3.2021-final.pdf>. Luettu: 1.3.2022.
- Nikkinen, J., Rothovius, T. & Sahlström, P. 2002. Arvopaperisijoittaminen. 1. painos. WSOY. Helsinki. E-kirja. Luettu: 11.2.2022.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2016. Yritysrahoitus. Vastaa sisällöllisesti 7.–8. painosta. Edita Publishing. Helsinki. E-kirja. Luettu: 7.2.2022.
- OECD 2005. Glossary of Statistical Words. Luettavissa: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6805>. Luettu: 25.4.2022.
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.
- Peyer, U. C. & Vermaelen, T. 2005. The many facets of privately negotiated stock repurchases. *Journal of financial economics*, 75, 2, s. 361–395.
- Pönkä, V. 2008. Määräysvallasta osakeyhtiössä. Helsinki. Luettavissa: <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/231122/5437.pdf?sequence=1>. Luettu: 7.2.2022.
- Pörssisäätiö 2016. Pörssilistautujan käsikirja. Pörssisäätiö. Helsinki. Luettavissa: https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf. Luettu 7.2.2022.
- Qt 2020. Toimielinten palkitsemispolitiikka. Luettavissa: https://qt-investors-uploads.s3.amazonaws.com/wp-content/uploads/Palkitsemispolitiikka_2020.pdf. Luettu: 12.4.2022.

Qt 2021a. Palkitsemisraportti 2021. Luettavissa: https://www.qt.io/hubfs/_website/QtV2/QtV2%20Investors/2022/Annual%20Report%202021%20files/Qt-Palkka-ja-palkkiora-portti-2021.pdf?hsLang=fi. Luettu: 12.4.2022.

Qt 2021b. Tilinpäätöstiedote 2021. Luettavissa: https://www.qt.io/hubfs/_website/QtV2/QtV2%20Investors/2022/Qt_Q4_2021_fi.pdf?hsLang=fi. Luettu: 12.4.2022.

Qt 2021c. Vuosikertomus. Luettavissa: <https://mb.cision.com/Main/14183/3508184/1536356.pdf>. Luettu: 26.4.2022.

Qt 2022a. Qt sijoituksena. Luettavissa: <https://investors.qt.io/fi/qt-as-an-investment?hsLang=fi>. Luettu: 12.4.2022.

Qt 2022b. TIEDOT HALLITUKSEN, TOIMITUSJOHTAJAN JA MUUN JOHTORYHMÄN PALKITSEMISEN PERIAATTEISTA. Luettavissa: https://www.qt.io/hubfs/_website/QtV2/QtV2%20Investors/2022/2022_3_Palkitseminen_fi.pdf?hsLang=fi. Luettu: 12.4.2022.

Qt 2022c. Osakkeenomistajat. Luettavissa: <https://investors.qt.io/fi/financials/shareholders/>. Luettu 12.4.2022.

Rappaport, A. & Sirower, M. 1999. Stock or Cash?: The tradeoffs for buyers and sellers in mergers and acquisitions. Harvard business review. Luettavissa: <https://hbr.org/1999/11/stock-or-cash-the-trade-offs-for-buyers-and-sellers-in-mergers-and-acquisitions>. Luettu: 26.4.2022.

Rovio 2017. Listautumisanti. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/news-and-events/porssitiedotteet/rovio-entertainment-oyjn-listautumisanti-ylimerkitty>. Luettu: 12.4.2022.

Rovio 2018. Rovio Entertainment Oyj aloittaa omien osakkeiden hankinnan yhtiön kannustinjärjestelmiin liittyen. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/news-and-events/porssitiedotteet/rovio-entertainment-oyj-aloittaa-omien-osakkeiden-hankinnan-yhtion>. Luettu: 12.4.2022.

Rovio 2019. Rovio Entertainment Oyj aloittaa omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/news-and-events/porssitiedotteet/rovio-entertainment-oyj-aloittaa-omien-osakkeiden-takaisinosto>. Luettu: 12.4.2022.

