

**OIKEUSTALOUSTIETEELLINEN ARVIO PÖRSSIYHTIÖN OMIEN  
OSAKKEIDEN HANKINNAN VAIKUTUKSISTA  
OSAKKEENOMISTAJIEN ASEMAAN**

---

Oikeustieteen pro gradu -tutkielma  
Paavo Hurskainen, toukokuu 2013

## Sisällysluettelo

OIKEUSTALOUSTIETEELLINEN ARVIO PÖRSSIYHTIÖN OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNAN VAIKUTUKSISTA OSAKKEENOMISTAJIEN ASEMAAN .....	1
1 JOHDANTO .....	1
1.1 Tutkielman tavoite .....	1
1.2 Omien osakkeiden osto ilmiönä .....	5
1.3 Tutkimusmetodista .....	8
1.4 Lähteistä.....	12
2 OMIEN OSAKKEIDEN OSTOMOTIIVIT .....	14
2.1 Alihinnoittelusta signalointi .....	14
2.2 Pääomarakenteen muuttaminen .....	16
2.3 Omien osakkeiden hankinta varallisuudenjakomuotona .....	19
2.4 Laimennusvaikutuksen kumoaminen sekä osakkeiden hankinta uudelleen luovutettavaksi .....	23
2.5 Suojautuminen yritysvaltauksilta .....	28
2.6 Omien osakkeiden ostaminen verotussyistä .....	30
3 CORPORATE GOVERNANCE JA OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA .....	33
3.1 Corporate governance tutkielmassa .....	33
3.2 Eroavuudet corporate governance -järjestelmissä .....	34
3.3 Tutkielmaan valittu järjestelmä: markkinalähtöinen corporate governance .....	38
4 INFORMAATION EPÄTASAINEN JAKAUTUMINEN JA OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA .....	40
4.1 Päämies-agentti-ongelma ja omien osakkeiden hankinta .....	40
4.2 Intressitahojen riskipositiot ja omien osakkeiden hankinta .....	43
4.3 Sisäpiiritiedon väärinkäyttö .....	47
4.3 Erot aktiivisen ja passiivisen sijoittajan tavoitteissa ja resursseissa.....	48
4.4 Informaation epätasainen jakautuminen eri osakkeenomistajaryhmien välillä .....	51
5 OSAKKEENOMISTAJIEN YHDENVERTAISUUDEN TOTEUTUMINEN .....	55
5.1 Yhdenvertaisuudesta .....	55
5.2 Transaktiokustannusten vaikutus pienosakkeenomistajien asemaan.....	58
5.3 Enemmistöperiaate riidattoman päätöksenteon mahdollistajana .....	60
5.4 Yhtiöjärjestyksen tahdonvaltaisuus .....	63
6 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA JA JOHDON OPPORTUNISTINEN KÄYTTÄYTYMINEN .....	64
6.1 Varojenjakotapojen vaikutus osakkeen arvoon ja tunnuslukujen manipulointi.....	64
6.2 Johdon optio-ohjelmat ja opportunistinen käyttäytyminen.....	64
6.3 Omistuksen hajauttaminen ja opportunistisesta käyttäytymisestä aiheutuvat kustannukset.....	66
7 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNASTA TIEDOTTAMINEN .....	68

7.1 Tiedotteiden epäinformatiivisuus .....	68
7.2 Omien osakkeiden ostomotiivista tiedottaminen .....	69
7.3 Arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus .....	71
7.4 Tiedotusstrategian valinta.....	72
8 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA JA VAATIMUS TEHOKKAISTA ARVOPAPERIMARKKINOISTA .....	75
9 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....	77
LÄHDELUETTELO .....	82

# OIKEUSTALOUSTIETEELLINEN ARVIO PÖRSSIYHTIÖN OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNAN VAIKUTUKSISTA OSAKKEENOMISTAJIEN ASEMAAN

## 1 JOHDANTO

### *1.1 Tutkielman tavoite*

Tarkastelen osakeyhtiöiden mahdollisuutta hankkia omia osakkeitaan. Kiinnostuksen kohteena ovat nimenomaan yhtiöt, joiden osakkeella käydään kauppaa julkisilla arvopaperimarkkinoilla. Tutkielmassa kyseisistä yhtiöistä käytetään myös pörssiyhtiö-nimeä. Nykyinen osakeyhtiölakimme mahdollistaa omien osakkeiden ostamisen osakeyhtiön vapailla jakokelpoisilla varoilla, niin että osakeyhtiöllä voi olla hallussaan jopa 10 prosenttia omista osakkeistaan. Hankintamahdollisuutta korotettiin vuonna 2005 aiemmasta viiden prosentin rajasta. Lehdet nimesivät lain Lex Nokiaksi. Ilmeisesti lain nimeäminen johtuu siitä, että yhtiön intresseissä oli saada laki voimaan jo ennen vuoden 2006 osakeyhtiölain kokonaisuudistusta, ja lainsäädäntöhanke päätettiin toteuttaa nopeasti. Nokian kiinnostus hankkia omia osakkeitaan on osittain selittynyt sen omistajarakenteesta. Suuri osa Nokian kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista oli pitkään amerikkalaisten eläkerahastojen hallussa.<sup>1</sup> Nykyisellään 52,5 prosenttia suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeista on ulkomaalaisessa omistuksessa<sup>2</sup>.

Omistajaryhmillä on erilaisia intressejä koskien omistamaansa osakeyhtiötä sekä keinot maksimoida yhtiöstä saatava hyöty vaihtelevat. Tässä tapauksessa tarkastellaan taloudellista hyötyä. Kun verrataan suomalaista osakesäästäjää ja kansainvälisillä pääomamarkkinoilla ammattimaisesti toimivaa institutionaalista

---

<sup>1</sup> Esimerkiksi syksyllä 2006 yhdysvaltalainen holding-yhtiö Capital Group Companies liputti omistuksensa Nokiassa olevan yli viisi prosenttia. Sitten myyjien sijoittajien kiinnostus yhtiötä kohtaan on vähentynyt. 19.3.2013 neljä merkittävintä omistajaa olivat kaikki suomalaisia keskinäisiä eläkevakuutusyhtiöitä. Kullakin oli alle kahden prosentin omistusosuus.

<sup>2</sup> Osakesäästäjien Keskusliitto, verkkosivut: [www.osakeliitto.fi](http://www.osakeliitto.fi).

sijoittajaa, voidaan valitulla varojenjakotavalla havaita olevan merkitystä. Toisekseen, institutionaalisella sijoittajalla on huomattavasti paremmat valmiudet yhtiötä koskevan tiedon analysointiin. Lisäksi, kun institutionaaliset sijoittajat käyttävät enemmistövaltaa yhtiökokouksessa sekä valitsevat valtaosan osakeyhtiön hallituksen jäsenistä, on selvää, etteivät eri sijoittajaryhmät ole täysin tasapuolisissa asemissa toisiinsa nähden.

Vuonna 2008 valmistuneessa rahoitusteoreettisessa tutkielmassa tutkittiin, mitkä Nasdaq OMX Helsingin pörssiin listautuneiden yritysten ominaisuudet määrittivät omien osakkeiden hankintakäyttäytymistä. Yrityksen koolla havaittiin olevan tilastollisesti merkitsevä korrelaatio omien osakkeiden hankinnan kanssa. Suurilla pörssiyhtiöillä on tyypillisesti hajautunut omistuspohja ja niiden eri osakkeenomistajaryhmillä on toisistaan poikkeavat preferenssit varallisuudenjakomuotojen suhteen (osinko tai omien osakkeiden hankinta). Varojenjakotavasta päättävät aktiiviset osakkeenomistajat. Pienemmissä osakeyhtiöissä osakeomistus ei yleensä ole yhtä hajautunut, mutta molemmissa tapauksissa valta on keskittynyt. Erona suurien ja pienempien yhtiöiden välillä on kuitenkin se, että suurien yhtiöiden aktiivisten osakkeenomistajien on otettava kaikkien osakkeenomistajien varojenjakopreferenssit huomioon, että se olisi haluttava sijoituskohte.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Hurskainen 2008. Tutkielmaan valitut tunnusluvut mittasivat yhtiöiden kannattavuutta, kokoa, maksukykyä, ulkomaisen omistuksen osuutta osakekannasta, osakkeen absoluuttista arvostustasoa sekä osakkeen arvoa suhteessa yhtiön voittoon, velkaantuneisuutta ja osingonjakoa. Tutkielmaan valittiin 26 osakkeita hankkinutta ja 33 ei-hankkinutta yhtiötä. Valituista muuttujista voimakkaimmin esille nousivat yhtiön keskimääräinen koko tilikauden aikana (tase-arvo) sekä siitä johdettu luonnollinen logaritmi. Taseen suuri koko sai sekä keskiarvoja vertailtaessa että erottelumalleissa tilastollisesti merkitseviä arvoja. Tutkielmassa havaittiin myös, lähtöolettan mukaisesti, että omia osakkeitaan hankkivien yhtiöiden maksuvalmius on (useilla tunnusluvuilla mitattuna) heikko ja niiden omistajarakenne on ulkomaalaisomistajapainotteisempi. Kuitenkaan, kumpikaan näistä ei saanut tunnuslukujen keskiarvoja vertailtaessa tai regressiomalli-testeissä tilastollisesti merkitseviä arvoja, joten niistä voidaan tehdä vain viitteellisiä päätelmiä. Yhtiön suuri koko ja huomattava ulkomainen omistus korreloivat keskenään, mikä voisi selittyä esimerkiksi sillä, että suurista yhtiöistä on saatavilla enemmän sijoittajainformaatiota ja ne ovat muutoinkin tunnetumpia ulkomailla. Joissakin tapauksissa yhtiön johto voi valita heikomman maksuvalmiuden. Yhtiön johto päättää jakaa varoja ulos yhtiöstä tai lyhentää velkojaan, että sen sijoittajien sijoittama pääoma saisi paremman tuoton. Tyypillisesti näillä yhtiöillä on pääsy

Institutionaalisten sijoittajien asema on noussut viime aikoina corporate governance -keskustelussa keskeiseksi teemaksi; institutionaalisilla sijoittajilla on osakesäästäjiä paremmat edellytykset valvoa yhtiön johdon toimia. Toisaalta niiden insentiivi toimia osakesäästäjien hyöty maksimoivalla tavalla on varsin kyseenalainen; on otettava huomioon se, että myös institutionaaliset sijoittajat ovat ihmisten johtamia yrityksiä, tästä syystä johtajien tekemiin valintoihin vaikuttavat heidän omat intressinsä.<sup>4</sup> Tutkielmassa käytetään institutionaalisesta sijoittajasta myös nimiä kontrolli- ja enemmistöomistaja, riippuen asiayhteydestä.

Juridisesti mielenkiintoista omien osakkeiden hankinnassa on tarkastella asiaa oikeudenmukaisuuden kannalta. Voidaan ajatella, että sijoittajalla on oikeus toimiviin markkinoihin. Markkinoiden toimivuutta voidaan tarkastella ottamalla kohteeksi pieni osa-alue, jossa osa toimijoista käyttäytyy opportunistisesti. Opportunistisesta käyttäytymisestä johtuen, markkinoiden toiminta heikentyy.<sup>5</sup> Yhtiöoikeudessa tunnustetut yhdenvertaisuusperiaate sekä johdon lojaliteettivelvoite on määritelty osakeyhtiölaissa (OYL 1:7 ja 1:8). Toisaalta, yhtiöoikeudessa on tunnustettu, että liiketaloudellinen päätösvalta kuuluu enemmistö- ja suhteellisuusperiaatteiden mukaan enemmistöomistajille ja enemmistö voi tehdä liiketoiminnalliset päätökset omien riskipreferenssiensä mukaisesti<sup>6</sup>. Tutkielman lähtökohtana on, että markkinoilla on heikompia ja vahvempia osapuolia, eli valtaa käyttävä omistajia ja osakesäästäjiä<sup>7</sup>. Suomessa on

---

rahoitusmarkkinoilla ja hyvät pankkisuhteet, joten todellisuudessa niiden maksuvalmius on turvattu. Kyse ei siis välttämättä ole "kriisiyhtiöistä". Katso myöhemmin 2.2. Pääomarakenteen muuttaminen.

