

Henrik Metso

**VOITONJAON TAVAT OSANA  
PÖRSSIYRITYSTEN PÄÄOMIEN  
ALLOKOINTIA**

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Toukokuu 2022

# TIIVISTELMÄ

Henrik Metso: Voitonjaon tavat osana pörssiyritysten pääomien allokointia

Kandidaatin tutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, Yrityksen laskentatoimi

Toukokuu 2022

---

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan pörssiyritysten voitonjaon tapoja osana pääomien allokointia. Työn tarkoituksena on pureutua kriteereihin, joihin pörssiyritysten päättävät elimet pohjaavat päätöksensä koskien osingonmaksua ja omien osakkeiden takaisinostoja sekä parantaa käsitystä siitä, kuinka voitonjakopäätökset näyttäytyvät tuottojen muodossa sijoittajille. Aihetta on perusteltua tutkia, sillä se vaikuttaa pörssiyritysten menestyksen kautta hyvin laaja-alaisesti koko yhteiskuntaan. Tärkeimmät tutkimuskysymykset ovat: *Mitä erilaisia vaikutuksia yritysten voitonjakopäätöksillä on arvonmuodostuksessa sijoittajille?* ja *Miten voitonjakopäätökset linkittyvät osaksi yritysten pääomien allokointia?*

Tutkimus toteutetaan kuvailevana kirjallisuuskatsauksena. Kuvailevassa kirjallisuuskatsauksessa aihetta kyetään tutkimaan varsin laajasti ilman suurempia sääntöjä tai rajoituksia. Tällä voidaan nähdä olevan tutkimuksen objektiivisuutta parantava vaikutus. Kuvailevan kirjallisuuskatsauksen sisäisistä jakautumishaaroista tutkimus edustaa narratiivista katsausta.

Taustateorioina tutkimuksessa klassista rahoitusteoriaa edustaa Modiglianin & Millerin esittämä propositio voitonjakopolitiikan merkityksettömydestä yrityksen arvolle. Modiglianin & Millerin ajatuksia havainnollistetaan neljän erilaisen matemaattisen kaavan avulla. Muita teorioita työssä ovat osakkeen kokonaistuoton muodostuminen, kassakonversio sekä työn myöhemmässä vaiheessa esiintyvä agenttiteoria.

Tutkimuksen tuloksina voidaan mainita ymmärrys siitä, ettei ole olemassa kaikille yrityksille koosta ja toimialasta riippumatonta ohjenuoraa toteuttaa voitonjakoaan. Pääasiallisena syynä tähän on se, että yritysten liiketoiminnat ovat markkinataloudessa jatkuvassa kilpailussa keskenään, joten myös investointimahdollisuudet elävät ajassa. Yritysjohdon tulee olla jatkuvasti tietoinen yrityksensä käyvistä arvosta, jotta se pystyy järkevästi arvioimaan pääoman allokoinnin eri vaihtoehtoja keskenään ja tekemään osakkeenomistajien kannalta optimaalisia päätöksiä. Tutkimus tuo esille myös syitä, minkä takia pääoman painotettu keskikustannus ei välttämättä ole paras vaihtoehto investointien kriteerinä.

Avainsanat: Pääoman painotettu keskikustannus, osakekohtainen tulos, omien osakkeiden takaisinostot, osingot, osakkeen kokonaistuotto, kassakonversio

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

# SISÄLLYSLUETTELO

1	Johdanto.....	1
2	Tutkimuskysymys ja -menetelmä.....	4
2.1	Tutkimuskysymykset ja -käsitteet.....	4
2.2	Kuvaileva kirjallisuuskatsaus tutkimusmenetelmänä.....	4
3	Teoriatausta.....	7
3.1	Sijoittajien näkökulma.....	7
3.2	Modiglianin & Millerin propositio voitonjaosta .....	8
3.3	Osakkeen kokonaistuoton määräytyminen.....	11
3.4	Pääoman painotettu keskikustannus.....	12
3.5	Kassakonversion merkitys.....	15
4	Omien osakkeiden takaisinostot .....	18
4.1	Omien osakkeiden takaisinostot pääoman allokoinnin keinona.....	18
4.2	Heikkoudet ja riskit osakesijoittajan näkökulmasta .....	19
4.3	Markkinasyklin merkitys takaisinostojen onnistumiseen.....	22
4.4	Nokia Oyj:n ja Sampo Oyj:n omien osakkeiden takaisinostot historiassa.....	24
5	Osingonjako.....	26
5.1	Osingonjako voitonjaon keinona.....	26
5.2	Yritysjohdon näkökulma .....	28
6	Johtopäätökset ja yhteenveto .....	30
7	Lähteet .....	32

# 1 JOHDANTO

Pörssiyritysten pääomien allokointi voidaan määritellä prosessina, jossa yritysten johtoryhmät ja hallitukset sijoittavat edustamiensa yritysten taloudellisia resursseja sekä sisäisin että ulkoisin keinoin (Giroux, David R. 2021). Kyse on yritysten pitkän aikavälin menestymisen kannalta keskeisestä asiasta, sillä pääomien allokointipäätökset kattavat käytännössä valintoja siitä, kuinka suuri osa rajallisista resursseista ohjataan esimerkiksi yrityksen nykyiseen liiketoimintaan, yritysostoihin, voitonjakoon tai velkojen maksuun. Pääoman allokointipäätöksillä voidaan siis perustellusti sanoa olevan vaikutusta kaikkiin yrityksen sidosryhmiin.

Yksi maailman parhaista sijoittajista lukuisien vuosikymmenten otannalla oleva yhdysvaltalainen Warren Buffett on todennut, että pitkällä aikavälillä yrityksen johdon taidolla allokoida pääomia on valtavan suuri merkitys koko yrityksen arvon muodostumisessa. Myös esimerkiksi globaalisti toimivan perinteisen investointipankki Credit Suissen analyytikot pitävät pääomien allokointia äärimmäisen tärkeänä tehtävänä yritysjohdolle, mistä kertoo (Callahan & J. Mauboussin, 2014) näkemys pääoman allokoinnin roolista ylimmän johdon keskeisimpänä vastuualueena. Kaksikko näkee asian korostuneen erityisesti nykypäivänä, jolloin sijoitetun pääoman tuotot ovat tyypillisesti korkeita, varsinkin länsimaissa talouskasvu vaatimatonta ja ainakin Yhdysvalloissa yritysten taseet rahavaroiltaan vahvoja. Näiden seikkojen myötä erityisesti kypsemmän kehitysvaiheen yhtiöillä on aikaisempaa enemmän vapaana olevia kassavirtoja (*free cash flows*) käytössään, joita ylin operatiivinen johto ja hallitus hoitavat.

Pääomien allokoinnin ja voitonjaon tutkiminen on tärkeää monesta eri syystä. Ensinnäkin on varmasti turvallista sanoa aiheen olevan merkityksellinen, sillä kyseessä on yritysten pitkän aikavälin menestyksen määrittävien tekijöiden kannalta yhdestä keskeisimmistä asioista. Järkevästi käytettävissä olevia pääomiaan allokoivat yritykset kykenevät toimimaan kestävästi ilman lyhytaikaisten negatiivisten markkinahäiriöiden aiheuttamaa välitöntä vaaraa tulevista. Yritysten pitkän aikavälin menestys puolestaan heijastelee erittäin laaja-alaisesti yhteiskuntiin ja sitä kautta myös yksilöihin. Voitolliset ja hyvin

johdetut yritykset tuottavat esimerkiksi työpaikkoja, verotuloja ja uusia innovaatioita eli toisin sanoen runsaasti hyvinvointia. Näin ollen on tärkeää ymmärtää mahdollisimman hyvin syitä, mitä eri allokointipäätösten taustalta löytyy sekä sitä, kuinka päätökset korreloivat keskenään ja yritysten taloudelliseen menestykseen.

Tärkeä pääomien allokointiin liittyvä näkökulma on myös rajallisten resurssien huomioiminen tarkasteltaessa yritystoimintaa laajemmassa mittakaavassa. Rajalliset resurssit viittaavat tarkemmin ilmaistuna siihen tosiasiaan, ettei maailmassa ole pääomia loputtomasti ja sitä kautta kaikille innovaatioille ei liene realistista odottaa löytyvän rahoitusta, sillä kilpailu on kovaa. Näin ollen voitaneen todeta, että on kaikkien etu, jos myös yritykset allokoivat resurssinsa mahdollisimman tehokkaasti ja juuri niihin kohteisiin, joista voidaan olettaa saatavan irti kaikista suurinta taloudellista lisäarvoa.

Ajatus pääomien mahdollisimman tehokkaasta allokoinnista yritysten toimesta nivoutuu varsin hyvin jo 1700-luvulla vaikuttaneeseen skotlantilaiseen valistusajattelijan Adam Smithin kuuluisaan ajatukseen yksilöitä ohjaavasta näkymättömästä kädestä (*the invisible hand*) tarkoittaa käytännössä sitä, että yksilöiden oman edun tavoittelun ja vapaan valmistuksen sekä kulutuksen myötä myös yhteiskunnan saama hyöty tulee toteutuneeksi (Majaski, 2022). Pääomien allokoinnin kontekstissa Smithin teoriaa voidaan ajatella esimerkiksi niin, että mahdollisimman tuottohakuiset sijoittajat ohjaavat yritysjohtoa näkymättömän käden tavoin allokoimaan pääomia mahdollisimman tuottaviin kohteisiin, joka ilmiönä pitää huolen siitä, että yhteiskunnissa resurssit ohjautuvat jatkuvasti tuottavuutta edistäviin asioihin. Tuottavuuden kasvu sen sijaan on aivan keskeistä talouskasvun ja sitä kautta hyvinvoinnin jatkumisen kannalta. Tuottavuus ja nimenomaan työn tuottavuus saadaan esimerkiksi (Tilastokeskus) mukaan jakamalla bruttokansantuote sen aikaansaamiseksi käytettyjen työtuntien määrällä.

Parhaimmillaan pääomien mahdollisimman tehokkaan allokoinnin voi myös osaltaan ajatella edesauttavan niin sanotun luovan tuhon (*creative destruction*) toteutumista, jota on asiantuntijoiden toimesta pidetty yhtenä tärkeimmistä eteenpäin vievistä voimista kapitalismissa. Esimerkiksi (Carol M. Copp, 2021) näkee luovan tuhon merkityksen niin,

että se on käytännössä erittäin pitkäaikaisten tapojen hajottamista, jotta tilalle voi syntyä uusia innovaatioita samalla tuottavuutta edistäen. Luovan tuho liittyy nykypäivän yritysmaailmaan siten, että myös pääomien vapaa hakeutuminen parhaimpien tuottojen perässä edistää sen toteutumista, kun heikosti tuottavien toimialojen yritysten on hankalampaa saada rahoitusta, kuin uusilla ja rakenteellisesti paremman pääomantuoton omaavien toimialojen yritysten. Ei siis välttämättä ole lainkaan huono asia yhteiskuntien talouskasvun kannalta, että sijoittavat vaativat yritysjohtoilta mahdollisimman korkeita tuottoja ja äänestävät asiasta rahoillaan, sillä tämänkaltaisen toiminnan voi nähdä tukevan uusien innovaatioiden esiinmarssia.