Rovio 2020a. Rovio Entertainment Oyj: Omien osakkeiden hankinta 27.2.2020. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/node/1884>. Luettu: 12.4.2022.

Rovio 2020b. Rovio Entertainment Oyj aloittaa omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/node/1896>. Luettu: 12.4.2022.

Rovio 2020c. Rovio Entertainment Oyj: Omien osakkeiden hankinta 21.8.2020. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/node/2089>. Luettu 12.4.2022.

Rovio 2020d. Rovio Entertainment Oyj: Omien osakkeiden hankinta 25.2.2020. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/node/1886>. Luettu: 12.4.2022.

Rovio 2021. Rovio Entertainment Oyj: Rovio Entertainment ostaa hyper-casual – pelistudio Ruby Gamesin. Luettavissa: <https://investors.rovio.com/fi/news-and-events/porssitiedotteet/rovio-entertainment-oyj-rovio-entertainment-ostaa-hyper-casual>. Luettu: 12.4.2022.

Ruback, R. S. & Mikkelson, W. H. 1991. Targeted Repurchases and Common Stock Returns. *The Rand journal of economics*, 22, 4, s. 544–561.

Saario, S. 2020. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 17. painos. Alma Talent. Helsinki.

Sampo 2022a. Sampo-konserni. Luettavissa: <https://www.sampo.com/fi/tietoa-meista/sampo-konserni/>. Luettu: 12.4.2022.

Sampo 2022b. Omien osakkeiden osto. Luettavissa: <https://www.sampo.com/fi/sijoittajat/osake/omien-osakkeiden-osto/>. Luettu 12.4.2022.

Sampo 2022c. Sampo Oyj mitätöi hankkimiaan omia osakkeita. Luettavissa: <https://www.sampo.com/fi/media/tiedotteet/2022/sampo-oyj-mitatoi-hankkimiaan-omia-osakkeita/>. Luettu: 12.4.2022.

Sampo 2022d. Osakkeen perustiedot. Luettavissa: <https://www.sampo.com/fi/sijoittajat/osake/>. Luettu 12.4.2022.

Sampo 2021. Capital markets day 2021. Luettavissa: <https://www.sampo.com/fi/sijoittajat/esitykset/>. Luettu: 12.4.2022.

Sanchez, C., Joshi, M. & Mudde, P. 2020. Improving the M&A success rate: Identity may be the key. *Peer reviewed articles*. 42.

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. 1. painos. Alma. Helsinki. E-kirja. Luettu: 12.4.2022.

Spence, M. 1973. Job Marketing Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*. 87, 3, s. 355-374.

Tomperi, I. 2004. Liquidity effects, Timing and Reasons for Open-Market Share Repurchases. Väitöskirja. Vaasan yliopisto, Accounting and Finance maisteriohjelma. Luettavissa: https://osuva.uwasa.fi/bitstream/handle/10024/8059/isbn_952-476-071-1.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Luettu: 25.4.2022.

Vermaelen, T. 2010. Share Repurchases. Foundations and Trends in France. 1, 3, s. 171-268.

Vero 2022a. Osingot listatuista yhtiöistä. Luettavissa: <https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osingot/listatusta-yhtiöstä-saadut-osingot/>. Luettu: 7.2.2022.

Vero 2022b. Osakkeiden myynnin verotus. Luettavissa: https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osakkeiden_myynt/. Luettu 7.2.2022.

Yallapragada, R. R. 2014. Stock Buybacks: Good Or Bad For Investors? Journal of business & Economics Research, 12, 2, s. 193.

Zeng, L. & Luk, P. 2020. Examining share repurchasing and the S&P buyback indices in the U.S. Market. Luettavissa: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/research-sp-examining-share-repurchases-and-the-sp-buyback-indices.pdf>. Luettu: 12.4.2022.