<sup>4</sup> Timonen 2000, s. 81.

<sup>5</sup> Pöyhönen 2000, s. 82. Taloustieteissä markkinoiden toimivuudella viitataan yleensä informaatiotehokkuuteen. Megginsonin (1997 s. 13) mukaan Fama 1970 julkaisi tutkimuksen, jossa hän esitteli teorian tehokkaista markkinoista. Hänen mallissaan tehokkuus määräytyy sen mukaan, miten nopeasti ja miten täydellisenä arvopaperin arvoon vaikuttava tieto markkinaosapuolille välittyy. Normaalisti tehokkuus taloustieteissä käsitetään talouden rajallisten resurssien tuotannontekijöihin allokoitumistehokkuutena, mutta Faman mallissa ei ole kyse tästä. Kun tutkielmassa käytetään tehokkuuden käsitettä, on kulloisessakin kohdassa tarkennettu, minkä tyyppisestä tehokkuudesta on kyse.

<sup>6</sup> Vahtera 2011, s. 385 ja s. 410.

<sup>7</sup> Kaisanlahti 1999, (s. 29–30) keskustelua heikommuuden määrittelystä ja oikeussuojan tarpeesta.

noin 820.000 osakesäästäjää, jotka omistavat 16,6 prosenttia pörssiyhtiöiden osakkeisiin sitoutuneesta varallisuudesta, joten yhdenvertaisuus- ja oikeudenmukaisuusnäkökulmien tarkastelulle on tilaus<sup>8</sup>. Vuoden 2011 lopussa osakesäästäjien suorat sijoitukset osakkeisiin oli 21,3 miljardia euroa<sup>9</sup>.

Tutkielman tavoitteena on osallistua corporate governance -keskusteluun, tarkastelemalla asiaa omien osakkeiden hankinnan kannalta. Omien osakkeiden hankintamahdollisuus saa oikeutuksensa sen yhtiön johdolle tuomasta mahdollisuudesta toimia joustavasti. Liiketaloudelliset perusteet ovat kiistattomasti olemassa. Taloustieteellisissä artikkeleissa on pystytty määrittelemään lukuisia motiiveja omien osakkeiden hankintaan ryhtymiseksi, joista osa lienee relevantimpia kuin toiset. On perusteltua esitellä taloustieteellisessä tutkimuksessa esitellyt motiivit, jotta taloudellinen viitekehys ja toimintaympäristö hahmottuisivat lukijalle. Oikeustieteen mielenkiinnon kohteena ovat normit sekä norminmukaiseen tai norminvastaiseen käyttäytymiseen liittyvät kysymykset. Talouden kannalta normivalinnat ovat tärkeitä siksi, että sääntelyratkaisuilla on vaikutuksensa taloudelliseen toimintaan. Taloustieteen hyödyntämisen motiivi seuraa siitä, että: *taloustieteen ongelmantunnistuksen ja vaikutusanalyysien avulla parannetaan oikeustieteen kykyä sääntelyn sekä sääntely- ja tulkintavaihtoehtojen merkityksen ja vaikutusten arviointiin.*<sup>10</sup>

Osakkeenomistajaryhmien välisen määräysvaltaepätasapainon lisäksi myös tiedollinen epätasapaino voi vaikuttaa negatiivisesti arvopaperimarkkinoiden toimintaan sekä taloudelliseen aktiviteettiin. Sekä taloustieteellisessä että oikeudellisessa corporate governance -keskustelussa on laajalti kirjoitettu päämies-agentti-ongelmasta. Ongelmallista päämiehen (osakkeenomistajan) ja agentin (yritysjohdajan) välisessä suhteessa on toimijoiden eriävät intressit. Tämänkaltaisessa tilanteessa agentille voi syntyä kiusaus toimia oman edun mukaisesti, jättäen päämiehen intressit toissijaiseen asemaan. Koska omien

---

<sup>8</sup> Osakesäästäjien Keskusliitto, verkkosivut: [www.osakeliitto.fi](http://www.osakeliitto.fi) ja Helsingin Sanomat 5.4.2013.

<sup>9</sup> Finanssialan Keskusliitto, verkkosivut: [www.fkl.fi/tilastot/Tilastot/Finanssialan\\_vuositolasto\\_2011.pdf](http://www.fkl.fi/tilastot/Tilastot/Finanssialan_vuositolasto_2011.pdf).

<sup>10</sup> Timonen 2000 s. 20 ja 1997 s. 119–130.

osakkeiden hankinnan on havaittu vaikuttavan yhtiön arvoon, se mahdollistaa agentin opportunistisen käyttäytymisen.

Oikeustaloustieteen kiinnostuksen kohteena on toiminnan ja sääntelyn tehokkuus. Pyrkimyksenä on esittää näkökantoja omien osakkeiden hankintamahdollisuudesta seuraavan tehokkuusedun kyseenalaistamiseksi. Tämä liittyy epäsuorasti oikeudenmukaisuuteen. Se mikä on yhden intressitahon kannalta taloudellisesti tehokasta, ei välttämättä ole sitä toisen intressitahon kannalta. Tutkielman tutkimusongelman voi tiivistää seuraavasti: *mihin suomalainen oikeusjärjestelmä asettaa kontrolloimistajien toiminnanrajat ja vastaavasti, mitkä ovat osakesäästäjien oikeusturvakeinot ja mahdollisuudet rajoittaa omien osakkeiden hankintaan liittyvästä väärinkäytösmahdollisuudesta aiheutuvia riskejä.*

Talusteoriassa tuottoa ja riskiä sekä niiden korrelaatiota on tutkittu hyvin paljon. Tästä syystä johtuen on syytä käyttää hyväksi sen aikaansaannoksia tarkastellessa omien osakkeiden hankinnan vaikutusta intressitahojen varallisuusasemiin ja riskipositioihin.

Timonen määrittelee tutkimuksensa kaksitieteiseksi, ja kysymys on talous- ja oikeustieteen tietovarantojen kartoittamisesta ja yhteensovittamisesta<sup>11</sup>. Tällä tutkielmalla on sama tavoite.

## **1.2 Omien osakkeiden osto ilmiönä**

Pörssiyhtiöiden harjoittama omien osakkeiden osto on varsin yleistä: Helsingin pörssiin listautuneista yhtiöistä yli 10 prosenttia osti omia osakkeitaan vuonna 2004. Kaksi kolmesta Helsingin pörssiin listautuneesta suuryhtiön hallituksesta pyysi keväällä 2005 yhtiökokoukselta valtuutusta omien osakkeiden hankintaan. Pyydettyjen valtuutusten arvo oli 8,4 miljardia euroa. Vuonna 2004 myönnettyjen valtuutusten arvo oli viisi miljardia, samana vuonna osinkojenjaon oltua kuusi miljardia euroa. Vuonna 2005 ylivoimaisesti suurin valtuuttaja oli Nokia Oyj,

---

<sup>11</sup> Timonen 2000, s. 19.



myönnettyjen valtuutusten ollessa 2,8 miljardia euroa<sup>12</sup>. Vuoden 2006 alusta vuoden 2007 heinäkuun loppuun, Helsingin pörssin 152 yrityksestä 26 hankki omia osakkeitaan (17,1 %), eli hankintafrekvenssi oli vähintäänkin sama, kuin aiemmin.<sup>13</sup>

Omien osakkeiden ostoa on saanut myös kritiikkiä osakseen. Kauppalehti kritisoi hankintabuomia 27.4.2003 ilmestyneessä numerossaan. Sen mukaan *pörssiyhtiöiden omien osakkeiden ostoihin häviää vuosittain miljoonia euroja* ja että *ostot hyödyttävät enemmän yritysjohtoa kuin omistajia*. Kauppalehden mukaan omien osakkeiden ostosta ei aina seurannut osakekurssin nousua. Esimerkiksi Perloksen ja Telesten osakkeiden arvo laski hankinnan jälkeisenä aikana. Toki on huomattava, että osakkeen arvoon vaikuttaa moni muukin seikka kuin omien osakkeiden ostoa. Vuonna 2002 hieman alle 60 pörssiyhtiötä sai omistajiltaan luvan ostaa omia osakkeitaan ja noin puolet niistä käytti valtuutuksiaan. Suurimpana hankkijana toimi Stora Enso, joka käytti ostoihin 288 miljoonaa euroa kassavarojaan. Kauppalehti mainitsee myös Huhtamäen ja Orionin esimerkkeinä merkittäviä määriä omia osakkeita ostaneista yhtiöistä. Myös UPM Kymmenen hallituksen puheenjohtaja suositteli 2013 yhtiökokoukselle omien osakkeiden hankintaa sopivaksi tavaksi jakaa varallisuutta<sup>14</sup>. Ostot ovat yleistyneet vuosi vuodelta sitten vuoden 1998 lainmuutoksen, jolloin ostot tulivat mahdollisiksi<sup>15</sup>. Ostojen on säädetty tarkat rajat: kymmenen prosentin omistusrajan lisäksi hankinnalle on säädetty muun muassa aikarajoituksia. Esimerkiksi osavuositarkastuksen julkaisun aikaan omia osakkeita ei saa hankkia. Määrällisesti omien osakkeiden ostoa on rajoitettu suhteuttamalla ostettavien osakkeiden määrä yhtiökohtaiseen päivävaihtoon<sup>16</sup>. Aihetta on Yhdysvalloissa tutkittu jo vuosikymmeniä ja tutkielman 2 luku onkin suurelta osin yhdysvaltalaisia markkinoita käsittelevien artikkelien tarkastelua.

---

<sup>12</sup> Kauppalehti 10.3.2005. Todennäköisesti yhtiön johto jätti merkittävän osan valtuutuksista käyttämättä.

<sup>13</sup> Hurskainen 2008 ja [www.nasdaqomxnordic.com](http://www.nasdaqomxnordic.com).

<sup>14</sup> Helsingin Sanomien mukaan (5.5.2013) Björn Wahlroos mainitsi, että yhtiö voisi jakaa varallisuutta hankkimalla omia osakkeita, jos osingonjaon verokohtelu kiristyy.

<sup>15</sup> Vuonna 1978 säädetty osakeyhtiölaki muuttui 1.9.1997.

<sup>16</sup> Kauppalehti 27.4.2003.

Suomalaisen lainsäädännön kehitys ei suinkaan ole ollut muiden maiden kehityksestä irrallista. Etenkin Suomen Euroopan unioniin liittymisellä on ollut merkittäviä vaikutuksia lainsäädäntöömme. Osakeyhtiölain vuoden 1997 uudistus ei ollut poikkeus kehityksestä. Kun vielä vuonna 1992 osakeyhtiölakitoimikunta näki tärkeäksi pitää kiinni omien osakkeiden ostokiellosta, vuonna 1996 hallitus esitti hankinnan sallimista. Argumentteina hankinnan mahdollistamiseksi olivat ostokiellon tehottomuus ja yhtiöiden rahoitusvaihtoehtojen lisääminen ja yhtiörakenteiden joustavamman muokkaamisen mahdollistaminen. (HE 89/1996 vp, luvun 7 yksityiskohtaiset perustelut)

Omien osakkeiden hankinnan kieltäminen on ollut kierrettävissä erilaisin järjestelyin. Ennen vuoden 1997 omien osakkeiden hankinnan sallivaa osakeyhtiölain muutosta, esimerkiksi Nokia Oyj kiersi kieltä hankkimalla osakkeitaan ulkomaisten yhtiöiden lukuun. Yhtiö käytti osakkeita yrityskaupoissa maksuvälineenä.<sup>17</sup>

Ennen 1.9.2006 voimaan tullutta osakeyhtiölakia, Suomessa ja EU-tasolla käytiin avoimesti keskustelua yhtiöoikeuden merkityksestä kansantalouden kilpailukyvyille. Osakeyhtiölaki pyrittiinkin laatimaan entistä helpommin luettavaksi ja ennen kaikkea joustavaksi. Koska omien osakkeiden hankintaa koskeva lainsäädäntö on varsin joustavaa, säännösten soveltamisessa korostuu yhdenvertaisuusperiaatteen soveltaminen. Lakimuutoksen taustalla nähtiin tarve yhtenäistää suomalainen lainsäädäntö EY-normien kanssa (HE 282/2004 vp, s. 2-3).