Merkityksellisuuden ja vaikuttavuuden lisäksi pääomien allokontiin ja erityisesti voitonjaon tapoihin liittyy varsinkin Suomessa voimakkaita näkemyksiä, jotka yleistä keskustelua seuraamalla tuntuvat korostavan vahvasti osinkoja omien osakkeiden takaisinostojen sijaan. Suhtautumiseen on löydettävissä varmasti monia eri syitä. Syistä tuskin vähäisimpänä on suomalaisille tärkeän yhtiön Nokian historiassa toteuttamat massiiviset omien osakkeiden takaisinostot, jotka jälkikäteen tarkasteltuna tehtiin kiistatta liian korkeaan hintaan. Pääomien allokontin ja erityisesti voitonjaon tapojen tutkiminen on siis varsin perusteltua myös siitä näkökulmasta, jotta yleinen tietoisuus varsinkin osakkeiden takaisinostojen hyödyistä ja vastaavasti riskeistä lisääntyisi.

Osingot sen sijaan ovat oletettavasti voitonjaon tavoista isolle yleisölle enemmän tunnettuja. Syitä osinkojen suurempaan tunnettuuteen on löydettävissä ainakin historiasta. Esimerkiksi Yhdysvalloissa (Useem, 2019) mukaan yritykset hyvin harvoin ostivat omia osakkeitaan voitonjakona takaisin ennen vuotta 1980. Osingoista saatava tuotto on myös luultavasti monelle sijoittajalle helpommin hahmotettavissa, joten myös toimintalogiikan ymmärrettävyydellä on asiaan mahdollisesti vaikutusta.

## 2 TUTKIMUSKYSYMYS JA -MENETELMÄ

### 2.1 Tutkimuskysymykset ja -käsitteet

Olen valinnut tutkimustani varten osingot ja omien osakkeiden takaisinostot eli pörssiyritysten voitonjaon menetelmät tärkeimmäksi näkökulmaksi pääomien allokoinnista. Osinkojen ja omien osakkeiden takaisinostojen kohdalla tarkoitukseni on tässä tutkimuksessa paneutua erilaisten akateemisten kirjoitusten avulla siihen, mitä tieteellinen tutkimus sanoo eri voitonjakotapojen hyödyistä ja heikkouksista. Tarkoitukseni on lisäksi syventyä tarkemmin siihen, mitä eri asiantuntijat ovat kirjoittaneet optimaalisen voitonjaon tasosta eri yritystyypeillä, suhteessa muihin pääoman allokoinnin vaihtoehtoihin. Kiinnostavaa olisi myös saada parempaa näkymää siihen, pitääkö aiheesta kirjoitetut tieteelliset julkaisut voitonjakoon käytettyjä resursseja muiden vaihtoehtojen kustannuksella toteutettuina, vai panostavatko yritykset voitonjakoon ylipäättään vasta, kun pääoman muut tärkeät käyttökohteet on täytetty.

Tärkeimmät tutkimuskysymykset, joihin pyrin tässä työssäni vastaamaan, ovat: *Mitä erilaisia vaikutuksia yritysten voitonjakopäätöksillä on arvonmuodostuksessa sijoittajille?* ja *Miten voitonjakopäätökset linkittyvät osaksi yritysten pääomien allokointia?* Tutkimus on tarkoitus toteuttaa kirjallisuuskatsauksena siten, että käyttämäni asiantuntijoiden tekstit käyvät mahdollisimman sujuvaa vuoropuhelua oman ajatustyöni kanssa, joskin niin, että omat ajatukseni näkyvät pääosin vasta tutkielman lopussa yhteenvedon ja johtopäätösten yhteydessä. Tämänkaltainen rakenne on kirjallisuuskatsaukselle varsin tyypillinen.

### 2.2 Kuvaileva kirjallisuuskatsaus tutkimusmenetelmänä

Tutkimukseeni valitsemani tutkimusmenetelmä, kuvaileva kirjallisuuskatsaus, on yksi kolmesta tyypillisimmästä kirjallisuuskatsauksen tekemisen vaihtoehdosta. Kuvailevaa kirjallisuuskatsausta voidaan (Salminen, 2011) mukaan määritellä niin, että se edustaa

yleiskatsausta valitusta aiheesta ilman tiukkoja ja tarkkoja sääntöjä. Kyseisessä menetelmässä käytetyt aineistot ovat tyypillisesti laajoja, eikä aineistojen valintaa rajaa juurikaan metodiset säännöt. Aineistojen valintaan liittyvä vapaus edesauttaa tutkimuksen mahdollisimman laajan objektiivisuuden toteutumista. Kuvailevassa kirjallisuuskatsauksessa tutkimuskysymykset saavat olla (Salminen, 2011) mielestä myös muita kirjallisuuskatsauksen menetelmiä väljemmin muotoiltuja, joten se jättää kirjoittajalle enemmän valinnanvaraa kirjoittamisprosessin aikana vaikuttaa esimerkiksi tutkimuksessa toivomiinsa painotuksiin.

Kuvailevan kirjallisuuskatsauksen sisäisistä jakautumishaaroista eli niin sanotuista orientaatioista keskityn tutkimuksessani enemmän narratiiviseen katsaukseen. Narratiivisen kirjallisuuskatsauksen avulla voidaan (Salminen, 2011) sanoin antaa integroivaa kirjallisuuskatsausta laajempi kuva käsiteltävästä aiheesta ja kuvailla esimerkiksi aiheen historiaa ja kehityskulkua. Narratiivisen kirjallisuuskatsauksen keinoin pystytään (Freeman, 1984) mielestä maalaamaan ikään kuin ”tapahtumien maisemaa” eli toisin sanoen, epäyhtenäistä tietoa järjestetään jatkuvaksi tapahtumaksi. Ajatuksena on päästä prosessin päätyttyä sellaiseen lopputulokseen, joka on myös lukijalle helppolukuinen. Narratiivisen ja integroivan kirjallisuuskatsauksen merkittävimpänä erona voidaan pitää sitä, että integroivaan kirjallisuuskatsaukseen liittyy lähes aina myös kriittinen tarkastelu (Salminen, 2011).

Kirjallisuuskatsauksen yleisen luonteen kuvauksesta (Salminen, 2011) näkee niin, että kirjallisuuskatsausta tutkimusmenetelmänä tulisi käsitellä ikään kuin tutkimuksen tutkimuksena. Tämänkaltainen suhtautuminen menetelmään on Salmisen mukaan erityisen tärkeää silloin, kun kirjallisuuskatsaus toimii tutkimuksen ainoana tutkimusmenetelmänä.

Tarkoitukseni on tässä työssä noudattaa kirjallisuuskatsauksena tehtävän tutkimuksen tyypillistä etenemisjärjestystä siten, että tutkimuskysymysten ja käytettävän metodin esittelyjen jälkeen vuorossa on tutkimukseen liittyvän teoriataustan ja mahdollisen empiirisen osuuden aika. (Mannila, 2021) mukaan teoria- ja empiriaosuuden jälkeen sekä



ohessa on tavallisesti tarkoituksenmukaista testata kirjallisuuskatsauksessa esitettyjä väitteitä asetettujen tutkimuskysymysten avulla ja sen jälkeen analysoida niitä tutkielman tulososassa.

## 3 TEORIATAUSTA

### 3.1 Sijoittajien näkökulma

Pääomien allokoinnissa yhtenä mielenkiintoisimmista puolista voidaan nähdä myös sijoittajien näkökulma aiheeseen. Sijoittajille pörssiyrityksiä katsottaessa yhtenä keskeisimpänä mittarina on osakekohtaisen tuloksen (*earnings per share*) kehittyminen etenkin pitkällä aikavälillä, mihin puolestaan voidaan vaikuttaa esimerkiksi voitonjaon keinoin. Osakekohtainen tulos tunnuslukuna kertoo yhtiön tilikauden tuloksen määrän jokaista ulkona olevaa osaketta kohden (Pörssisäätiö, 2018). Näin ollen sijoittajien ja analyytikoiden yhtiöiden arvonmäärityksen kannalta tärkeään komponenttiin voidaan vaikuttaa kahdella tavalla. Osakekohtaista tulosta voidaan luonnollisesti parantaa kasvattamalla osittajassa olevaa tilikauden tulosta. Toinen, ja erityisesti Suomessa hieman vähemmälle huomiolle jäänyt tapa, on puolestaan pienentää nimittäjässä olevan ulkona olevien osakkeiden kappalemäärää. Tämä tapahtuu yhtiön allokoidessa pääomiaan omien osakkeiden takaisinostoihin ja sen jälkeen mitätöimällä ostetut osakkeet.

Tutkimuksessani keskeisiä käsitteitä tulevat olemaan ainakin pääoman kustannukseen ja -tuottoon liittyvät käsitteet ja muutamat tunnusluvut sekä eri valintojen väliset vaihtoehtoiskustannukset. Vaihtoehtoiskustannus itseasiassa onkin aivan kriittisessä asemassa pääomien allokointia ja voitonjakoa tarkasteltaessa. Esimerkiksi (Pohjola, 2014) mukaan vaihtoehtoiskustannukset voidaan määritellä analysoimalla sitä, mitä jokin panos ansaitsisi vaihtoehtoisessa käytössään. Hänen mukaansa kyseessä on siis vaihtoehto, josta täytyy luopua, kun jotain tuotetaan tai hankitaan. Tämä eittämättä enemmän taloustieteellisiin sovelluksiin tarkoitettu kuvaus vaihtoehtoiskustannuksista sopii kuitenkin yhtä lailla myös pääomien allokoinnin kontekstiin. Ajatuksena kun on löytää yritysjohtajan toimesta mahdollisimman kannattava vaihtoehto tarjolla olevista vaihtoehtoista osakkeenomistajien näkökulmasta eli eri vaihtoehtojen hyvyttä on punnittava suhteessa toisiinsa.

Muita keskeisiä käsitteitä työssäni ovat esimerkiksi investointimenot, osakekohtainen tulos, pääoman keskimääräinen kustannus (*weighted average cost of capital*) sekä päämies-agenttiteoria. Jokainen näistä käsitteistä liittyy hieman eri näkökulmista aiheeseen ja auttaa omalta osaltaan konkretisoimaan sen käsittelyä.