Sillä, että oston tulee tapahtua vapaata omaa pääomaa käyttäen, on selkeästi pyritty rajoittamaan yrityksen varallisuuden ulosjakamista; säännös on laadittu siten, ettei se ole ristiriidassa velkojainsuojaperiaatteen kanssa. Julkisessa yhtiössä yhtiökokouksen tulee päättää asiasta määräenemmistöpäätöksellä. Jos osakesarjoja on useampia, päätöksenteon tulee olla osakesarjakohtaista. (OYL 5:27§)

---

<sup>17</sup> Häikiö 2001, s. 194.

Omien osakkeiden ostoilmiön tutkimus on pääasiallisesti ollut taloustieteellistä ostoilmoituksesta aiheutuvan markkinareaktion sekä motiivien analysointia. Omien osakkeiden ostosta ilmoittaneen yhtiöiden osakkeelle on saatu mitattua jopa 15 – 20 % suuruinen epänormaalituotto<sup>18</sup>.

Modernissa rahoitusteoriassa on esitetty useita motiiveja omien osakkeiden ostolle, joista ainakin seuraavat ovat saaneet huomattavasti huomiota. Motiivit ovat omien osakkeiden osto pyrkimyksenä signaloida alihinnoitellusta osakkeesta sekä tavoitteena muuttaa yrityksen rahoitusrakennetta, hankinta varallisuudenjakomuotona, osto omistuksen laimennusvaikutuksen vähentämiseksi, hankinta uudelleen luovutettavaksi, hankinta yritysvaltauksilta välttymiseksi sekä hankinta verotussyistä.

Osakeyhtiö voi hankkia omia osakkeitaan sen voitonjakokelpoisilla varoilla edellyttäen yhtiökokouksen päätöstä (OYL 13:1.1 3-k). Yhtiökokous voi myös valtuuttaa hallituksen tekemään hankintapäätöksen (OYL 15:5 ja 15:8.2).

### **1.3 Tutkimusmetodista**

Koska omien osakkeiden ostomotiiveilla ja ostosta aiheutuville seuraamuksilla on liittymäkohta taloudellisiin intresseihin, on järkevää pyrkiä tarkastelemaan asiaa sekä oikeus- että taloustieteen keinoja käyttäen. Voidaan puhua oikeustaloustieteestä, kun oikeudellista ongelmaa lähestyttäessä otetaan huomioon myös taloudellinen toimintaympäristö.<sup>19</sup>

Tutkielma sisältää aineksia sekä neoklassisesta että neoinstitutionaalisesta taloustieteestä. Omien osakkeiden ostomotiiveja käsittelevässä osiossa suurin osa käyttämistäni lähteistä on kansainvälisiä neoklassisen taloustieteen edustajien kirjoittamia artikkeleja. Matti Rudanko määrittelee neoklassisen taloustieteen taustaoletukset seuraavasti: toimijoiden päätöksenteko on rationaalista, saatavilla oleva informaatio on täydellistä (*symmetrical*) sekä tasapainon (*equilibrium*)

---

<sup>18</sup> Vermaelen 1984, Baker, Powell ja Veit 2002.

<sup>19</sup> Kaisanlahti 1999, s. 5–6.

päätöksenteon taustatilanteena. Tasapaino tarkoittaa oletusta kilpailullisista markkinoista, joilla kaikki olennainen tieto suodattuu suoraan hintoihin. Neoklassinen taloustiede lähtee ajatuksesta, jonka mukaan markkinoiden ulkopuolelta tuleva sääntely tulisi minimoida; lähtökohtana on ajatus tehokkaista markkinoista.<sup>20</sup> Markkinoiden rationaalinen käyttäytyminen ei tarkoita jokaisen markkinatoimijan rationaalista käyttäytymistä, vaan sitä, että irrationaalisesti käyttäytyvien toimijoiden toimet eliminoituvat, kun toimijoita on riittävän suuri joukko. Rationaalisesti toimivat tahot tekevät markkinoista kokonaisuutena tehokkaat<sup>21</sup>.

Kaisanlahden mukaan neoklassisessa teoriassa yritys nähdään yksikkönä, joka yhdistää tuotannontekijät valmistamaan hyödykkeitä. Kilpailluilla markkinoilla yritys ei kykene vaikuttamaan hyödykkeiden ja tuotannontekijöiden hintoihin, vaan on niin sanottu ”hinnanottaja”. Toisekseen yritys pyrkii maksimoimaan voittonsa eli kokonaistuottojen ja -kustannusten erotuksen. Alun perin Adam Smithin käytti esimerkkinä nuppineulojen valmistusta. Huomion keskipisteenä analyysissä on lähinnä yrityksen tuotanto ja sen tehostaminen.<sup>22</sup>

Miksi neoklassista tai keynesiläistä taloustiedettä pohjaoletuksineen sitten yhä sovelletaan erittäin laajalti? Eittämättä sen vahvuutena ovat juuri sen pohjaoletukset. Olennaista on yhden muuttujan tarkastelu kerrallaan, niin että muiden muuttujien oletetaan pysyvän ennallaan (*ceteris paribus*). Taloustieteelliset mallit ovat tarkoituksella yksinkertaistettuja kuvauksia reaali maailmasta, ja niiden tarkoituksena on ”kirkastaa” ajattelua. Hyvä malli yksinkertaistaa, muttei pilaa kuvaa todellisuudesta. Hyvä malli sisältää ongelman kannalta olennaisimmat tekijät.<sup>23</sup>

Neoinstitutionaalisen koulukunnan huomio kohdistuu sopimussuhteisiin ja niitä lähellä oleviin oikeussuhteisiin sekä näistä aiheutuviin transaktiokustannuksiin.

---

<sup>20</sup> Rudanko 1998, s. 190–191.

<sup>21</sup> Kaisanlahti 1999, s. 27.

<sup>22</sup> Kaisanlahti 1999, s. 53.

<sup>23</sup> Esimerkiksi Begg, Fischer ja Dornbush 1997 s. 26–27.

Sanalla instituutio viitataan taloudellisiin "rakennelmiin" kuten yrityksiin, markkinoihin, sopimussidonnaisuuksiin (*relational contracting*) ja lainsäädäntöön. Neoinstitutionaaliseen ajatteluun ominaista on rationaalisuus- ja informaatioasymmetria-oletusten asettaminen kyseenalaiseksi.<sup>24</sup> Arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta on oleellista, että markkinatoimijat valvovat toisiaan ja ovat riskineutraaleja. Reaalimaailmassa valvonnasta aiheutuu transaktiokustannuksia ja ihmisten toiminta on ennemminkin riskejä karttavaa, kuin riskineutraalia.<sup>25</sup> Muun muassa näistä syistä johtuen, täydellisiin markkinoihin nojaavat teoriat ja toiminta johtavat ongelmallisiin lopputuloksiin.

Neoklassisen taloustieteen kyky tarjota ratkaisuja on kyseenalaistettu myös tutkijayhteisön ulkopuolella muun muassa vuoden 2008 subprime- että eurokriisien seurauksena<sup>26</sup>. Asuntojen hintakuplan muodostuminen ja puhkeaminen sekä euromaiden – etupäässä Kreikan – valtion luottoluokitusten nopea heikentyminen ovat osoituksia informaation epäsymmetrisestä jakautumisesta ja markkinoiden kykenemättömyydestä suodattaa tieto oikea-aikaisesti ja rationaalisesti arvopapereiden hintoihin. Yleisemmin, arvopaperien ja kiinteistöjen varallisuusarvojen yliarvostuksen pitäisi olla mahdotonta, jos perinteisen neoklassisen taloustieteen oletamat pitäisivät paikkansa myös reaalimaailmassa. Keynesiläinen taloustiede ei ole, saavutuksistaan huolimatta, pystynyt ratkaisemaan talousongelmia. Perinteisen taloustieteen hegemoniaa on horjuttanut muun muassa käyttäytymispainotteinen taloustiede<sup>27</sup>. Vaihtoehtoisille näkemyksille on ollut tilausta, sillä maailmaa ravistelevien talousromahdusten jatkumolle ei näy loppua.

---

<sup>24</sup> Rudanko 1998, s. 190–191.

<sup>25</sup> Vahtera 2011, s. 386.

<sup>26</sup> Entinen investointipankkiiri Greg Smith käsittelee asiaa "sisäpiiriläisen" näkökulmasta kirjassaan *Why I Left Goldman Sachs – A Wall Street Story* 2012. Kirja on jatkoa hänen huomattavaa julkisuusarvoa sisältäneelle New York Timesissä 14. maaliskuuta 2012 julkaistulle kirjoitukselleen. Muun muassa investointipankki Goldman Sachsia epäiltiin arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöstä, mutta yhtiö sopi asian Securities Exchange Commissionin (vastaa Suomen Finassivalvontaa) kanssa maksaen USD 500 miljoonaa. Näin väärinkäyttöä ei koskaan tutkittu tuomioistuimessa.

<sup>27</sup> Esimerkiksi Montier 2010 johdattelee sijoittamisen psykologiaan mielenkiintoisella tavalla.

Tutkielman pyrkimyksenä on arvioida sekä omien osakkeiden hankinnan vaikutusta markkinoiden tehokkuuteen sekä oikeudenmukaisuusaspekteihin, ottaen huomioon eri intressitahojen asemat ja eriävät preferenssit. Timosen mukaan markkinoiden sääntely on niiden toiminnan kannalta välttämätöntä<sup>28</sup>. Hänen tutkimuksensa lähtökohta on neoinstitutionaalisen koulukunnan omaksuma taloustiede. Oikeudenmukaisuus- ja tehokkuusaspektien painottaminen on ennen kaikkea arvostuskysymys<sup>29</sup>. On selvää, ettei kummastakaan voida tinkiä loputtomiin toisen kustannuksella.

Pörssiyhtiöiden toimintaa säännellään laintasolla arvopaperimarkkinalaissa. Arvopaperimarkkinalainsäädännössä markkinoiden tehokkuus on otettu normiston tavoitteeksi<sup>30</sup>. Kun ajatellaan arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta ja oikeudenmukaisuuden toteutumista markkinoilla, ei välttämättä ole tarpeen ainakaan lähtökohtaisesti tinkiä yhdestä toisen kehittämiseksi. Markkinoiden toimiessa sääntöjen mukaan ne voivat toimia tehokkaammin kuin sääntelemättömässä tilanteessa. Sääntelyä voidaan pitää perusteltuna seuraavista syistä: 1) reaali maailmassa toimijat käyttäytyvät opportunistisesti, 2) markkinatoimijat ja markkinat toimivat tehottomasti sekä 3) markkinat ovat epätasapainossa.

Olellaista tarkastelussa on se, mille tasolle sääntely halutaan asettaa. Lienee myös syytä kysyä: miksi omien osakkeiden ostoa on ylipäätään tehty mahdolliseksi? On syytä olla kriittinen, kun tarkastellaan omien osakkeiden hankinnasta aiheutuvia tehokkuushyötyjä. Yhden intressitahon hyötyessä toinen voi joutua kattamaan kustannukset. On yhtiöoikeudesta sekä talousteoriasta tutun *fiduciary duty* -periaatteen vastaista, että yhtiön johto hyötyy yhtiötä koskevista päätöksistä samalla, kun osakkeenomistajat kärsivät niiden negatiivisista seurauksista.

---

<sup>28</sup> Timonen 2000, s. 32

<sup>29</sup> Kaisanlahti 1999 (s. 46–49) lisää aiheesta.

<sup>30</sup> Kaisanlahti 1999, s. 19.

Lisäksi omien osakkeiden hankinnasta aiheutuva epäoikeudenmukainen etujen jakautuminen eri intressitahojen välillä voi olla yhtenä komponenttina aiheuttamassa tehokkuuskustannuksia koko taloudelle. Arvopaperimarkkinalain sääntelyn tarkoituksena on taata informaatiotehokkaat markkinat, jotta sijoittajakunta voi luottaa niiden toimivuuteen (HE 137/2004, s. 1). Mikäli rationaalinen sijoittaja ei luota arvopaperimarkkinoihin, hän etsii varoilleen luotettavamman sijoituskohteen tai vaatii sijoitukselleen korkeampaa tuottoa, jolla kattaa markkinoiden tehostomasta informaation välityksestä aiheutuvan riskin.<sup>31</sup> Arvopaperimarkkinoihin kohdistuva epäluottamus estää resurssien optimaalisen allokoitumisen eri sijoituskohteiden välillä.

Tutkielma ei sisällä lainkaan varsinaista oikeusvertailua, sillä oikeusvertailu tarkoittaisi myös laajempaa erilaisten corporate governance -järjestelmien vertailua. Tämä ei ole tutkielman varsinainen mielenkiinnon kohde.<sup>32</sup>

## **1.4 Lähteistä**

Tarkoituksena on avata lukijalla taloustieteen teorioita siinä määrin, että omien osakkeiden hankintamotiivit tulevat ymmärrettäviksi. Motiiveja koskevassa osiossa tuodaan melko laajasti esille ristiriitaisiakin tulkintoja kunkin motiivin olennaisuudesta ilmiön kannalta. Lisäksi taloustieteellisiä teorioita tarkastellaan, kun käsitellään mahdollisuuksia suojautua epäsuotuisilta vaikutuksilta, joita omien osakkeiden hankintaan on havaittu liittyvän. Viitattaessa taloustieteellisissä aikakauslehdissä julkaistuihin artikkeleihin ja työpapereihin, ei viitata sivuun, vaan artikkeliin kokonaisuudessaan. Tämä on vallitseva tapa taloustieteissä.<sup>33</sup> Usein artikkelit ovat sivumäärältään varsin suppeita ja sisältävät mallin matemaattisen perustelun.

---

<sup>31</sup> Korkeampi tuottovaade, eli suurempi pääomanpalautusvaatimus, vaikuttaa osakkeen arvoon negatiivisesti.

<sup>32</sup> Timonen 2000, s. 55–59 perustelee oikeusvertailun tekemättä jättämistä. Timosen tutkimus sisältää kuitenkin eri järjestelmien vertailua.

<sup>33</sup> Timonen 2000, s. 45: sama viittaustapa viitattaessa taloudellisiin tutkimusraportteihin.

Suomessa on julkaistu lukuisia oikeustaloustieteellisiä yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeutta koskevia tutkimuksia. Niistä tutkielman kannalta mielenkiintoisimpia ovat Kaisanlahden, Timosen ja Vahteran väitöskirjat.



## 2 OMIEN OSAKKEIDEN OSTOMOTIIVIT

Tutkielman seuraava osio perustuu lähinnä yhdysvaltalaisien yritysrahoitusta sekä taloustieteitä käsittelevien tieteellisten aikakauslehtien artikkeleihin. Niissä pohjaoletuksena on lähes poikkeuksetta neoklassinen täydellisten markkinoiden hypoteesiin perustuva tarkastelutapa. Toisaalta useat artikkelit sisältävät myös empiirisiä tutkimuksia arvopaperimarkkinoihin liittyen. Osion tarkoituksena on auttaa hahmottamaan taloudellinen toimintaympäristö ja esittää perusteita, miksi pörssinoteeratut osakeyhtiöt ovat ylipäätään hankkineet omia osakkeitaan.

### 2.1 Alihinnoittelusta signalointi

80-luvulla tehdyssä tutkimuksessa havaittiin, että omien osakkeiden hankintailmoitus sai aikaan jopa 15–20 prosentin osakkeen arvon nousun<sup>34</sup>. Myös vuonna 2000 tehty tutkimus osoittaa omien osakkeiden ostoilmoituksen aiheuttavan epänormaalin suuria tuottoja (*abnormal returns*) pitkällä aikavälillä<sup>35</sup>.

Osakeyhtiön hallituksen hakiessa yhtiökokoukselta omien osakkeiden hankintavaltuutusta, se ei vielä sitoudu mihinkään. Tämä onkin yritysjohdon kannalta helppo ja "ilmainen" tapa yrittää vaikuttaa osakkeen arvoon positiivisesti. Toisaalta pelkkä omien osakkeiden hankintailmoituksen tekeminen on nykyään varsin tavallista ja ammattimaiset sijoittajat, jotka analysoivat vastuuyritystensä toimintaa pitkällä aikavälillä – ja tosiasiaassa pääasiallisesti määrittävät osakkeen arvon<sup>36</sup> –, ottavat huomioon sen, ettei yrityksen johto välttämättä hanki omia osakkeita, vaikka se hakeekin tähän valtuutuksen yhtiökokoukselta. Hankintailmoituksesta on erityisen paljon hyötyä yrityksille, joiden osakkeella ei käydä paljon kauppaa<sup>37</sup>.

Tapauksessa, jossa yhtiö ostaa omia osakkeitaan, yhtiö signaloi yhtiön kannattavuudesta samoin kuin signaloidessaan osinkoja jakamalla: vain laadukas yhtiö voi jakaa osinkoja, koska sillä on osingonjaon edellyttämä määrä kassavaroja

---

<sup>34</sup> Vermaelen 1984 ja Baker, Powell ja Veit 2002.

<sup>35</sup> Dittmar 2000.

<sup>36</sup> Ammattimaisten sijoitusten absoluuttiset volyymit ovat moninkertaisia verrattuna yksittäisiin osakesäästäjiin.

<sup>37</sup> Bhattacharya, Utpal ja Dittmar 2001.

eikä se joudu osingonjaon jälkeen maksuvaikeuksiin. Huonossa taloudellisessa tilanteessa olevien yhtiöiden mahdollisuudet jakaa varoja osakkeenomistajille ovat heikommat. Signaalointiteorian mukaan varojenjakoa osakkaille erottaa jyvät akanoista.<sup>38</sup>

Koska kasvuyhtiöiden arvostus perustuu tulevaisuuden investointimahdollisuuksiin, omien osakkeiden hankinta saattaa merkitä kasvuyhtiön maineen menettämistä. Tämä taas voi merkitä osakkeen kasvuyrityksen arvon laskua, kun pitkällä sijoitusperspektiivillä yhtiöön sijoittaneet osakkeenomistajat myyvät osakkeensa. Tyypillisimpiä kasvuyhtiöitä ovat korkean teknologian yhtiöt, joilla on usein monia potentiaalisia positiivisen nettohyötyarvon investointikohteita<sup>39</sup>. Näiden yhtiöiden tulee investoida voimakkaasti säilyttääkseen statuksensa korkean kasvupotentiaalin yhtiönä.<sup>40</sup> Toisekseen, varat eivät usein riittäisikään pääomanpalautuksiin omistajille.

Yleisemminkin, eli myös muiden kuin kasvuyritysten tapauksessa, markkinat saattavat tulkita omien osakkeiden hankinnan yhtiön kannattavien investointikohteiden puutteeksi, minkä markkinat voivat nähdä yhtiön osakkeen arvon kannalta negatiivisena informaationa<sup>41</sup>. Jos yritysjohto myy omistamiaan osakkeita hankkivalle pörssiyhtiölle, on tällä havaittu olevan negatiivinen vaikutus osakkeen arvoon<sup>42</sup>. Markkinoiden reaktio on ymmärrettävä, ja viittaisi markkinoiden hinnoittelemaan osakkeet rationaalisesti: mikäli yritysjohto ei usko johtamaansa yritykseen, kenen pitäisi?

---

<sup>38</sup> Niskanen 2002, luennot.

<sup>39</sup> Taloustieteissä nettohyötyarvolaskelmalla arvioidaan investoinnin kannattavuutta. Mikäli nettohyötyarvo on positiivinen, sen oletetaan olevan, riskit huomioiden, kannattava. Mikäli vaihtoehtoisia sijoituskohteita on monia, tulisi valita suurimman nettohyötyarvon saava investointikohte.

<sup>40</sup> Barth ja Kasznik 1999.

<sup>41</sup> Dielman, Nantell ja Wright 1980.

<sup>42</sup> Lakonishok ja Vermaelen 1990.

## 2.2 Pääomarakenteen muuttaminen

Pörssiyhtiön omien osakkeiden hankintaa seuraavan osakkeen arvon nousua on pyritty selittämään myös pääoman alentuneella tuottovaatimuksella. Pääomarakenteen merkitystä pörssiyhtiön osakkeen arvoon on tutkittu jo lähes viisi vuosikymmentä. Keskustelu aiheesta alkoi, kun Franco Modigliani ja Merton Miller esittivät pääomarakenne-teorian (*Capital Structure Irrelevance Theory*), jonka mukaan yrityksen rahoitusrakenteella ei olisi mitään vaikutusta yrityksen osakkeen arvoon<sup>43</sup>.

Kuitenkin pääoman keskimääräisen kustannuksen voidaan osoittaa laskevan (*WACC=Weighted Average Cost of Capital*) yrityksen velkaisuusasteen kasvaessa, sillä vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen tuottovaatimus on pienempi kuin oman pääoman ehtoisen rahoituksen tuottovaatimus<sup>44</sup>. Lisäksi vieraaseen pääomaan liittyy verohyöty, koska yrityksen maksamat korot vähentävät sen verotettavaa tulosta. Toisaalta, sekä oman että vieraan pääoman ehtoiset rahoittajat nostavat tuottovaatimustaan, kun yrityksen konkurssiriski kasvaa yhtiön ylivelkaantuessa. Konkurssiriski kasvaa dramaattisesti, kun yhtiön velkaisuus suhteessa sen kykyyn tuottaa kassavirtaa nousee liian suureksi.

Neoklassiseen talousteoriaan perustuvan täydellisten markkinoiden hypoteesin oletuksiin kuuluu muun muassa konkurssiriskin totaalinen puuttuminen. Olosuhteissa, joissa yhtiötä verotetaan, muttei konkurssiriskiä ole, olisi osakeyhtiön optimaalinen rahoitusrakenne seuraava: 0 prosenttia omaa pääomaa ja 100 prosenttia vierasta pääomaa. Kun huomioon otetaan myös konkurssiriski, optimaalinen vieraan pääoman osuus on jossain 0 ja 100 prosentin välillä.<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> Megginson 1997 (s. 305–306). Alun perin Modigliani ja Miller 1958. Huomattava, että taustalla on oletus täydellisistä rahoitusmarkkinoista.

<sup>44</sup> Maksukyvyttömyystilanteessa omalle pääomalle ei voida maksaa suoritusta, elleivät velkojat saa täyttä suoritusta pääomalle, koroille ja mahdolliselle viivästyskorolle. Tästä syystä osakesijoittajat vaativat suuremman tuoton, kuin velkarahoittajat.

<sup>45</sup> Niskanen ja Niskanen 2000, s. 284–290.