### 3.2 Modiglianin & Millerin propositio voitonjaosta

Rahoitusteorian kiistattomiin klassikkoteoksiin lukeutuvat (Modigliani & Miller, 1961.) kuuluisat teoreemat voitonjaon käytännön merkityksettömyydestä yritysten arvon muodostumisessa. Kaksikon yritysten voitonjakoon liittyvä teoria pohjautuu keskeisesti viiteen erilaiseen ehtoon, jotka yhdessä muodostavat täydelliset pääomamarkkinat (*perfect capital markets*). Nämä teorian toimivuuden mahdollistavat ehdot ovat: 1. informaation maksuttomuus ja vapaa saatavuus kaikille, 2. verojen huomiotta jättäminen, 3. transaktiokustannusten puuttuminen arvopaperikaupasta, 4. sopimus- ja agenttikustannusten puuttuminen ja 5. se, ettei yksikään sijoittaja tai yritys pysty yksinään vaikuttamaan arvopapereiden hinnoitteluun.

Modigliani & Miller käsittelevät voitonjakopolitiikkaa osinkojen näkökulmasta edellisen kappaleen täydellisten pääomamarkkinoiden viiden oletuksen vallitessa. Seuraavat kolme eri kaavaa havainnollistavat Modiglianin & Millerin näkemyksen voitonjaosta sillä oletuksella, että yrityksen rahoitusrakenne koostuu täysin omasta pääomasta (*equity*).

$$(1) \quad S_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{E_0 [Dt]}{(1+r)^t}$$

jossa  $S_0$  on osakkeen hinta ajanhetkellä  $t = 0$ ,  $E_0 [Dt]$  on odotusarvo maksettavalle osingolle, joka on ehdollinen saatavissa olevalle informaatiolle ajanhetkellä  $t = 0$ .  $r$  on sijoittajan riskikorjattu tuotto-odotus osakkeelle.

Rahan lähteiden sekä käyttötarkoitusten identifioiminen määrittelee, että jokaisella ajanhetkellä pätee seuraava kaava,

$$(2) \quad CF_t + Ft = Dt + It + (1 + r)Ft - 1$$

jossa  $CF$  on yrityksen operatiiviset kassavirrat,  $F_t$  on uuden rahoituksen kerääminen ajanhetkellä  $t$ ,  $D_t$  on maksetut osingot,  $I_t$  on investoinnit ja  $(1 + r)F_t - 1$  on takaisinmaksu rahoituksesta, joka kerättiin ajanhetkellä  $t - 1$ .

Ratkaisemalla rahan lähteet ja käyttötarkoitukset kaavassa 2 osingonmaksuille ja korvaamalla tulos kaavassa 1, yhtiön arvo voidaan uudelleenkirjoittaa kaavaksi 3

$$(3) \quad S_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{E_0(CF_t - I_t)}{(1+r)^t}$$

Yrityksen arvo riippuu vain operatiivisista kassavirroista (*operational cash flows*), jotka jäävät yli investoinneista. Nämä vapaat kassavirrat ovat maksettavissa yrityksestä ulos osinkoina. Jos tehdyn investoinnin budjetti kuitenkin tarvitsee pääomia yli nykyisten kassavirtojen, yritys joutuu myymään ylimääräisiä arvopapereita rahoittaakseen investoinnin. Kassavirrat ja investointikustannukset eivät kuitenkaan ole osinkopolitiikasta riippuvaisia toimia, joten osinkopolitiikka on merkityksetön yrityksen arvolle (Modigliani & Miller, 1961.).

Kuten aikaisemmin jo todettiin, on Modiglianin & Millerin väitettä osinkopolitiikan merkityksettömydestä syytä tarkastella oikeassa kontekstissaan täydellisten pääomamarkkinoiden ehtojen valossa. Joustamalla yhdestä tai useammasta mallin ehdosta voidaan huomata, että osinkopolitiikalla saattaa olla tietyissä olosuhteissa vaikutusta yrityksen arvoon. Eräs keskeisimmistä mallia rikkovista tekijöistä on osinkojen verotuksen ja sen heijastusvaikutusten huomiointi osinkopolitiikan arvioinnissa.

Osinkoja verotetaan Yhdysvalloissa ja monissa muissa maissa suuremmalla prosentilla kuin pääoman arvonnousua (Kalay & Lemmon, 2007), jolla voidaan olettaa olevan vaikutusta rationaalisesti toimivan sijoittajan yrityksiä ja omia osinkojaan koskeviin päätöksiin. Lisäksi useimpien sijoittajien pääomien arvonnousuja ei veroteta ennen niiden myymistä, ja tyypillisesti pitemmän aikavälin sijoitusten arvonnousujen verotus on tapahtuessaan ollut osinkojen verotusta maltillisempaa (Kalay & Lemmon, 2007). Tämän seurauksena sijoittajat voivat siis vaikuttaa verojensa tasoon ja ajoitukseen valitsemalla, milloin ja millä salkkunsaa arvopapereilla he käyvät kulloinkin kauppaa. Rationaaliset sijoittajat voivat optimoida verotustansa esimerkiksi siten, että he myyvät tappiolla olevia sijoituksia ja hyödyntävät näitä tappioita tulevaisuudessa voitollisten sijoitustensa verotuksessa.

Edellä esitettyjen verotukseen liittyvien tekijöiden myötä voisi olla perusteltua olettaa, että sijoittajat suosivat osakkeita, jotka maksavat hyvin pientä tai ei lainkaan osinkoa. Tasapainotilanteessa osinkojen karttamisen (*dividend aversion*) tulisi siis johtaa parempaan riskikorjattuun tuottoon (*risk-adjusted return*) suurempaa osinkotuottoa tarjoavilta yhtiöiltä matalamman arvostuksen myötä. Osinkotuottoprosentin ja riskikorjatun tuoton yhteyttä on yrittänyt mallintaa esimerkiksi (Brennan, 1970.), joka esittää asian seuraavasti

$$(4) \quad E(r_{it} - r_t^f) = a_1 + a_2\beta_{it} + a_3(d_{it} - r_t^f)$$

jossa  $r_{it}$  on osakkeen  $i$  tuotto periodilla  $t$ ,  $\beta_{it}$  on systemaattinen riski,  $d_{it}$  on osinkotuotto ja  $r_t^f$  on riskitön korko periodilla  $t$ . Selvästi positiivinen  $a_3$  voidaan tulkita todisteeksi verotuksen vaikutuksesta. Yllä esitellyn Brennanin mallin käytännön toimivuutta ovat testanneet muun muassa (Black & Scholes, 1974) ja (Litzenberger & Ramaswamy, 1979). Tulokset ovat olleet sekä puolesta että vastaan sen hypoteesin kanssa, että osinkotuottoprosentilla ja riskikorjatulla tuotolla olisi yhteys toisiinsa (Kalay & Lemmon, 2007).

### 3.3 Osakkeen kokonaistuoton määräytyminen

Osakkeen kokonaistuoton muodostumisen taustalla olevien komponenttien ymmärtäminen auttaa hahmottamaan sijoittajalle eri voitonjakotapojen taustalla olevat logiikat. Sijoittaja ansaitsee rahaa osakkeesta kahdella tavalla: arvonnousun ja nykyisten tulojen kautta. Arvonnousulla tarkoitetaan osakkeen markkinahinnan muutosta osto- ja myyntihinnan välillä (tai osto- ja nykyhinnan välillä, jos sijoittaja yhä omistaa osakkeen). Nykyisillä tuloilla puolestaan tarkoitetaan yrityksen maksamia osinkoja voitoistaan, mikäli sijoittaja yhä omistaa osakkeen (Ganti, 2021). Osakkeen kokonaistuotto sijoittajalle muodostuu siis summaamalla tarkastelujaksolla tapahtuneeseen osakkeen kurssimuutokseen mahdolliset osinkotuotot.

Syvemmälle aiheeseen pureutumalla huomataan, että myös osakekurssin muutokset ovat peräisin kahdesta eri lähteestä. Yritysten voitonjakoa tutkinut (Giroux, 2021) jakaa kurssimuutokset liiketoiminnan kasvuun ja sitä kautta tuloskasvuun ja arvostuskertoimien muutokseen. Tuloskasvun mittarina osakemarkkinoilla eri toimijat käyttävät tyypillisesti joko nykyistä tai tulevien vuosien ennustettua osakekohtaista tulosta. Arvostuskertoimien osalta taas eri mittareita on olemassa lukuisia, mutta kenties tyypillisimpänä arvostuskertoimien mittarina voidaan pitää P/E-lukua (*Price Per Earnings*). P/E-luvussa osakkeen markkinahinta jaetaan yksinkertaisesti osakekohtaisella tuloksella ja siitä käytetään myös aika ajoin nimitystä hinta- tai tulosmultiplii (Fernando, 2021).

P/E-luvun avulla eri markkinaosapuolten on mahdollista saada runsaasti arvokasta informaatiota niin osakemarkkinoista yleisesti kuin myös yksittäisten yhtiöiden tilanteesta. Rahoitusteorian mukaan P/E-luku kuvaa käytännössä sitä, kuinka paljon sijoittajat ovat valmiita maksamaan yrityksen nykyisestä tuloksesta tai käänteisesti, kuinka monessa vuodessa yritys tekisi markkina-arvonsa verran tulosta, jos tulos pysyisi ennallaan. P/E-luvun avulla voidaan siis hahmotella markkinoilla olevia odotuksia tulevaisuuden tuloskasvusta ja tyypillisesti voimakkaaseen tuloskasvuun pystyvät yhtiöt

ansaitsevat markkinoilla korkeamman arvostuksen eli suuremman P/E-luvun verrattuna vaatimattomamman tuloskasvun yhtiöihin.

Käsitys keskeisimmän osakkeen arvostusta kuvaavan tunnusluvun muodostumisesta avaa sijoittajalle myös muita keinoja analyysin tekemiseen potentiaalisista sijoituskohteista. Esimerkkinä hyödyllisestä sovelluksesta voidaan mainita osakekurssin johtaminen P/E-luvun ja osakekohtaisen tuloksen avulla. P/E-luvun muodostuminen osakekurssin ja osakekohtaisen tuloksen osamääränä tarkoittaa luonnollisesti sitä, että osakekurssi puolestaan saadaan selville P/E-luvun ja osakekohtaisen tuloksen tulona. Tämä on tärkeä ja huomioon otettava asia myös myöhemmin tässä tutkimuksessa, kun pohditaan omien osakkeiden takaisinostojen hyötyjä sijoittajille.