Osakkeen omistajat ovat riskirahoittajia, sillä heidän sijoitukselleen saama tuotto perustuu liikevaihdosta vähennettävien kaikkien liiketoiminnasta aiheutuvien kulujen jälkeiseen residuaaliin, kun taas velkarahoittajat saavat sijoittamalleen pääomalle kiinteän koron. Osakkeenomistajat haluavat sijoitukselleen korkeamman tuottovaatimuksen, sillä heidän kantamansa tuoton täytyy korreloida riskin kanssa. Mikäli riski on liian suuri, eikä korreloi tuottovaatimuksen kanssa, rationaalisesti käyttäytyvä sijoittaja realisoi omistuksensa. Elleivät osakesijoittajat saisi korkeampaa tuottoa kuin velkojat, kaikki sijoitukset kohdentuisivat riskittöminä pidettyihin vakavaraisten valtioiden liikkeelle laskemiin obligaatioihin.<sup>46</sup>

Megginsonin mukaan useat tutkimukset osoittavat sijoittajien pitävän yhtiön ilmoitusta korvata osakepääomaa velalla hyvänä uutisena ja pörssiyhtiön osakkeen markkina-arvo kasvaa tiedon tullessa markkinoille. Vastaavasti velan korvaamisen osakepääomalla on havaittu laskevan yrityksen markkina-arvoa.<sup>47</sup>

Jos yrityksellä on paljon kassavaroja tai likvidejä arvopapereita, sen pääomarakenne ei todennäköisesti ole optimaalinen<sup>48</sup>. Tämä johtuu siitä, että yrityksen kassassa pitämille likvideille varoille maksetaan vain marginaalista tuottoa. Itse asiassa, jos yritys sijoittaisi ylimääräiset kassavaransa esimerkiksi Saksan keskuspankin joukkovelkakirjoihin, sen tuotto jäisi negatiiviseksi<sup>49</sup>.

Mikäli yhtiön johto aikoo muokata yhtiön pääomarakennetta, sen kannattaa hankkia omia osakkeita velkapääomalla ja hankinnan jälkeen kuolettaa osakkeet.<sup>50</sup> Näin meneteltäessä yritys samanaikaisesti velkaantuu sekä sen oman pääomanehtoinen varallisuus taseessa pienenee. Taserakenteen muutos on tässä

---

<sup>46</sup> Niskanen ja Niskanen 2000 (s. 288):  $WACC = r \times E/A + i \times (1-T) \times D/A$ , jossa  $r$  = oman pääoman tuottovaatimus,  $E$  = oman pääoman määrä,  $A$  = koko taseen loppusumma,  $D$  = velan määrä,  $i$  = vieraalle pääomalle maksettava korko ja  $T$  = yhtiöveroprosentti.

<sup>47</sup> Megginson 1997, s. 310–311.

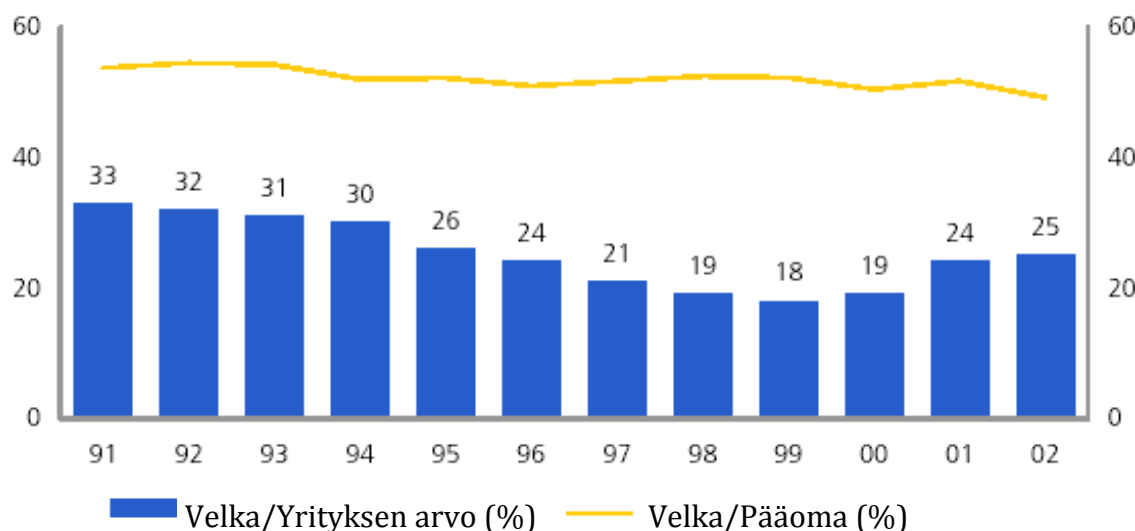
<sup>48</sup> Dittmar 2000.

<sup>49</sup> [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de).

<sup>50</sup> Baker, Powell ja Veit 2002.

tapauksessa suurempi kuin, jos se tekisi vain toisen rahoitusrakenteeseen vaikuttavista toimenpiteistä.

S&P 500 -yhtiöiden (koostuu korkean vaihdon kohteena olevista yrityksistä) velkaisuus ei kasvanut, vaikka omien osakkeiden hankinta yleistyi 2000-luvulle tultaessa voimakkaasti (kuvio 1)<sup>51</sup>. Yhtiöt eivät siis rahoittaneet omien osakkeiden hankintoja velalla.



Kuvio 1: yritysten velkaisuusaste ja velan suhde markkina-arvoon.<sup>52</sup>

Kun yhtiö velkaantuu, sen kiinteät korkokulut kasvavat. Kuten sanottu, vieraan pääoman ehtoiset rahoittajat vaativat kiinteän korvauksen myöntämälleen rahoitukselle, sillä ne eivät pääsääntöisesti voi kontrolloida (muttei niiden myöskään tarvitse kantaa kontrolliriskiä<sup>53</sup>) yrityksen liiketaloudellista päätöksentekoa. Rahoitusteoriassa käytetään termejä liiketaloudellinen vipuvaikutus (*operational leverage*) ja rahoituksellinen vipuvaikutus (*financial leverage*). Velkaan liittyvä vipuvaikutus toimii molempiin suuntiin: kun liiketoiminnan kassavirta on vahvaa, osakesijoittajat hyötyvät korkeasta velkaisuudesta, mutta kassavirran heikentyessä, yhtiö joutuu ongelmiin korkeiden kiinteiden rahoituskustannusten johdosta.

<sup>51</sup> Investopedia: Standard & Poor's -indeksiä käytetään laajalti mittapuuna yhdysvaltalaisien osakemarkkinoiden tilasta.

<sup>52</sup> Pettit 2004: alunperin FactSet, Compustat, Bloomberg.

<sup>53</sup> Lauriala 2001, lisää kontrolliriskistä.

On myös esitetty teoria, jonka mukaan vain ”parhailla” yhtiöillä olisi varaa velkaantua voimakkaasti ja sitä kautta ottaa tietoisesti lisäriskiä, kun huonommin johdetut yhtiöt eivät uskaltaisi ottaa lainaa, koska he pelkäävät korkeasta liiketoimintariskistä johtuvaa konkurssiriskiä<sup>54</sup>. Korkea liiketoiminta- ja rahoitusriski ovat huono yhdistelmä.

Yrityksen pääomarakenteen optimointi on haastavaa. Esimerkiksi yhtiön toimialan syklisyys vaikuttaa yrityksen pääomarakenteen suunnitteluun. Eri yritysten johtajien näkemys riskinotosta vaihtelee. Osakkeenomistajien, ja velkojien, kannalta on oleellista tietää, miten johto suhtautuu riskinottoon. Yhtiön optimaalisen pääomarakenteen suunnittelu on ongelma, jota pohtivat ainoastaan vakavaraistan yhtiöiden johtajat. Likviditeettiongelmien kanssa painiva yhtiö on usein menettänyt myös vakavaraisuutensa, joten todennäköisesti ongelmat liittyvät päivittäisten laskujen maksamiseen.

### ***2.3 Omien osakkeiden hankinta varallisuudenjakomuotona***

Täydellisten arvopaperimarkkinoiden maailmassa varojenjakotavalla ei ole merkitystä, sillä huomioon ei tarvitse ottaa verojen tai transaktiokulujen kaltaisia kitkatekijöitä. Luovuttaessa täydellisten arvopaperimarkkinoiden hypoteesista, havaitaan omien osakkeiden hankinnalla ja osingonjaolla olevan eroja, eikä siten voida enää puhua täydellisistä substituuteista. Eri varallisuudenjakomuotoja käytetään erilaisissa tilanteissa.

Sekä nuoret yhtiöt, joille on ominaista nopea myynnin kasvu, että vanhemmat ja suuremmat yhtiöt, jakavat nykyään yhä enenevässä määrin varojaan omia osakkeitaan hankkimalla. Suuremmat yhtiöt eivät ole vähentäneet osingonjakoaan vaan jaettavan osingon kasvattamisen sijaan ryhtyneet hankkimaan omia osakkeita ylimääräisillä kassavaroillaan. Osakkeenomistajille palautettujen varojen määrä on kokonaisuudessaan kasvanut, mutta omien osakkeiden jako on osittain korvannut osingonjaon. Se, ettei osakkeiden arvostustaso ole laskenut, viittaa omien osakkeiden hankinnan olevan varojenjakomuotona substituutti osingonjaolle.

---

<sup>54</sup> Megginson 1997, s. 315–316.

Grullon ja Michaelyn tutkimuksen mukaan laissa säädetyt rajoitukset ovat estäneet aggressiivisen omien osakkeiden hankinnan Yhdysvalloissa aina vuoteen 1982 asti. Muutokset lainsäädännössä koskivat alun perin nimenomaan sisäpiirilainsäädäntöä ja ajankohtaa, milloin hankinnat voi toteuttaa<sup>55</sup>. Tämä lienee syynä omien osakkeiden hankinnan yleistymiseen vasta kyseisen vuoden jälkeen.<sup>56</sup>

Sijoittajien on havaittu arvostavan yhtiöistä saatavaa tasaista kassavirtaa, joko omien osakkeiden hankinnan tai osingon muodossa. Jagannathanin ym. tutkimuksen mukaan, yhtiön ilmoittaessa omien osakkeiden hankinnasta, sijoittajat eivät tulkitse yhtiön lupautuvan vastaavantasoiseen varojenjakoön tulevaisuudessa. Omien osakkeiden hankintaan ei sisälly vastaavaa psykologista sitoutumista varojenjakoön myös jatkossa, minkä osingonjakopäätöksen on havaittu sisältävän<sup>57</sup>. Omien osakkeiden hankintaa käytetään, kun varallisuudenjako on tarkoitettu vain väliaikaiseksi, eikä tilikaudesta toiseen kestäväksi varallisuuden jaoksi.<sup>58</sup> Sijoittajat pettyvät, jos yhtiö joutuu leikkaamaan osinkojaan.

Yhtiön johdon kannalta voi olla järkevää jakaa tasaisena jatkuva osuus kassavirrasta osinkoina. Vastaavasti, jos yhtiön tulos on yllättävän suuri, eikä sillä ole kannattavaa investointikohdetta, yrityksen kannattaa jakaa kassavarat omia osakkeita hankkimalla tai lisäosinkojen muodossa (ks. kuvio 2). Yhtiöiden, joiden kassavirran volatilitteetti (reagointiherkkyys) on pieni, kannattaa jakaa suuri osa tuloistaan osinkojen muodossa<sup>59</sup>. Vastaavasti yhtiöiden, joiden kassavirta vaihtelee merkittävästi vuodesta toiseen, kannattaa jakaa osa varallisuudestaan omia osakkeitaan hankkimalla tai epäsäännöllisesti jaettavina lisäosinkoina<sup>60</sup>.

---

<sup>55</sup> <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/r10b18faq0504.htm>.

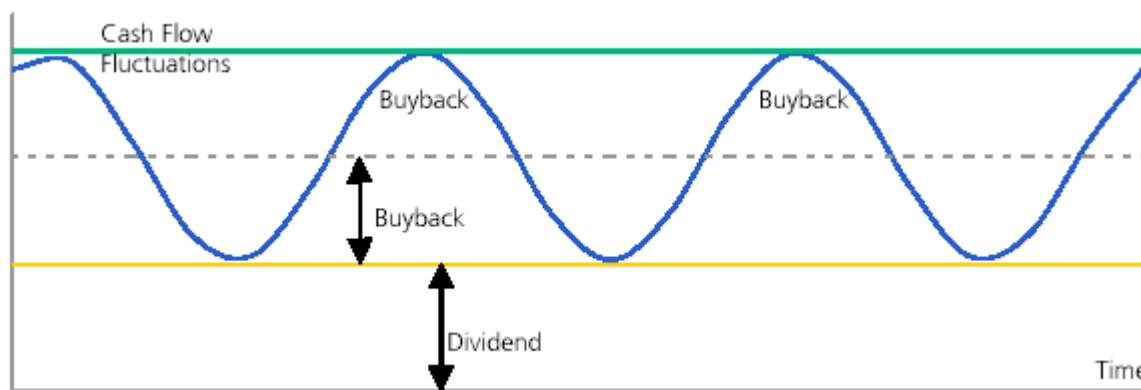
<sup>56</sup> Grullon ja Michaely 2000.

<sup>57</sup> Niskanen 2002, luennot: monilla yrityksillä on vuodesta toiseen jatkuva osingonjakopolitiikka, joka on sidottu esimerkiksi yrityksen tulokseen (tietty osuus tilikauden tuloksesta) tai tiettyyn euromäärään osaketta kohti.

<sup>58</sup> Jagannathan ym. 2000.

<sup>59</sup> Yhtiöt, joilla on suuret liiketoiminnan marginaalit, vähäiset velkojenhoitokulut ja jotka eivät investoi voimakkaasti.

<sup>60</sup> Pettit 2004.



— Kassavirta — Maksimi osingonjako

Kuvio 2: kassavirran säännöllisyyden vaikutus pääomanpalautukseen<sup>61</sup>.

Yhdysvaltalaiset teknologiayhtiöt eivät välttämättä maksa lainkaan osinkoa, vaan sen sijaan ostavat omia osakkeitaan, tukeakseen osakkeen arvonmuodostusta<sup>62</sup>. Teknologiayhtiöt mielletään usein yhtiöiksi, joiden kassavirta on volatilitteetiltaan suurempi kuin monien vakiintuneemmilla toimialoilla toimivien yhtiöiden kassavirta. Esimerkiksi ruuan vähittäiskauppaa harjoittavien yhtiöiden liiketoiminnan kehittymisen ennakointi on helpompaa.<sup>63</sup> Näin ollen teknologiayhtiöt haluavat välttyä sitoutumasta sijoittajien kiinteäksi mieltämiin osinkoihin. Voisikin olettaa, että omien osakkeiden hankinnan preferointi varallisuuden jakotapana johtuisi ainakin osittain halusta olla sitoutumatta tiettyyn tilikaudesta toiseen jatkuvaan osinkotasoon.

Yhdysvalloissa, sekä osingonjaon että omien osakkeiden hankinnan sisältävän, pääomanpalautusten osuus tilikauden tuloksesta (*pay out ratio*) on ollut viime vuosikymmenien aikana keskimäärin 26–28 prosentin luokkaa. Osinkojen osuus on kuitenkin ollut trendiltään laskeva. Vuodesta 1974 vuoteen 1998 omien osakkeiden hankintojen osuus on noussut 3,7 prosentista 13,6 prosenttiin, samalla kun osinkojen osuus on laskenut 22,3 prosentista 13,8 prosenttiin. Vuonna 1973 omia osakkeitaan hankkivien yritysten osuus oli 27 prosenttia, mutta vuonna 1998

<sup>61</sup> Pettit 2004: alun perin UBS Warburg Illustrative Analysis.

<sup>62</sup> Savon Sanomat 4.1.2007. Samoin De Angelo ym. 2009.

<sup>63</sup> Ruoan kysynnän vaihtelu yli suhdanteiden on oletettavasti pienempää kuin korkeariskisten teknologiayhtiöiden palvelujen kysynnän vaihtelu.



jo 81 prosenttia. Baker ym. tekivät myös havainnon, että nuoremmat yritykset ovat kasvattaneet enemmän omien osakkeiden hankintojen osuutta kokonaispääomanpalautuksesta.<sup>64</sup>

Osalle osakkeenomistajista omien osakkeiden hankinta on verotussyistä johtuen osinkoja edullisempaa. Toisaalta yhtiön hankkiessa omia osakkeitaan, osakkeenomistajalla on mahdollisuus, omien preferenssiensä mukaisesti, valita haluaako hän säilyttää omistuksensa yhtiössä, vai ottaa osan tai koko sijoituksensa ulos yhtiöstä.<sup>65</sup> Mikäli osinkoa saava omistaja haluaa sijoittaa rahansa uudelleen yhtiöön, hän joutuu maksamaan transaktiokustannuksia, kärsii mahdollisesta osakkeen arvon noususta lankeavan veron maksuvelvollisuudesta sekä joutuu kantamaan riskiä mahdollisesta osakkeen hinnan muutoksesta osinkojen lunastamisen ja osakkeiden uudelleen hankinnan välillä. Omien osakkeiden hankintapäätöstä tehdessään, yhtiöjohdon tulisi kuitenkin ottaa huomioon altistuminen epäsuotuisalle valinnalle (*adverse selection*). Toisin sanoen: omistajat joilla on parempaa informaatiota, myyvät ylihinnoitelluiksi arvioimansa osakkeet yhtiölle, kun taas kieltäytyvät alihinnoiteltujen osakkeiden myynnistä. Taustaoletuksena on omien osakkeiden hankinta vallitsevaan markkinahintaan. Bakerin ym. mukaan, myös Brennan ja Thakor (1990) päätyvät samansuuntaiseen lopputulemaan, eli ei-informoidut osakkeenomistajat suosivat osinkoja ja informoidut omien osakkeiden hankintaa tapana jakaa yhtiön vapaita kassavaroja<sup>66</sup>. Yhtiön ilmoittaessa omien osakkeiden hankinnasta, osakkeenomistajan tulee käyttää omaa harkintaansa. Osingonjakoesitystä tehtäessä vastuu on yhtiön rahoitusjohdolla ja hallituksella, jotka tekevät päätöksen parhaaseen saatavilla olevaan tietoon nojaten.

Bray ym. haastattelivat tutkimustaan varten 384 rahoitusjohtajaa. He selvittivät syitä omien osakkeiden hankintapäätösten ja osingonjakopäätösten takana. Heidän tutkimuksensa osoitti, että osingonjakopäätös liittyy kiinteästi investointimahdollisuuksiin. Vuonna 1956 julkaistussa artikkelissa Lintner osoitti,

---

<sup>64</sup> Baker ym. 2002.

<sup>65</sup> Arvopaperi, joulukuu 2005.

<sup>66</sup> Baker ym. 2002.

että osingonjakopäätös riippuu yhtiön tuloksentekokyvystä ja ennen kaikkea sen tasaisuudesta. Kuitenkin 50 vuotta myöhemmin osinkojen ja tuottojen välinen korrelaatio on heikentynyt. Nykyisin monien yhtiöiden johtajat suosivat omien osakkeiden hankintaa, koska tämä varojenjakotapa antaa yhtiöjohdolle enemmän joustavuutta seuraavilla tilikausilla. Myös osakekohtaisen tuloksen (*earnings per share* -tunnusluku) säätelyllä<sup>67</sup> ja mahdollisuudella yrittää ajoittaa ostot optimaalisesti osakekurssin vaihtelun mukaan on nähty merkittävä vaikutus suosion kasvulle. Haastateltujen mielestä institutionaaliset sijoittajat näkevät valinnan omien osakkeiden hankinnan ja osingonjaon välillä merkityksettömänä, koska valitulla varojenjakomenetelmällä ei heidän mukaansa ole niin sanottua *cliente*-vaikutusta. Myös verotusnäkökulmaa pidettiin jokseenkin merkittävänä valinnan kannalta.<sup>68</sup>

#### **2.4 Laimennusvaikutuksen kumoaminen sekä osakkeiden hankinta uudelleen luovutettavaksi**

Laimennusvaikutus tarkoittaa osakeantien seurauksena kasvaneesta ulkona olevien osakkeiden määrästä johtuvaa vanhojen osakkeenomistajien määräsvallan ja suhteellisen omistusosuuden pienenemistä<sup>69</sup>. Ulkona olevien osakkeiden määrä voi kasvaa esimerkiksi johdon optio-ohjelmien tai työntekijöiden kannustuspalkkausjärjestelmien seurauksena.

Omien osakkeiden hankintaan laimennusvaikutuksen kumoamiseksi viittaa muun muassa Nokian maltillinen osakkeidensa hankinta samaan aikaan, kun sen johdon optio-ohjelmat jäivät tavoitteesta, eli johtajat eivät merkinneet uusia osakkeita ohjelmien mahdollistamassa laajuudessa.<sup>70</sup>

---

<sup>67</sup> Sijoittajat arvioivat osakkeiden performanssia monien tunnuslukujen perusteella. *Earnings Per Share* lienee yksi suosituimmista. Katso tutkielman sivu 25.

<sup>68</sup> Brav, Graham, Harvey ja Michaely 2004. *Clientele*-vaikutus, tarkoittaa sijoittajien päätymistä sijoittamaan tiettyihin sijoituskohteisiin ja toisten toisiin; tässä tapauksessa sijoituskohteen eli pörssiyhtiön osakkeen ominaisuutena on varojenjakomuoto.

<sup>69</sup> Niskanen 2002, luennot.

<sup>70</sup> Savon Sanomat, 4.1.2007.

Hull on määritellyt johdon option seuraavasti: Johdon optio tarkoittaa osto-optiota, joka oikeuttaa ostamaan option liikkeelle laskeneen yhtiön osakkeita ennalta määriteltyyn hintaan. Hinta on sidottu osakkeen hintaan optiot liikkeelle laskettaessa. Optiot eivät ole eteenpäin luovutettavissa, eli niille ei ole jälkimarkkinoita. Optioiden liikkeellelaskun motiivina on saada yritysjohto toimimaan yrityksen intressien mukaisesti<sup>71</sup>. Ennalta määrätyn ajan jälkeen ne oikeuttavat osakkeiden lunastukseen yritykseltä. Johdon optiot oikeuttavat yleensä osakkeiden hankintaan vielä 10 tai 15 vuoden jälkeenkin, eli sopimukset ovat huomattavan pitkäikäisiä. Mikäli johtajat päättävät käyttää optioita, liikkeellä olevien osakkeiden määrä kasvaa.<sup>72</sup>

Kahlen mukaan signalointi yrityksen osakkeen aliarvostuksesta sekä kassavarojen jako agenttikustannusten pienentämiseksi eivät riitä selittämään valtavaa omien osakkeiden hankintabuumia 90-luvulla. Syy kasvaneille hankinnoille on optio-ohjelmien yleistyminen yritysjohton ja muiden työntekijöiden kompensatiokeinona.<sup>73</sup>

Monilla yhtiöillä on työntekijöitä varten perustettu rahasto, joka omistaa myös yhtiön omia osakkeita. Tämä voi olla yksi yhtiön motiiveista ryhtyä hankkimaan omia osakkeita. Yhtiön tulokseen sidottujen kompensatio-ohjelmien kautta työntekijät kantavat yhtiöön kohdistuvaa riskiä ja ovat tällöin myös halukkaampia panostamaan enemmän yhtiön tavoitteiden saavuttamiseen.<sup>74 75</sup>

On huomattava, ettei ulkona olevien osakkeiden määrällä ole suoraa vaikutusta yhtiön kannattavuuteen taikka kassavirtaan. Osakeyhtiön hankkiessa omia osakkeita, motiivina saattaa olla heikentyneen osakekohtaisen tuoton

---

<sup>71</sup> Kyse on toisin sanoen agenttiongelman kontrolloinnista, johdon ja osakeyhtiön intressien samastuessa.