### **3.4 Pääoman painotettu keskikustannus**

Yhtenä taustateorianä yritysten pääomien allokoitipäätösten taustalla vaikuttaa pääomien painotettua keskikustannusta mittaava tunnusluku WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Esimerkiksi (Jadeja, 2021) avaa tunnusluvun logiikan niin, että pääoman painotettu keskikustannus on taloudellinen suhdeluku, joka mittaa yrityksen taloudellisia kustannuksia. Hän jatkaa tunnusluvun painottavan oman- ja vieraan pääoman osuuksia suhteellisesti oikeiden painojen mukaan yrityksen pääomarakenteessa. Käytännössä asian voi myös esittää yksinkertaisen esimerkin avulla, jossa oman pääoman kustannus on 9% ja verojen jälkeisen vieraan pääoman kustannus puolestaan 4%. Näin ollen yhtiön pääoman painotettu keskikustannus asettuisi tasolle 6,5%. Lisäksi (Jadeja, 2021) jatkaa yritysten johtoryhmien hyödyntävän WACC:ia, tehdessään päätöksiä eri operaatioiden ja projektien toteutuksesta, sekä sen auttavan sijoittajia määrittämään tuottovaatimuksensa sijoituksilleen.

Pääomien allokoinnin kannalta WACC:in tekee merkitykselliseksi se, että julkisesti noteeratut yritykset lähes poikkeuksetta käyttävät sitä mittatikkuna punnitessaan eri allokoitikohteita taloudellisesta näkökulmasta. Muun muassa (Giroux, 2021) toteaa kirjassaan *Capital Allocation* WACC:in merkityksestä niin, että kysyttäessä useimmilta

pörssiyritysten talousjohtajilta heidän yritystensä pääomarakenteesta, melkein kaikki heistä vastaisivat pääomarakenteen tavoitteena olevan saavuttaa optimaalinen pääoman painotettu keskikustannus. Girouxin mielestä lähes jokaisessa tapauksessa tämä on kuitenkin epäoptimaalinen vastaus. Seuraavassa kappaleessa tarkoitukseni on avata Girouxin kritiikin taustalla olevia asioita ja pohtia, minkä takia asia on pörssiyritysten voitonjaon kannalta merkityksellinen.

Ensimmäisenä asiana WACC:in haasteista Giroux nostaa esille nykymaailmaan tyypillisen hyvin matalan korkoympäristön ja sen vaikutuksen yritysten pääomarakenteiden optimointiin. Teoriassa voisi olla loogista ajatella yritysten suosivan voimakkaasti vieraan pääoman eriä rahoitusrakenteessaan ja etenkin korkoympäristössä, jossa velkarahaa on hyvin edullisesti saatavilla. Tämänkaltainen ajattelumalli pohjautuu siis Girouxin esille nostamaan ajatukseen siitä, että julkisesti noteeratut yhtiöt pyrkivät jatkuvasti toteuttamaan erilaisia kasvuhankkeita, joiden odotettavissa olevat tulevaisuuden tuotot ylittävät kyseisten yhtiöiden WACC:in. Näin ajatellen yhtiöt pyrkivät siis muokkaamaan rahoitusrakennettaan niin, että pääoman painotettu keskikustannus on kulloinkin mahdollisimman alhainen, jotta WACC:in, ja toteutettavien kasvuhankkeiden odotetun tuoton välinen ero kasvaisi mahdollisimman suureksi.

Ongelmalliseksi Girouxin mukaan tämänkaltainen vieraan pääoman voimakas suosiminen tulee kuitenkin taloudellisen laskusuhdanteen myötä. Silloin esiin nousee luottoriski (*credit risk*). Esimerkiksi (Investopedia, 2022) määrittelee luottoriskin niin, että se on tappion mahdollisuus, joka syntyy lainaajan kyvyttömyydestä maksaa lainaansa takaisin tai huolehtia sopimukseen perustuvista velvoitteistaan. Tämä tarkoittaa sitä, että yrityksille ei siis aidosti ole mahdollista loputtomasti kasvattaa vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen osuutta taseessaan, vaikka teoriassa sillä olisikin pääoman kustannusta alentava vaikutus velkarahan ollessa omaa pääomaa edullisempaa.

Näin ollen Giroux näkeekin yrityksille WACC:in minimoimisen sijaan huomattavasti paremmaksi ratkaisuksi järjestää rahoitusrakenteensa niin, että se tasapainottaa pitkän aikavälin vapaan kassavirran kasvua ja samalla suojelee yrityksen pitkän aikavälin



osakkeenomistajia taloudellisten häiriötekijöiden aikana. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan sitä rahamäärää, joka yrityksellä periaatteessa olisi käytettävissä voitonjakoon kaikkien juoksevien ja liiketoiminnan jatkumisen kannalta välttämättömien pääomamenojen jälkeen. (Erkkilä, 2021) on hahmotellut vapaan kassavirran merkitystä seuraavasti: ”Vapaa kassavirta kertoo siis kuinka paljon yrityksellä jää varoja jäljelle, kun juoksevan liiketoiminnan ja investointeihin sitoutunut rahat on vähennetty. Vaikka osingot ja omien osakkeiden ostot toteutetaan kirjanpidon mukaan omasta pääomasta, tarvitaan näihin maksuihin tosiasiaassa tietenkin käteisvaroja. Esimerkiksi osakeyhtiölaki kieltää osinkojen jaon omasta pääomasta, mikäli yhtiön kassatilanne on heikko. Periaatteessa siis kannattavakaan yhtiö ei voi jakaa osinkoja, jos osingonmaksu vaarantaa sen maksuvalmiuden.”

Giroux esittelee WACC:ia huomattavasti hedelmällisempänä keinona yrityksille relevantin pääomakustannuksen määrittämiseen toisen tavan, joka on pääoman vaihtoehtoiskustannus. Ajatus kyseisen mallin taustalla on varsin yksinkertainen ymmärtää. Käytännössä kyse on siitä, että Girouxin mukaan yritysjohdon tulisi WACC:iin keskittymisen sijaan valita pääoman allokoituvaihtoehdoista kulloinkin se, jonka odotettavissa olevat tulevaisuuden tuotot ovat yritykselle suurimmat.

Tämänkaltainen lähestymistapa eroaa WACC:ia korostavasta ajattelutavasta siinä, että pääoman vaihtoehtoiskustannuksen mallissa yritysjohdolle ei riittäisikään vain pääoman kustannusta korkeampi odotettavissa oleva tuotto, vaan valinnat perustuisivat puhtaasti eri allokoitukohteiden väliseen vertailuun ja niistä tehtävän analyysin jälkeen tuottavimman valintaan. Toisin sanoen näin asiaa tarkastellen voitaisiin päätyä tilanteeseen, jossa WACC:ia korkeammalla tuotolla toteutettu yritysosto olisi jälkikäteen arvioituna heikko päätös, jos samaan aikaan voitaisiin osoittaa, että yritysostoon käytetylle pääomalle olisi ollut mahdollista saada parempaa tuottoa allokoimalla se esimerkiksi voitonjakoon.

Reaalimaailmassa johtoryhmille ja hallituksille on kuitenkin henkisesti haasteellista suostua tinkimään esimerkiksi edustamiensa yhtiöiden kasvusta tehokkuuden ja

osakkeenomistajille kulloinkin parhaiden mahdollisten tuottojen nimissä. Moni johtaja haluaa todennäköisesti johtaa mieluummin suurempaa yhtiötä tulevaisuudessa kuin mitä tänään. Joissain tapauksissa myös yhtiön omistajarakenne saattaa vaikuttaa johdon mahdollisuuksiin pääomien allokoinnissa. Tämä johtuu siitä, että osakeyhtiön ylin päättävä elin on yhtiökokous. Yhtiön johto ei siis käytännössä voi väkisin ajaa läpi parhaimmiksi katsomiaan ideoita, ellei yhtiökokous puolla johdon näkemystä.

Tästä aiheesta on puhunut viime vuosina osakeanalyysijä tuottavan suomalaisen pörssiyhtiö Inderes Oyj:n pääanalytikko Sauli Vilen. Hän on nostanut (inderesPodi 22, 2018) esille termin toimialalukko. Toimialalukolla Vilen viittaa tilanteeseen, jossa yhtiö harjoittaa liiketoimintaansa toimialalla, jossa on rakenteellisesti alhaiset pääomantuotot ja yhtiö on omistajiensa preferenssien takia vailla mahdollisuutta suunnata resurssejaan paremmin tuottaviin kohteisiin. Helsingin pörssistä esimerkkeinä tämänkaltaisina toimialoina voidaan nostaa muun muassa lihanjalostus sekä Itämeren laivaliikenteeseen keskittyvä liiketoiminta, jotka ovat tarjonneet erittäin heikkoa pääoman tuottoa siellä toimintaansa harjoittaville yhtiöille.

Pääoman tuoton osalta varsin tyypillisiä mittareita ovat oman pääoman tuotto ROE (*return on equity*) sekä sijoitetun pääoman tuottoa mittaava ROCE (*return on capital employed*). Molemmille tunnusluvuille löytyy erilaisia laskukaavoja, mutta eräs tyypillisimmistä tavoista on ROE:n osalta suhteuttaa tilikauden nettotulosta oikaistuun omaan pääomaan keskimäärin. ROCE puolestaan voidaan laskea summaamalla nettotulokseen rahoituskulut ja verot 12 kuukauden osalta ja jakamalla saatu summa sijoitetulla pääomalla keskimäärin (Almatalent).

### **3.5 Kassakonversion merkitys**

Kassakonversion (*cash conversion*) käsitteen ymmärtäminen on tärkeä lähtökohta, kun lähdetään arvioimaan yritysten pääomien allokoointia ja eri yritysten toimintaedellytyksiä sen toteuttamiseen. Kassakonversiolla tarkoitetaan tunnuslukua, jonka avulla pystytään näkemään, kuinka tehokkaasti yritys pystyy tuottamaan vapaata kassavirtaa suhteessa sen

kirjanpidolliseen tulokseen tietyn aikaperiodin aikana (Bell, 2019). Yrityksen tuottaman vapaan kassavirran määrä on puolestaan selvitettävissä yksinkertaisesti niin, että operatiivisesta kassavirrasta vähennetään kaikki pääomakulut, jotka koostuvat niin nykyisen liiketoiminnan pyörittämiseen kuin tulevaisuuden investointeihin tarvittavista pääomista (B. Murphy, 2021). Tyypillistä on, että kirjanpidollisen tuloksen mittarina, johon siis vapaata kassavirtaa suhteutetaan kassakonversion laskemisessa, käytetään tuloslaskelmasta löytyvää liikevoittoa.