<sup>72</sup> Hull 1999, s. 165.

<sup>73</sup> Kahle 2002.

<sup>74</sup> Riskin käsite tulee ymmärtää myös mahdollisuutena päästä hyötymään yhtiön osakkeen positiivisesta kurssikehityksestä. Taloustieteessä riskillä useimmiten tarkoitetaan poikkeamaa tuotto-odotuksesta tai finanssialan jargonin mukaisesti volatilitteettia.

<sup>75</sup> Scholes 1991.

parantaminen<sup>76</sup>. Joissakin tutkimuksissa osakekohtaisella tuotolla on havaittu olevan osakkeen arvostuksen kannalta jopa enemmän merkitystä kuin yrityksen absoluuttisella kannattavuudella. Yritysjohdajat uskovat sijoittajien ja analyytikkojen kiinnittävän huomiota P/E-lukuun (*price to earnings*), EPS-lukuun (*earnings per share*) ja muihin tunnuslukuihin.<sup>77 78</sup>

Päinvastoin kuin Baker ym., Hribar, Jenkins ja Johnson osoittivat, että yritysjohton pyrkimys parantaa EPS-tunnuslukua omia osakkeita hankkimalla, ei jää analyytikoilta huomaamatta. Mikäli johto pysyy osakekohtaisessa tulostavoitteessaan, arvostavat markkinat tämän huomattavasti korkeammalle kuin tapauksessa, jossa osakekohtaista tunnuslukua on parannettu omia osakkeita hankkimalla. Bakerin ym. tutkimus antaa viitteitä markkinoiden tehottomuudesta ja sijoittajien irrationaalisuudesta, kun taas Hribarin ym. tutkimuksen perusteella voidaan markkinoiden olettaa toimivan tehokkaasti ja sijoittajien rationaalisesti.<sup>79</sup>

Kauppalehden mukaan omien osakkeiden hankinnasta voi olla hyötyä osakkeenomistajalle, mutta vain välillisesti, jos osakkeen kurssi nousee. Syynä omien osakkeiden hankintaan ryhtymiselle saattaa kuitenkin olla osakekohtaisen tuloksen paranemisen vaikutus yritysjohton varallisuusasemaan. Toimittaja nostaa esille pörssiyhtiö Kemiran, *jonka johdon optioiden merkintäajan alkamiseen vaikuttaa oleellisesti se, miten hyvin osakekohtainen tulos on kehittynyt*. Kemira hankki omia osakkeitaan seitsemällä miljoonalla eurolla vuonna 2002.<sup>80</sup>

Osakekohtaisen tuloksen parantumisella on positiivinen vaikutus yrityksen osakkeenomistajan saamaan epänormaaliin tuottoon (poikkeama päivittäisestä osakkeen arvon vaihtelusta) sekä ilmoitushetkellä että sitä seuraavina 18 kuukautena. Lisäksi, mitä suurempi osa yrityksen omistajakunnasta on ei-

---

<sup>76</sup> Jos osakekohtainen tuotto -tunnusluvun nimittäjä pienenee, tunnusluku paranee. Tunnuslukua laskettaessa ei huomioida yhtiön hallussa olevia osakkeita.

<sup>77</sup> P/E = Osakkeen markkinahinnan suhde tilikauden tulokseen ja EPS = Osakekohtainen tulos.

<sup>78</sup> Baker, Powell ja Veit 2002, Kahle 2002

<sup>79</sup> Hribar, Jenkins ja Johnson 2004

<sup>80</sup> Kauppalehti, 27.4.2003. Kemiran tapauksessa, ostoja ei voinut perustella ainakaan suurella ulkomaisella omistuksella, sillä yhtiö oli 95 prosenttisesti kotimaisessa omistuksessa.

sofistikoituneita (irrationaalisesti käyttäytyviä) sijoittajia, jotka eivät ota huomioon osakkeiden määrän pienenemisen vaikutusta tunnuslukuun vaikuttavana tekijänä, sitä voimakkaampi vaikutus on.<sup>81</sup>

Voidakseen antaa osakkeita optio-oikeuksien omistajille, yhtiö tarvitsee osakkeita. Koska yritysjohto ei halua laimentaa omaa omistustaan ja päätösvaltaansa yhtiökokouksessa, se hankkii mieluummin osakkeita markkinoilta kuin laskee uusia osakkeita liikkeelle osakeannilla. Lisäksi yrityksellä voi olla määritelty optimaalinen rahoitusrakenne (vieraan ja oman pääoman tavoiteltu suhde), joka muuttuisi laskettaessa uusia osakkeita liikkeelle.<sup>82 83</sup>

Omien osakkeiden hankinta on yleistynyt samanaikaisesti optio-ohjelmien yleistymisen kanssa. Vuosien 1994 ja 1998 välillä S&P 500 -yhtiöiden optio-ohjelmien arvo kasvoi 40 prosenttia. Weisbennerin mukaan samanaikaisen yleistymisen pääasiallisena syynä on useiden yhtiöiden osakekohtaisen tuloksen heikkeneminen. Lisäksi, osinkoja jaettaessa osakkeen kurssi laskee noin irtoavan osingon määrällä, kun taas omia osakkeita ostettaessa osakkeen kurssi ei laske. Useimpien yhtiöiden optio-ohjelmat eivät ota huomioon osingonjaon aiheuttamaa kurssilaskua<sup>84</sup>. Tästä syystä yhtiön johdolla on intressi preferoida omien osakkeiden hankintaa osingonjakoon, kun se päättää jakaa yhtiön varallisuutta omistajille. Tämän lisäksi, signalointiteorian mukaan osakkeiden arvo nousee, kun yhtiö hankkii osakkeita.

Pörssiyhtiöt hankkivat omia osakkeita erityisen usein silloin, kun niiden työntekijöillä ja/tai johdolla on paljon käyttämättömiä optioita suhteessa yhtiöiden ulkona olevien osakkeiden määrään. Tämä pätee myös tilanteeseen, jossa yrityksen henkilöstö on ostanut runsaasti yhtiön osakkeita optiojärjestelyjen kautta. Johdon optiot vaikuttavat hankintapäätökseen, mutta hankittavien omien osakkeiden osuus ulkona olevien osakkeiden määrästä on riippuvainen ainoastaan optioiden

---

<sup>81</sup> Kahle 2002.

<sup>82</sup> Weisbenner 2000.

<sup>83</sup> Tutkielmassa käytiin luvussa 2.2 läpi optimaalisen rahoitusrakenteen ympärillä käytyä keskustelua.

<sup>84</sup> Johdon omistamien osto-optioiden arvo laskee osingon irtoamisen seurauksena. Niskanen 2002, luennot.

kokonaismäärästä. Yhtiöiden optio-ohjelmien osakemääräisen koon on havaittu korreloivan positiivisesti omien osakkeiden hankintamäärien kanssa. Vastaavasti, johdon optio-ohjelmien käyttö on negatiivisessa riippuvuussuhteessa osingonjakopäätöksen kanssa.<sup>85</sup>

Kun rationaalinen toimija pyrkii maksimoimaan hyötynsä – tässä tapauksessa taloudellisen tuottonsa –, hän pyrkii ostamaan arvopaperin mahdollisimman edulliseen hintaan ja myymään mahdollisimman kalliilla. Sovellettaessa ajatusta omien osakkeiden ostoon, voidaan ajatella osakeyhtiön voiton maksimoinnin kannalta olevan järkevintä ostaa osakkeita pörssikurssien ollessa matalalla tasolla ja osakekurssin kehittyttyä suotuisasti realisoimaan osakkeen arvon nousu myymällä osakeomistus. Kuitenkin Weisbennerin mukaan omien osakkeiden hankintavolyymit kasvoivat 1990-luvun puolivälissä, vaikka elettiin voimakasta taloudellista nousukautta, jonka seurauksena myös pörssiyhtiöiden osakkeiden arvostustaso yleisesti kohosi. Havainto on ristiriidassa alihinnoittelusta signaalointi-motiivin kanssa.<sup>86</sup> Vastaavasti havainto tukee motiivia, jonka mukaan omien osakkeiden hankinta olisi yleistynyt yritysjohdon optio-ohjelmien yleistymisestä johtuen.

Hankitut omat osakkeet ovat käyttökelpoinen maksuväline yrityskaupoissa. Vaihtoehtona olisi suunnatun annin järjestäminen niin, että vastaanottava yhtiö ostaa liikkeelle lasketut osakkeet. Näin meneteltäessä kuitenkin aiheutuu huomattavia ylimääräisiä transaktiokustannuksia. Toisaalta ostamalla omia osakkeita matalaan hintaan ja myymällä kalliimmalla yhtiö voi hankkia kassavirtaa yrityskauppoihin, kuten Kone teki vuonna 2004.<sup>87</sup>

Jää nähtäväksi, miten vuoden 2006 osakeyhtiölain uudistuksen seurauksena mahdolliseksi tullut omien osakkeiden merkintä maksuttomassa osakeannissa tulee vaikuttamaan omien osakkeiden ostoihin. Sen, että pörssiyhtiö voi tällä tavoin saada haltuunsa osakkeitaan, voisi kuvitella vähentävän yhtiöiden halukkuutta

---

<sup>85</sup> Kahle 2002.

<sup>86</sup> Weisbenner 2000.

<sup>87</sup> Kauppalehti 27.4.2003.

ostaa omia osakkeita markkinoilta. Pörssiyhtiö ei kuitenkaan saa pitää, maksuttoman osakeannin seurauksena, hallussaan enempää kuin kymmenen prosenttia kaikista osakkeistaan (OYL 9:20)

## 2.5 Suojautuminen yritysvaltauksilta

Mikäli yrityksellä on suuri osa omaisuudestaan arvopapereissa, jotka ovat helposti muutettavissa käteiseksi tai likvideinä varoina, se saattaa todennäköisemmin joutua yritysvaltauksen kohteeksi. Syy tähän on ilmeinen: hankittavan yrityksen likvidejä varoja voidaan käyttää hankkivan yhtiön velkojen maksuun.<sup>88</sup> Usein yrityskauppojen rahoituksesta huomattava osa on velkarahaa. Valtaajan tavoitteena saattaa olla myydä yrityksen omistukset osina yrityksen liiketoiminnan kehittämisen sijaan. Mahdollista voi myös olla, että valtaaja myy osan vallatusta yhtiöstä ja pitää osat, jotka se voi helposti yhdistää liiketoimintaansa. Taustajatuksena valtauksen ryhdyttäessä usein ovatkin pyrkimykset mittakaavaetujen (*economies of scale*) saavuttamiseen.

Vaikuttaisi siltä, että ajanjaksoina, jolloin yritysvaltausfrekvenssi on korkea, myös omien osakkeiden hankinta yleistyy. Yhtiö voi puolustautua yrityskaappaukselta hankkimalla omia osakkeitaan. Kaikki osakkeenomistajat eivät ole halukkaita myymään osakkeitaan samaan hintaan ja yhtiö ostaa ensin edullisimmat tarjolla olevat osakkeet. Tarjolla olevista osakkeista edullisimmat tulevat yrityksen haltuun ja mahdollista yrityskaappausta harkitsevien tahojen insentiivi yrittää yrityskaappausta laskee. Kaappaaja joutuisi maksamaan kontrolliosuudesta enemmän, kun markkinoilla on tarjolla vain kalliimpia osakkeita.<sup>89</sup> Sinhan mukaan, hankittaessa osakkeita kaikilta osakkeen omistajilta, omistajat, joille osakkeiden

---

<sup>88</sup> Scholes 1991.