Yritysjohdon näkökulmasta kassakonversion tarjoamalla suhdeluvulla on tärkeä merkitys pääomien allokoinnin kannalta, koska yritykset eroavat suuresti sen suhteen, kuinka suuri osa heidän liikevoitostaan muodostuu myös vapaaksi kassavirraksi, joten luonnollisesti myös johtoryhmien mahdollisuudet tehdä päätöksiä pääomien allokoinnista eroavat. Yritysjohdon mahdollisuudet luoda merkittävästi omistaja-arvoa hyvien pääomien allokontiin liittyvien päätösten kautta ovat merkittävästi rajoittuneemmat, jos yrityksen kassakonversio saa luvukseen merkittävästi alle yhden, jolloin kirjanpidollinen liikevoitto kääntyy heikosti vapaaksi kassavirraksi. Toisin sanoen sellaisen yrityksen mahdollisuudet luoda arvoa liiketoimintansa kautta on sitä parempi, mitä suuremman arvon kassakonversio saa.

Samaan teemaan liittyvä mutta kuitenkin kassakonversiosta eroava käsite on kassakonversion kierto, jolla on myös tärkeä merkitys siinä prosessissa, jonka kautta yritys muuttaa liiketoimintansa tuottamaa myyntiä kassavaroiksi johdolle allokoitavaksi. Kassakonversion kierto kertoo käytännössä sen ajan päivinä, kuinka kauan yrityksellä kestää muuttaa myyntiprosessinsa kautta varastoon ostamansa tarvikkeet ensin liikevaihdoksi ja myöhemmin rahavaroiksi (Carlson, 2019). Kyseinen mittari on siinä mielessä varsin keskeinen pääoman allokoinnin kannalta, että se tarjoaa johdolle informaatiota siitä, kuinka paljon heidän liiketoimintansa sitoo pääomaa, joka ei ole allokoitavissa muuhun käyttöön ilman suoraa vaikutusta nykyisen liiketoimintaan. Lyhyt kassakonversion kierto on yrityksen kannalta luonnollisesti toivottu tilanne, sillä se mahdollistaa nopeamman reagointikyvyn markkinoilla tapahtuviin muutoksiin ja vähentää rahoitusriskiä. Kassakonversion kierron tulkinnasta (Carlson, 2019) kuitenkin muistuttaa, että siinä täytyy ottaa huomioon esimerkiksi toimialojen väliset erot, kun

verrataan yritysten prosessien tehokkuuksia. On selvää, että softaliiketoiminnassa toimivilla yrityksillä, joilla ei tyypillisesti ole käytännössä lainkaan varastoja, on myös toimialansa takia huomattavasti pienemmät kassakonversion kierrot, kuin valmistavassa teollisuudessa operoivilla yrityksillä.

## 4 OMIEN OSAKKEIDEN TAKAISINOSTOT

### 4.1 Omien osakkeiden takaisinostot pääoman allokoinnin keinona

Tässä tutkimuksessa käsittelemme omien osakkeiden ostoja nimenomaan yrityksen voitonjaon näkökulmasta omistajille. Tämä on tärkeä asia selventää siitä syystä, koska yritykset voivat suorittaa omien osakkeidensa takaisinostoja myös muihin tarkoituksiin, kuin voitonjakoon. Näitä muita tarkoituksia ovat muun muassa yrityksen omien työntekijöiden palkitsemista varten tai mahdollisten yrityskauppojen rahoitukseen tarkoitettut omat osakkeet.

Keskeinen ero voitonjakoon ja muihin tarkoituksiin tehdyillä omien osakkeiden takaisinostoilla ovat osakkeiden mitätöintiin liittyvät asiat. Osakkeiden mitätöinnillä tarkoitetaan (Segal, 2021B) mukaan käytännössä sitä, että mitätöidäkseen omia osakkeitaan yhtiön täytyy ensiksi ostaa niitä markkinoilta ja vasta sitten suorittaa mitätöinti. Mitätöinnin jälkeen kyseisiä osakkeita ei voida enää ohjata uudelleen markkinoille, ja niitä käsitellään sen takia vailla taloudellista arvoa. Näin ollen mitätöidyt osakkeet toimivat mitätöinnin jälkeen ilman minkäänlaista vaikutusta sen yhtiön omistukseen, johon ne aikaisemmin kuuluivat.

Omien osakkeiden takaisinostojen tehokkuudesta suhteessa muihin pääoman allokoinnin keinoihin vallitsee eri asiantuntijoilla erilaisia näkemyksiä. Osasyynä asiaan on luonnollisesti se, ettei pääomien allokoinnin keinoja ole pystytty järkevästi tieteellisesti asettamaan paremmuusjärjestykseen, vaan kyseessä on selkeästi tilanne- ja yritysriippuvainen asia. Esimerkiksi kansainvälisen konsultointiyritys Boston Consulting Groupin tekemässä artikkelissa suhtaudutaan varsin negatiivisesti omien osakkeiden takaisinostoihin, ja vastaavasti painotetaan investointeihin tehtävien panostusten merkitystä yritysten menestyksen takana. Kahden yhtiön työntekijän ja artikkelin *The Art of Capital Allocation* kirjoittajat (Pidun & Stange, 2017) argumentoivat, että syynä monien yhtiöiden haluttomuudelle painottaa investointeja omistajille jaettavan

voitonjaon sijaan ei johdu niinkään järkevien investointikohteiden puutteesta. Perusteluina näkemykselleen kaksikko käyttää BCG:n omassa tietokannassaan olevien noin 7000 suuren ja globaalien yrityksen osalta analysoitua tietoa. Kyseisen otoksen tulokset ovat olleet sen suuntaisia, että verrokkiyhtiöihinsä nähden arvostuskertoimilla mitattuna korkeammin arvostetut yhtiöt investoivat noin 50% enemmän, saavuttavat noin 55% korkeampaa pääomantuottoa ja kykenevät kasvamaan liikevaihdolla mitattuna noin 65% enemmän verrokkeihinsa nähden (Pidun & Stange, 2017).

BCG:n artikkelin kirjoittajilla ja aiemmin mainitulla (Giroux, 2021) voidaan siis tulkita olevan jokseenkin erilainen lähestymistapa pääoman allokoinnista tehtäviin päätöksiin. Siinä missä (Giroux, 2021) uskoo enemmän jokaisen yhtiön ja tilanteen olevan erilainen ja sen vaikuttavan tehtäviin päätöksiin, uskovat (Pidun & Stange, 2017) investointeihin panostamisen olevan menestyksen takana ja siinä onnistumisen riippuvan enemmän kulloisenkin johdon ammattitaidosta kuin markkinatilanteesta.

Sen sijaan (Callahan & J. Mauboussin, 2014) tuovat esille keskusteluun omien osakkeiden mielekkyydestä asian liittyen ajoituksen merkitykseen. Kaksikko kutsuu ajoituksen tärkeyteen viittaavaa ajatusta sijoittajien kultaiseksi säännöksi. Kultainen sääntö tarkoittaa takaisinostojen osalta sitä, että yritysten tulisi ostaa omia osakkeitaan takaisin ainoastaan silloin, kun niillä käydään kauppaa selvästi alle niiden käyvän arvon (*fair value*) ja kun parempaa investointikohdetta ei ole tarjolla. Käyvällä arvolla tarkoitetaan sitä arvoa, joka saadaan arvostamalla yrityksen omaisuuserät esimerkiksi niiden tasearvojen mukaan ja mahdollisesti antamalla tälle arvolle jokin hintakerroin toimialan yleisen tason mukaan. Käypä arvo on siis eri asia kuin yrityksen pörssikurssi, joka saattaa heilua yleisen markkinan mukana rajustikin aika ajoin.

## **4.2 Heikkoudet ja riskit osakesijoittajan näkökulmasta**

Omien osakkeiden takaisinostoihin voitonjaon tapana liittyy luonnollisesti monia haasteita ja riskejä, joita sijoittajan on hyvä huomioida omistamansa yhtiön toteuttaessa takaisinostoja. Eräs keskeisimmistä haasteista saattaa ilmetä lyhyellä aikavälillä

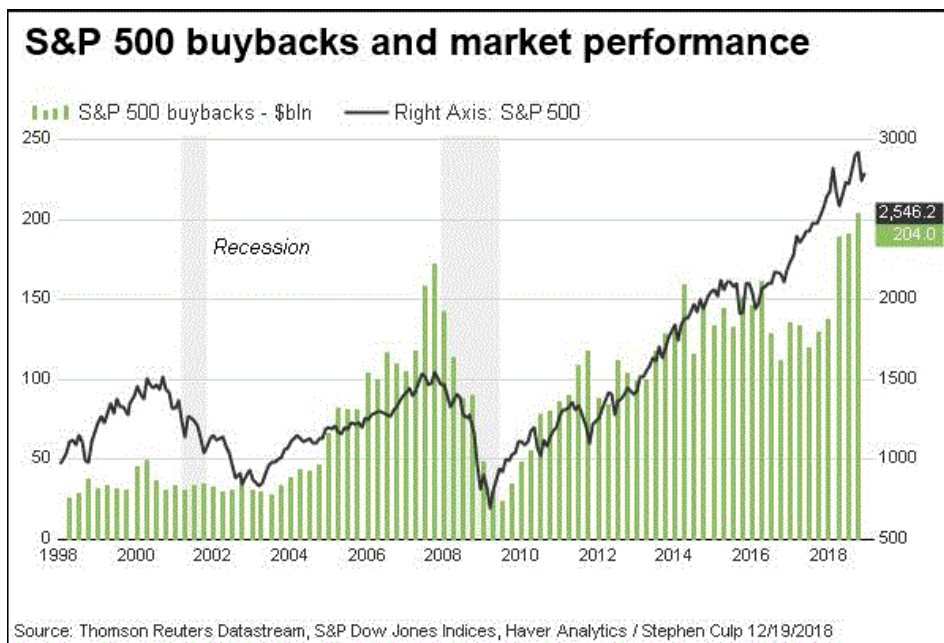
takaisinostojen jälkeen ja se liittyy nimenomaan osakemarkkinoiden käyttäytymisen mahdollittamaan ennustamiseen etukäteen. Yritysten johto, hallitus tai yhtiökokous ei pysty tarkasti määrittelemään etukäteen sijoittajan saaman taloudellisen hyödyn määrää, jota omien osakkeiden takaisinostoilla on tarkoitus saavuttaa. Tarkemmin ilmaistuna tämä tarkoittaa siis sitä, että kenenkään on käytännössä mahdotonta sanoa sitä, kuinka markkinat tulevat reagoimaan omien ostoilla saavutettuun parannukseen osakekohtaisen tuloksen kohdalla, joten myös sijoittajan hyöty mahdollisen kurssinousun osalta on epäselvää.

Kyseinen haaste liittyy suoraan tutkimukseni alkupuolella esittelemääni teoriaan osakkeiden kurssimuutosten taustalla. Tiiviisti ilmaistuna kyse on siitä, että lopulta kaikista eri markkinaosapuolista koostuvat markkinat määrittelevät osakkeen kulloisenkin suunnan hyväksymällä arvostustasolla osakkeen oikeuttamiin yrityksen tulevaisuuden kassavirtoihin. Toisin sanoen osakemarkkinat ovat toimintamekanismiltaan sellaiset, etteivät yritysjohton rationaalisesti ajateltuna onnistuneetkaan toimenpiteet ja liiketoimintapäätökset aina varmuudella johda osakekurssin nousuun, sillä jokin reaali maailmassa ilmenevä uhka voi saada markkinat pitämään osakkeita epäsuosiossa suhteessa muihin omaisuusluokkiin. Yritysjohto pystyy vaikuttamaan omalla panoksellaan yrityksen tulevaisuuden kassavirtojen määrään, mutta markkinat päättävät, kuinka näitä kassavirtoja hinnoitellaan.

Toinen selkeä ja historiallisia toteutuneita tuottokäyriä katsomalla myös todistettavissa oleva rakenteellinen ongelma osakkeiden takaisinostoissa liittyy yritysten kassavirtojen ja taloussykliden yhteyteen. Yksinkertaisesti kyse on markkinasykliden ajoittamisen haasteesta ja siitä, että yritykset tyypillisesti tuottavat kaikista eniten vapaata kassavirtaa liiketoiminnassaan taloussyklin käydessä kuumimmillaan. Tämä kassavirtojen vaihteluiden trendi on luonnollisesti suurinta syklisillä ja yleisestä talouskasvusta voimakkaimmin riippuvaisilla yhtiöillä. Syklisistä yhtiöistä päinvastaisia ovat puolestaan defensiiviset yhtiöt, joiden liiketoimintansa tuottamat kassavirrat eivät ole läheskään yhtä paljon riippuvaisia taloussyklistä.

Ongelmalliseksi puolestaan yritysten kassavirtojen syklisyys tulee sitä kautta, että myös osakekurssit ovat tyypillisesti korkeimmillaan taloussyklin huipulla. Näin ollen, kuten historialliset kuvaajat osoittavat, käy hyvin helposti niin, että yhtiöiden omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmat ovat voimakkaimmin käynnissä yhtäaikaan korkealla olevien osakekurssien kanssa. Yritykset siis näin toimimalla ostavat omia osakkeitaan eniten arvonluonnin kannalta juuri väärään aikaan.

Alla olevassa kuvaajassa (kuvio 1) näkyy hyvin äsken esitelty ilmiö omien osakkeiden ostojen ja osakekurssien tavasta kulkea samaan suuntaan keskenään.



Kuvio 1 S&P 500 kurssikehitys ja korrelaatio osakkeiden takaisinostoihin vuosina 1998-2018 (<https://www.reuters.com/article/us-usa-stocks-buybacks-analysis-idUSKCN1P41E1>)

Kyseessä on 1998-2018 kerätty data maailman todennäköisesti tunnetuimman osakeindeksin S&P 500 kurssikehityksen ja siihen kuuluvien yhtiöiden omien ostoisiin käyttämän rahasumman kuvaajat. S&P 500 indeksi on (Kenton, 2022) mukaan markkina-arvolla painotettu indeksi Yhdysvaltojen 500 johtavasta julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta yrityksestä. Indeksissä ei kuitenkaan ole absoluuttisesti USA:n 500



suurinta yritystä, vaan kriteereitä on myös muita markkina-arvon lisäksi. S&P 500 indeksiä on kuitenkin pidetty yhtenä parhaimmista mittareista yhdysvaltalaisen pääomamarkkinoiden tilanteen tarkasteluun ja sitä kautta koko osakemarkkinoiden.

### 4.3 Markkinasyklin merkitys takaisinostojen onnistumiseen

Yllä olevan kuvaajan ja hinnan merkityksen ymmärtämällä voi olla hankalaa käsittää sitä, minkä takia moni yhtiö käyttää osakkeidensa takaisinostoja voitonjaon tapanaan juuri taloussyklin huipulla. Näin toimimalla yhtiöt saavat ostettua samalla rahamäärällä vähemmän osakkeita ja voitonjako muuttuu vähemmän tehokkaaksi, kuin hyödyntämällä omien ostoja laskumarkkinassa.

Yksi keskeinen syy yritysten huipulla ostamiseen liittyy pörssiyrityksiin kohdistuvaan paineeseen. Sijoittajat ja analyytikot vaativat yrityksiä jatkuvasti mahdollisimman tehokkaaseen pääomien käyttöön eikä varojen makuuttamista taseessa katsota hyvällä. Esimerkiksi (Giroux, 2021) näkee aiheen siten, että ylimääräisen pääoman makuuttaminen taseessa on periaatteessa mahdollista yrityksille, mutta käytännössä sen toteuttaminen on hankalaa. Haasteina tämänkaltaisen toiminnan osalta hän nostaa edellä mainittujen sidosryhmien lisäksi aktivistsijoittajat (*activist investors*), jotka saattavat Girouxin mukaan helposti kiinnostua taseiltaan ylikapitalisoituneista yhtiöistä.

Aktivistsijoittajiin liittyy muutamia mahdollisia seikkoja, jotka koskettavat erityisesti yrityksen johtoa itseään sekä piensijoittajia. Negatiivisista seikoista (Curtis, 2021) nostaa esille aktivistsijoittajien arvaamattomuuden ja suurten pääomamassojen liikuttelun luoman riskin piensijoittajien näkökulmasta. Aktivistit nimittäin ostavat tyypillisesti suuria määriä osakkeita yhtiöistä, joissa ne näkevät suurta arvonluonnin potentiaalia. Tällä on luonnollisesti hetken aikaa osakekurssia nostava vaikutus. Sen sijaan poistuessaan yhtiöstä aktivistit toimivat usein nopeasti, mikä saattaa aiheuttaa osakekurssin rajun laskun ja yllättää piensijoittajat ennen kuin he ehtivät reagoimaan. Aktivistsijoittajat kun eivät tyypillisesti ole kovin pitkäaikaisia omistajia, tai omaa perheyrittysten tapaan voimakasta tunnesidettä omistamaansa yhtiötä kohtaan, joten

yhtiöistä irtautumiset saattavat tapahtua hyvinkin nopeasti tavoiteltujen taloudellisten päämäärien toteuduttua.

Toisena haasteena aktivistisijoittajien kiinnostuksesta taseeltaan ylikapitalisoituneisiin yhtiöihin voidaan mainita velkojen näkökulma asiaan. Ongelmat velkojen näkökulmasta linkittyvät mahdollisen epävarmuuden lisääntymiseen yhtiöissä aktivistisijoittajien tullessa omistajiksi. Esimerkiksi (Sunder, Sunder & Wongsunwai, 2015) ovat todenneet, että aktivistisijoittajien mukaantulo on tutkitusti nostanut yrityksiltä vaadittavan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannusta. Tämä on puolestaan seurausta aktivistisijoittajien johdolta vaatimasta suuremman riskin ottamisesta liiketoiminnassa. Suuremman riskin ottaminen aiheuttaa aktivistisijoittajan ja velkojen välille intressiristiriidan. Velkojat nimittäin havittelevat (Sunder, Sunder & Wongsunwai, 2015) mukaan enemmän juuri vakaan ja hyvin ennustettavan liiketoiminnan toteuttamista rahoittamiensa yhtiöiden johdolta, koska velkojen suurimpana intressinä on yhtiön säilyminen maksukykyisenä koko velkasopimuksen voimassaoloajan. Velkojat eivät myöskään hyödy sijoittajien tapaan yhtiön osakekurssin noususta, joten siinäkin mielessä yhtiön riskitason kasvattaminen ei edesauta velkojen asiaa samalla tavalla, kuin sijoittajien.

Haaste omien osakkeiden takaisinostojen tekemiseen optimaaliseen aikaan liittyy siis suuresti ajoituksen hankaluuteen. Käytännössä järkevästi ja omistaja-arvoa jatkuvasti luoden takaisinostoja voivat toteuttaa parhaiten sellaiset yhtiöt, joiden liiketoiminta on mahdollisimman defensiivistä ja joka tuottaa kassavirtoja mahdollisimman tasaisesti vallitsevasta taloussyklisestä riippumatta. Sen kaltaisilla yhtiöillä on todennäköisesti taseessaan liiketoiminnassa tarvitsemattomia pääomia ajallisesti hajautuneena, joten heillä on myös parhaimmat mahdollisuudet nopeaan reagointiin osakekurssien osalta.

Yhtiöiden taseiden käytön tehokkuutta voidaan mitata esimerkiksi ROE (*Return on Equity*) ja ROA (*Return on Assets*) tunnuslukujen avulla. Kyseisten tunnuslukujen laskukaavat ovat varsin yksinkertaiset ja molemmissa tunnusluvuissa nettotulosta

suhteutetaan taseesta löytyviin eriin. ROE:ssa oman pääoman määrään ja ROA:ssa taseen loppusummaan (Thakur).

Tunnuslukuja voidaan tulkita siten, että ne kertovat kuinka paljon pääomaa yhtiön liiketoiminta vaatii. Yleissääntönä sijoittajien ajattelusta voidaan sanoa niin, että on sitä parempi, mitä pienemmällä pääoman määrällä yhtiö pystyy tuottamaan liikevaihtonsa ja sitä kautta voittonsa. Tämän takia yhtiöt, joiden tuloksetekokyky on taloussuhdanteista voimakkaasti riippuvainen, ovat omien osakkeiden ostojen osalta hankalassa asemassa. Mikäli sykliset yhtiöt säilyttävät nousukauden aikana tekemiään voittovaroja taseessaan odottaen taloussuhdanteen ja osakemarkkinoiden laskua, ne samalla automaattisesti heikentävät omia ROE ja ROA tunnuslukujaan, millä voi olla monia kielteisiä vaikutuksia yhtiöiden kannalta. Muun muassa tämän ongelman takia (Giroux, 2021) suosittelee syklisille yhtiöille ja näiden päättävässä asemassa oleville henkilöille osinkoja parempana vaihtoehtona voitonjaon toteuttamiseksi.

#### **4.4 Nokia Oyj:n ja Sampo Oyj:n omien osakkeiden takaisinostot historiassa**

Suomalaiset pörssiyhtiöt ovat historiassaan toteuttaneet voitonjakona omien osakkeiden takaisinostoja jälkeinpäin tarkasteltuna vaihtelevalla menestyksellä. Heikosti omien ostoilla arvoa luonut yhtiö on esimerkiksi Nokia Oyj, joka käytti vuosina 2003–2008 yhteensä noin 19 miljardia euroa takaisinostoihin ostojen keskihinnan ollessa lähes 16 euroa (Kauppalehti, 2022). Nokia Oyj:n pörssikurssin ollessa nykyisin huomattavasti edellä mainittua keskihintaa alemmalla tasolla voidaan todeta, että yrityksen johdolla oli 2003–2008 selkeästi virheellinen käsitys Nokia Oyj:n käyvästä arvosta. Toki tapauksessa on tärkeää muistaa sekin puoli, kuten (Rothovius, 2022) muistuttaa, että monet Nokia Oyj:n osakkeenomistajista vaativat yrityksen johdolta takaisinostoja, joten epäonnistumista ei myöskään voi täysin laittaa operatiivisen johdon ja hallituksen vastuulle.

Nokia Oyj:hin nähden varsin toisenlaiseen lopputulokseen omien osakkeiden takaisinostoilla on 2000-luvulla päässyt Sampo Oyj. Erityisen hyvin yhtiö onnistui omistaja-arvon kannalta hyödyntämään osakkeidensa takaisinostoa vuonna 2008, kun islantilainen investointipankki Exista myi lähes 20% Sampo-omistuksensa kurssin ollessa noin 14,4€ (Reuters, 2008). Tuolloin ostamiaan osakkeita Sampo Oyj mitätöi 10.11.2008 yhteensä 10 443 500 kappaletta, joka vastasi lähes kahta prosenttia yhtiön tuolloisesta osakekannasta (Sampo Oyj/Osakemäärä, 2022). 6.5.2022 Sampo Oyj:n päätöskurssi Helsingin pörssissä oli 44,3€ osakkeelta.

## 5 OSINGONJAKO

### 5.1 Osingonjako voitonjaon keinona

Osingoilla tarkoitetaan yritysten maksamia voitto-osuuksia omistajilleen. Osingonjako perustuu yrityksen viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen, ja varoja voidaan jakaa niin tilikauden tuloksesta kuin myös taseeseen kertyneistä voittovaroista. Yritysten maksamat osingot ovat omien osakkeiden takaisinostojen ohella toinen pääasiallinen vaihtoehto voitonjaon toteuttamiseen. Osinkojen maksamista varten yritykset tyypillisesti ovat kehittäneet itselleen jonkinlaisen osinkopolitiikan, jonka on tarkoitus ohjata niin yritystä itseään kuin viestiä sijoittajille, minkälaista osinkovirtaa tietystä yrityksestä on odotettavissa tulevaisuudessa. Erilaisia tapoja räätälöidä osinkopolitiikka kullekin yhtiölle sopivaksi sen toimialasta tai kehitysvaiheesta riippuen on olemassa lukuisia. (Nolop, 2012) tuo esille neljä eri osinkopolitiikan vaihtoehtoa: 1. yritys voi olla jakamatta osinkoja ollenkaan, 2. yritys voi säilyttää tilikaudesta toiseen vakaa osingon tason, 3. pyrkiä saavuttamaan vakaa osingon kasvu tai 4. yritys voi tavoitella jotakin tiettyä vaihteluväliä, kuten pyrkiä maksamaan osinkoja 30-60% tilikauden tuloksesta.

Osinkojen maksamisella on tyypillisesti ajateltu olevan voimakasta signaaliarvoa yrityksestä ja sitä voidaan pitää pitkäaikaisena sitoutumisena yrityksen puolelta. Yritysjohdolla ei yleensä ole kovin halukas ainakaan laskemaan jo kertaalleen asetettua osingon tasoa. Tämän myötä sijoittajat tyypillisesti luottavat osingon pysyvyyteen ja heijastusvaikutuksena myös siihen, että yrityksen tuloksentekeyky säilyy tulevaisuudessa vähintään nykyisellä tasollaan sen jälkeen, kun osingonmaksu on asetettu tietylle tasolle. Osingon maksamisen ja tietyn osinkotason asettamisen voidaan sanoa olevan osakkeiden takaisinostojen huomattavasti merkittävämpi sitoutuminen yritysjohdolta.

Osingon leikkaamisella on tyypillisesti vahva lyhyen aikavälin vaikutus osakekurssiin negatiivisella tavalla, joten osakkeiden takaisinostojen yhtenä suurimmista eduista

suhteessa osinkoihin on niiden joustavuus yrityksen taloudellisten näkymien muuttuessa. Voimakas negatiivinen kurssireaktio ei kuitenkaan ole selviö yrityksen laskiessa osinkoaan. Yritysjohdo voi tietysti myös löytää vakiintuneen liiketoiminnan vaiheessa odotusarvoltaan osinkoja korkeampaa tuottoa tarjoavia investointikohteita, jolloin osingon leikkaaminen pääomien säästämiseksi luonnollisesti sopii sijoittajille. Tämä tietysti edellyttää yritysjohtolta hyvin selkeää ja avointa kommunikointia tilanteen muuttumisesta sijoittajille. (Nolop, 2012)

Mihin osinkojen turvallisuus sijoittajille siis perustuu suhteessa omien osakkeiden takaisinostoihin? Eräs tapa hahmotella asiaa on kuten (Oakley, 2020) ja kiinnittää huomiota siihen, minkä tyyppisiä tuottoja näistä kahdesta eri voitonjaon tavasta on saatavilla.

Osinkojen ja omien osakkeiden takaisinostojen välillä on muutamia keskeisiä eroja tuotoissa. Osakkeiden takaisinostojen osalta sijoittajat nojaavat puhtaasti osakkeen kurssimuutokseen, kun taas osinkoja maksava yritys tarjoaa sijoittajille tuottoja myös osinkojen muodossa. Tämä on varsin tärkeä huomio siinä mielessä, että osinkojen kautta sijoittajan tuotto ikään kuin varmistuu, sillä osakkeesta irtoava osinko siirtyy fyysisesti rahana sijoittajan pankkitilille. Osakkeiden takaisinostojen kautta mahdollisesta kurssimuutoksesta saatava tuotto on puolestaan alati alttiina erilaisille markkinahäiriöille tai -sentimentin muutoksille, joten sijoittajat voivat varmistaa tuottonsa vain myymällä osakkeitaan. Osakkeiden takaisinostojen kohdalla sijoittajat pääsevät siis nauttimaan vain toisesta osakkeen kokonaistuoton komponentista eli kurssimuutoksesta.

(Oakley, 2020) mukaan on olemassa myös muita syitä, jotka nostavat osakkeiden takaisinostoihin liittyviä riskejä suhteessa osinkojen käyttämiseen. Hän nostaa esiin akateemisissa kirjoituksissa esiintyvän ajatuksen arvonluonnista käyttämällä velkarahoitusta osakkeiden takaisinostojen rahoitukseen yritysten toimesta. Kyseinen toimintatapa ei Oakleyn mukaan ole kuitenkaan osakkeenomistajien kannalta järkevää, vaikka velkarahoituksesta aiheutuvat korot ovatkin monissa maissa yrityksille verotuksessa vähennettävissä menoja. Kirjoittajan mielestä lisävelan hankkiminen

nimittäin kasvattaa yrityksen riskitasoa tulevaisuuden maksuvaikeuksille täsmälleen samassa suhteessa, kuin mitä takaisinostot kykenevät luomaan arvoa parantuneen osakekohtaisen tuloksen myötä. Ajatus pohjautuu vahvasti perinteisen rahoitusteorian ajatuksiin, joissa (Segal, 2021A) sanoin pienempiriskisten sijoitusten potentiaali suuriin tuottoihin on pienempi ja päinvastoin. Perinteisen rahoitusteorian mukaan riski ja tuotto kulkevat siis käsikädessä.

## 5.2 Yritysjohdon näkökulma

Koska osingonmaksu on omien osakkeiden hankkimista riskittömämpää, voi helposti kuvitella, että pääoman allokoinnista vastuussa oleva yritysjohto olisi halukas jakamaan mahdollisimman paljon osinkoja. Tyypillisesti yritysjohto ei kuitenkaan ole halukas varsinaisesti suosimaan osinkoja pääoman allokoinnissa, mihin (Giroux, 2021) näkee yhtenä tärkeimpänä syynä agenttikustannukset, jotka mahdollisesti aiheuttavat intressiristiriitoja johdon ja omistajien välille. Ns. agenttiteorian mukaan päämiehinä toimivat yrityksen osakkeenomistajat ja heidän agentteinaan yrityksen johtohenkilöt ikään kuin toimeenpanemassa päämiestensä toiveita siitä, mihin suuntaan yritystä tulisi viedä eteenpäin. (M. Copp, 2021)

Yrityksen omistajien ja johdon käsitykset yrityksen optimaalisesta johtamisesta voivat poiketa toisistaan. (C. Jensen, 1986) kuvaa tätä ristiriitaa kasvun näkökulmasta. Hänen mukaansa yrityksen johtohenkilöillä on selkeästi havaittavia kannustimia kasvattaa johtamaansa yritystä suuremmaksi, kuin mikä olisi omistajien näkökulmasta järkevää. Syyksi voimakkaaseen haluun kasvattaa yritystä johdon toimesta hän näkee mahdollisuuden kasvaneeseen valtaan koskien erilaisten resurssien johtamista, joka yritysjohdon on mahdollista saavuttaa liikevaihtoa ja sitä kautta yrityksen kokoa kasvattamalla. Lisäksi yrityksen liikevaihdon kasvulla on tyypillisesti positiivinen vaikutus johdon palkitsemiseen liittyen, joka omalta osaltaan tekee liikevaihdon kasvattamisesta ison prioriteetin johtohenkilöiden silmissä. Yritysjohdolla on siis voimakas sisäänrakennettu taipumus suosia yrityksen kasvuun tähtääviä pääoman allokoinnin vaihtoehtoja, mikä ei kuitenkaan aina tarkoita heidän päämiestensä eli osakkeenomistajien kannalta parhaita mahdollisia ratkaisuja.

Aihetta tutkineiden asiantuntijoiden mielestä yritysjohdolla on siis niin suoria taloudellisia kuin myös ulkopuolelta tulevasta paineesta johtuvia syitä panostaa ennemmin kasvuun kuin voitonjakoon pääoman allokoitipäätöksiä tehdessään. Ulkopuolelta tulevat paineet johtoa kohtaan viittaavat tässä tapauksessa siihen, että johto ajattelee myös itse omaa toimintaansa suhteessa hallituksen ja sijoittajien odotuksiin. Näin ollen johto saattaa esimerkiksi ajatella, että heidän kyvykkyyttään arvioivat tahot näkevät sen johdon heikkoutena, mikäli yrityksen vapaata kassavirtaa allokoidaan ennemmin osinkoihin kuin korkean nettonykyarvon investointeihin (Giroux, 2021).

Ratkaisuksi agenttikustannusten aiheuttamaan ongelmaan ja johdon mahdollisesti vääristyneisiin omaa etua painottaviin valintoihin (C. Jensen, 1986) näkee muun muassa velkarahoituksen määrän kasvattamisen. Ajatuksella velkarahoituksen hyödyllisyydestä ja sen ohjaamisesta esimerkiksi omien osakkeiden takaisinostoihin Jensen tarkoittaa sitä, että velan käyttäminen vähentäisi automaattisesti johdon mahdollisuuksia allokoida pääomia todella matalan tai jopa negatiivisen nettonykyarvon investointikohteisiin. Velanhoitokustannusten kasvu vähentää agenttiongelman negatiivisia vaikutuksia, sillä johdolla on sekä vähemmän vapaata kassavirtaa käytettävissään että riskisempi yritys johdettavanaan ja näin ollen johdon tulee toimia päätöksissään harkitummin. Jensen ajattelee siis korkeamman velan määrän taseessa pakottavan johdon aiempaa tarkemmin analysoimaan jokaisen investoinnin kannattavuutta suhteessa voitonjakoon, koska epäonnistuuksaan nämä kasvuhankkeet olisivat aiempaa vahingollisempia kasvaneen velan määrän myötä.

Ratkaisukeinona velanhoitokustannusten kasvu pohjautuu siihen lähtöoletukseen, että yrityksen osakkeenomistajilla olisi jokin perusteltu syy epäillä johdon kykyä allokoida pääomia omistajien kannalta suotuisasti. Jos yritysjohdolla on osoittaa useiden vuosien ajalta näyttöjä runsaasti omistaja-arvoa luoneiden kasvuhankkeiden toteuttamisesta, velan määrän kasvattaminen on turhaa. Siten kyse on pikemminkin yhdestä vaihtoehdosta siinä tilanteessa, jossa yritysjohto ei nauti omistajien varauksetonta luottamusta.



## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Tässä tutkimuksessa on analysoitu yritysten voitonjakopäätöksiä osana pääomien allokointia. Tutkimuksessa on pyritty taustateorioiden avulla tuomaan esille pääomien allokoinnin taustalla vaikuttavia asioita, ja myöhemmässä vaiheessa esittelemään kuvailevan kirjallisuuskatsauksen avulla näkemyksiä omien osakkeiden takaisinostoista ja osingoista.

Tärkeimpinä tutkimuksen tuloksina ovat havainnot siitä, että omien osakkeiden takaisinostojen tekeminen vaatii yritysjohtolta osinkoja enemmän näkemyksen ottamista markkinoista ja yhtiön käyvästä arvosta. Kyseessä on siis oikeaan aikaan suoritettuna mallikas keino arvonluontiin, joskin riskit epäonnistua ovat osingonmaksua suuremmat.

Toisena havaintona voidaan nostaa yrityksen liiketoiminnan luonteen korostunut merkitys voitonjaon näkökulmasta. Liiketoiminnan luonteen merkitys tulee esille ennen kaikkea kassavirtojen ajoituksen kautta. Yleisistä talouden suhdanteista riippuvaiset eli sykliset yhtiöt ovat hankalassa asemassa jakamaan pääomiaan omien osakkaiden takaisinostojen kautta. Tämä johtuu käytännössä siitä, että sykliset yhtiöt tyypillisesti tuottavat eniten vapaata kassavirtaa silloin, kun taloudessakin menee vahvasti ja pörssikurssit ovat korkeimmillaan. Syklisten yhtiöiden pitäisi siis käytännössä säilyttää pääomia taseessaan odottaen talouden jäähtymistä, mikä ei ole monien pääomantuottomittareiden kannalta optimaalista.

Pääoman painotetun keskikustannuksen rooli on pääoman allokoinnissa keskeistä. WACC:ia käytetään yrityksissä yleisesti investointihankkeiden toteuttamisen kriteerinä, mutta se saa myös osakseen kritiikkiä. Kriittinen suhtautuminen WACC:in käyttöön johtuu siitä, että se saattaa tietyissä olosuhteissa johtaa osakkeenomistajien kannalta epäoptimaalisten investointien toteuttamiseen. Ratkaisu WACC:in mukana tuleviin ongelmiin voidaan nähdä pääoman vaihtoehtoiskustannuksen kautta, jolloin esimerkiksi

kasvuinvestointeja verrataan WACC:in sijaan muihin pääoman allokoinnin vaihtoehtoihin.

Tulevaisuudessa kiinnostavana jatkotutkimuskohteena voisi olla omien osakkeiden takaisinostojen vaikutusten analysointi pörssikurssien kehitykselle laajassa empiirisessä aineistossa kvantitatiivisin menetelmin. Tämänkaltaisella tutkimuksella voitaisiin saada aikaan hyödyllinen analyysi siitä, kuinka voimakkaasti sijoittajat tosiasiasa reagoivat omien osakkeiden takaisinostoihin ja millaisella arvostuskertoimella yhtiöt tyypillisesti suorittavat niitä.

## 7 LÄHTEET

Almatalent: Sijoitetun pääoman tuotto-% (ROCE)

<https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/kannattavuus/sijoitetun-paaoman-tuotto-prosentti-roi/>

Bell. (2019). *Stumptownfin.com*: Cash Conversion Ratio.

<http://stumptownfin.com/cash-conversion-ratio/>

Callahan, D., Mauboussin, M. J. (2014). *Capital Allocation*: Evidence, Analytical Methods, and Assessment Guidance.

[https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&source\\_id=em&document\\_id=1036635381&serialid=dS5DGgP0K8DZZDJ4Obe7o2c3tj9TdQfSLapezyCWcwg%3d](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&source_id=em&document_id=1036635381&serialid=dS5DGgP0K8DZZDJ4Obe7o2c3tj9TdQfSLapezyCWcwg%3d)

Carlson. (2019). *the balancesmall business*: How to Calculate the Cash Conversion Cycle.

<https://www.thebalancesmb.com/calculate-cash-conversion-cycle-393115>

Copp, M. (2021). *Investopedia*: Creative Destruction.

<https://www.investopedia.com/terms/c/creativestruction.asp>

Curtis. (2021). *Investopedia*: Activist Investors: A Good or Bad Thing?

<https://www.investopedia.com/articles/stocks/09/activist-investors.asp>

Erkkilä. (2021). *Invenco*: Vapaa kassavirta on yrityksen rahatilanteen armoton kuumemittari

<https://www.invenco.fi/vapaa-kassavirta-on-yrityksen-rahatilanteen-armoton-kuumemittari/>

Erkkilä, J. (2017). *SalkunRakentaja*: Osingot ja omien osakkeiden ostot – kumpi on sijoittajalle hyödyllisempi?

<https://www.salkunrakentaja.fi/2017/05/osingot-omien-osakkeiden-ostot-takaisinostot/>

Espen Eckbo, B. (2008). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* Volume 2.

<https://learning.oreilly.com/library/view/handbook-of-empirical/9780444530905/OEBPS/B9780444530905500060.htm#cesectitle2>

Fernando. (2021). *Investopedia*: Price-to-Earnings (P/E) Ratio.

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

Ganti. (2021). *Investopedia*: Total Shareholder Return (TSR).

<https://www.investopedia.com/terms/t/tsr.asp>

Giroux, D. R. (2021). *Capital Allocation: Principles, Strategies, and Processes for Creating Long-Term Shareholder Value*.

[https://andor.tuni.fi/discovery/fulldisplay?docid=alma9911264434305973&context=L&vid=358FIN\\_TAMPO:VU1&lang=fi&search\\_scope=My\\_inst\\_and\\_CI\\_extended\\_search&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=Everything&query=any,contains,capital%20allocation&offset=0](https://andor.tuni.fi/discovery/fulldisplay?docid=alma9911264434305973&context=L&vid=358FIN_TAMPO:VU1&lang=fi&search_scope=My_inst_and_CI_extended_search&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=Everything&query=any,contains,capital%20allocation&offset=0)

Jadeja. (2021). *Businessinsider*: Weighted average cost of capital: A measure of the rate companies pay to finance their operations.

<https://www.businessinsider.com/weighted-average-cost-of-capital?r=US&IR=T>

Jensen, C. & Meckling, H. (1976). *Journal of Financial Economics*: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>

Kenton. (2022). *Investopedia*: The S&P 500 Index: Standard & Poor's 500 Index.

<https://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp>

L 21.7.2006/624. *Osakeyhtiölaki*.

<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>

Majaski. (2022). *Investopedia*: Invisible Hand.

<https://www.investopedia.com/terms/i/invisiblehand.asp>

Murphy, B. (2021). *Investopedia*: What Is the Formula for Calculating Free Cash Flow?

<https://www.investopedia.com/ask/answers/033015/what-formula-calculating-free-cash-flow.asp>

Mustonen, A. (2022). *Kauppalehti*: Tekikö Nokia massiivisen virheen omien osakkeiden ostoissa? – Trauma voi olla jo hiipumassa

<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tekiko-nokia-massiivisen-virheen-omien-osakkeiden-ostoissa-trauma-voi-olla-jo-hiipumassa/45280d20-fafb-4e92-93b5-75eec78d06ad>

Nolop. (2012). *The Essential CFO*: A Corporate Finance Playbook.

<https://ebookcentral.proquest.com/lib/tampere/reader.action?docID=837591>

Pidun, U., Stange, S. (2017). *CFO Excellence Series: The Art of Capital Allocation*.

<https://www.bcg.com/publications/2017/corporate-development-finance-function-excellence-art-of-capital-allocation>

Reuters. (2008). Sampo says Exista decided to sell stake in it.

<https://www.reuters.com/article/sampo-exista-idUSHEL00673720081007>

Salminen. (2011). *Vaasan yliopisto: Mikä kirjallisuuskatsaus?*

[https://www.uwasa.fi/materiaali/pdf/isbn\\_978-952-476-349-3.pdf](https://www.uwasa.fi/materiaali/pdf/isbn_978-952-476-349-3.pdf)

Sampo Group. (2022). Osakemäärä.

<https://www.sampo.com/fi/sijoittajat/osake/osakemaara/>

Segal. (2021A). *Investopedia: Is There a Positive Correlation Between Risk and Return?*

<https://www.investopedia.com/ask/answers/040715/there-positive-correlation-between-risk-and-return.asp>

Segal. (2021B). *Investopedia: What Happens When a Company Buys Back Shares?*

<https://www.investopedia.com/ask/answers/05/retiredstock.asp#toc-how-buybacks-work>

Sunder, Sunder & Wongsunwai. (2015). *Kellogginsight: Who Else Is Affected by Activist Investors?*

<https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/who-else-is-affected-by-activist-investors>

Thakur. *WallStreetMojo*: ROE vs ROA.

<https://www.wallstreetmojo.com/roe-vs-roa/>

Tieteen termipankki (7.3.2022). Taloustiede: vaihtoehtoiskustannukset.

Useem. (2019). *The Atlantic*: The Stock-Buyback Swindle.

<https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2019/08/the-stock-buyback-swindle/592774/>

Zhang, H. (2005). *Journal of Banking & Finance*: Share price performance following actual share repurchases.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426604002353>