<sup>89</sup> Dittmar 2000. Yritysvaltauksella saavutettavat edut saattavat tässä tapauksessa alittaa mittakaavaeduista (ym. muista hyödyistä, joista lisää myöhemmin) saatavat edut, jolloin yritysvaltauksen nettonykyarvo on negatiivinen. Taloustieteissä nettonykyarvo on vallitseva mittaustapa arvioitaessa investoinnin kannattavuutta; arvon ollessa positiivinen, investointi tulisi hyväksyä, mikäli nettonykyarvo on negatiivinen, se tulisi hylätä. Mikäli tarjolla on useampia sijoituskohteita, tulisi valita sijoitus, josta sijoittaja saa absoluuttisesti mitattuna suurimman tuoton. Niskanen ja Niskanen 2000 (s. 116): Nettonykyarvon kaava:  $PV = FV / (1 + r)^n$ , missä  $FV$  = päätearvo eli sijoituksen arvo jakson lopussa,  $PV$  = nykyarvo,  $r$  = diskonttauskorro (= tuottovaatimus),  $n$  = sijoitusperiodien lukumäärä.

myynti on verotuksellisesti kannattavampaa, ovat halukkaampia luopumaan omistuksestaan, kuin omistajat joille myynti on verotuksellisesti kannattamattomampaa. Hän havaitsi, että yritysten velkaantuneisuusaste nousi keskimäärin yritysvaltausten yleistyessä. Tämä tukee väitettä siitä, että yritysjohto käyttää velkarahoitusta yrityskaappaukselta välttyäkseen.<sup>90</sup>

Yllä olevassa tapauksessa on oletettu, ettei verotus ole "neutraalia", eli kaikilla yhtiön omistajille samanlaista, osakkeiden yhtiölle myynnin ja myymiseltä pidättäytymisen tapauksissa. Veronäkökulmalla on epäilemättä vaikutuksensa omien osakkeiden hankintaa ajateltaessa. Aihetta käsitellään enemmän seuraavassa luvussa.

Kun johto havaitsee jonkun pyrkivän hankkimaan suuren määrän yhtiön osakkeita, ja mahdollisesti pyrkivän tekemään yrityskaappauksen, se voi yrittää estää yrityskaappauksen tarjoutumalla ostamaan yrityskaappausta yrittävän sijoittajan tai sijoittajakunnan osakkeet markkinoiden noteerausta korkeampaan hintaan<sup>91</sup>. Markkinahinnan ylittävää osuutta kutsutaan *greenmail*-preemioksi.<sup>92</sup> Suomessa kaupat tulee kuitenkin toteuttaa pörssikauppoina markkinahintaan<sup>93</sup>.

Pörssiyhtiö ei välttämättä ole aloitteen tekevä osapuoli, kun yhtiö hankkii osakkeita. Osakkeet omistava taho voi ottaa yhteyttä yhtiöön ja tarjoutua myymään osakkeensa yhtiölle. Myyjälle voi olla edullisempaa myydä osakkeensa yhtiölle, verrattuna avoimilla markkinoilla myyntiin, varsinkin tapauksissa, joissa osakkeella käydään kauppaa vähänlaisesti, eli osakkeen likviditeetti on heikko. Tietenkin, myös yllä mainittu preemio voi olla houkutin tarjota osakepottia osakkeet liikkeelle laskeneelle yhtiölle. Bradleyn ja Wakemanin artikkelin mukaan

---

<sup>90</sup> Sinha 1991.

<sup>91</sup> Vaihtoehtoisesti sijoittajalla tai sijoittajaryhmällä voi olla tavoitteena niin sanottu "nurkanvaltaus", jossa pyrkimyksenä on hankkia yhtiön osakkeista riittävän suuri osuus, joka antaa ostajalle mahdollisuuden saavuttaa riittävän suuri osuus yhtiökokouksessa edustetuista osakkeista esim. hallituksen vaihtamiseen. Luonnollisesti "nurkanvaltaaja" voi vaatia omistamistaan osakkeista huomattavasti markkinahinnan ylittävän preemion. Katso Timonen 1997, jossa "valtamarkkinoita" käsitelty hyvin perusteellisesti.

<sup>92</sup> Manry ja Nathan 1999.

<sup>93</sup> Mähönen ja Villa 2006, s. 501.



motiivit omien osakkeiden hankkimiseen markkinoiden ulkopuolelta poikkeavat avoimilta markkinoilta tehtyjen hankintojen motiiveista. Usein motiivina on juuri yritysvaltaukselta suojautuminen. Hankittaessa osakkeita markkinoiden ulkopuolelta, kurssireaktion on aiemmissa tutkimuksissa havaittu olevan negatiivinen, toisin kuin avoimilta markkinoilta osakkeita hankittaessa.<sup>94</sup>

Pörssiyrityksen johto on usein valmis maksamaan *greenmail*-preemion vaikka johtajat usein omistavatkin yhtiön osakkeita. Johdon kannalta on edullista välttää yrityskaappaukselta, koska yrityskaappausten jälkeen yhtiön johto hyvin usein vaihdetaan. Peyr ja Vermaelen havaitsivat 737 sopimuskauppana omia osakkeitaan hankkinutta yhtiötä käsittäneessä tutkimuksessaan, että pitkällä aikavälillä yhtiöihin sijoittaneet sijoittajat saivat 16 % epänormaalin tuoton sijoitukselleen. Tämä vastaa suurin piirtein myyjälle keskimäärin maksettua 18 % *greenmail*-preemiota. Näin ollen tutkimuksen käsittävien yritysten johto ei maksanut ylihintaa hankkimistaan osakkeista.<sup>95</sup>

Vuonna 1994 julkaistussa artikkelissa Persons mainitsee yrityskaappaukselta välttymisen, alihinnoittelusta signaloinnin ohella, tärkeimpänä motiivina omien osakkeiden hankinnalle. 90-luvun puoliväliä on yleisesti pidetty yrityskauppojen kulta-aikana.<sup>96</sup>

## **2.6 Omien osakkeiden ostaminen verotussyistä**

Kun pörssiyrityksen johto pyrkii maksimoimaan osakkeen arvon, sen tulee ottaa huomioon myös osakkeenomistajien verotus. Jagannathanin ym. artikkelin mukaan Yhdysvalloissa sijoittajien myyntivoittoa voidaan verottaa pienemmällä veroprosentilla kuin osingoista saatavaa tuloa.<sup>97</sup>

---

<sup>94</sup> Bradley ja Wakeman 1983.

<sup>95</sup> Peyr ja Vermaelen 2003.

<sup>96</sup> Persons 1994.

<sup>97</sup> Jagannathan ym. 2000.

Jo 60-luvulla Elton ja Gruber havaitsivat omien osakkeiden hankinnan olevan useimmille osakkeenomistajille edullisempi vaihtoehto, mutta että joillekin omistajille osingonjako on edullisempi varallisuudenjakomuoto.<sup>98</sup>

Kun Jorma Ollilalta tiedusteltiin, hänen Nokian toimitusjohtajakaudellaan, kotimaisten ja ulkomaisten omistajien intressien huomioon ottamista, hän kiinnitti huomion juuri verotuksellisiin näkökohtiin: *Luulisin, että intresseissä on vivahdeeroja. Erot eivät ole merkittäviä. Lähinnä ne syntyvät siitä, että verotuskohtelu myyntivoiton verotuksen ja osinkojen verotuksen osalta vaihtelee maittain, ja jatkaa Esimerkiksi tämä osinko versus omien osakkeiden takaisinosto kuvaa hyvin tätä dilemmaa. Verotustehokkuus useimmissa anglosaksisissa maissa on omien osakkeiden takaisinostossa huomattavasti parempi kuin suorassa osingossa. Suomalaisilla instituutioilla asia on päinvastoin ja tätä ei ole sitten ihan helppo sovittaa yhteen. Me olemme yrittäneet löytää sellaisen mallin, joka antaisi molemmille ainakin jonkinlaisen mahdollisuuden olla tyytyväinen.*<sup>99</sup>

Pauli Vahtera otti kantaa omien osakkeiden ostamiseen seuraavasti: *Osakkeiden takaisinostot ovat varsin suursijoittajamainen näkökulma. Piensijoittajat maksavat myyntivoitoista todellista myyntivoittoveroä, mutta monet suursijoittajat (rahastot, eläkevakuutusyhtiöt, ulkomaiset sijoittajat) eivät veroja maksa. Suursijoittaja voi aina myydä voittojen katteeksi tappiollisia sijoituksia ja näin jättää veroja maksamatta.*<sup>100</sup>

Kuten tässä tutkielmassakin on tuotu esiin, pörssiyhtiö saattaa hankkia omia osakkeitaan pääomarakenteen muokkaamistarkoituksessa. Kun yhtiö ostaa osakkeitaan ja ottaa vastaavan määrän velkaa, taserakenne muuttuu velkaisemmaksi.<sup>101</sup> Velkapääomasta on yhtiölle suora verohyöty, sillä sille

---

<sup>98</sup> Elton ja Gruber 1968.

<sup>99</sup> Arvopaperi, joulukuu 2005.

<sup>100</sup> Arvopaperi, toukokuu 2005.

<sup>101</sup> Yhtiön osakkeiden hankintaan käytetyt varat vähentävät yhtiön likvidejä varoja. Toisaalta taseen vastattavaapuolta tarkasteltaessa, omien osakkeiden hankinta vähentää yhtiön jakokelpoisia omia pääomia. Taseen vakavaraisuus- ja omavaraisuustunnuslukuja laskettaessa, omien osakkeiden hankintaan käytetyt varat

maksettava korko on osa yrityksen rahoituskustannuksia, ja siten vähentää yrityksen verotettavaa tulosta.<sup>102</sup> Suurentuneesta velkapääoman määrästä on kuitenkin hyötyä vain, jos yhtiö pystyy tekemään liiketoiminnallaan voittoa. Verohyötyä ei synny, jos yritys ei tuota verotettavaa voittoa, jota korkokulut vähentäisivät<sup>103</sup>.

---

heikentävät ko. tunnuslukuja, koska vain liikkeellä olevien osakkeiden (mutta ei yhtiön hallussa olevien osakkeiden) nimellisarvoa vastaava arvo otetaan huomioon tunnuslukuja laskettaessa.

<sup>102</sup> Scholes 1991.

<sup>103</sup> On otettava huomioon mahdollisuus vähentää tappiot seuraavien viiden tilikausien verotettavasta tuloksesta. Jos yritys harjoittaa tappiollista liiketoimintaa pitkällä aikavälillä, se menettää tappioiden vähentämisoikeuden, ja vieraasta pääomasta saatavaa verohyötyä ei päästä hyödyntämään.

### 3 CORPORATE GOVERNANCE JA OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA

#### 3.1 *Corporate governance* tutkielmassa

Corporate governance voidaan ymmärtää monilla eri tavalla. Timonen listaa viisi eri määrittelyvaihtoehtoa käsitteelle, joista tutkielmassa käytetään seuraavaa: *Corporate governance tarkoittaa yrityksen omistajien ja johdon välistä suhdetta. Se määrittelee yritysjohton, eli hallituksen ja palkattujen johtajien, roolin, velvollisuudet ja heidän suhteensa yrityksen osakkeenomistajiin.*<sup>104</sup> Myöhemmin merkittäväksi corporate governancen tutkimuskohteeksi on noussut valtaa käyttävien ja passiivisten osakkeenomistajien välisiin suhteisiin liittyvien ongelmien tutkiminen, joka on myös tämän tutkielman kannalta olennainen tutkimuskohde.

Tässä tutkielmassa corporate governance mielletään melko suppeasti koskemaan vain omistajatahojen ja yhtiöjohton välisiä suhteita (*share holder* -näkökulma). Laajassa mielessä corporate governance kattaa kaikki yrityksen sidosryhmät (*stake holder* - näkökulma). Tutkielmassa se voidaan samaistaa lähinnä omistajien ja johdon sekä omistajaryhmien intressiristiriitojen tarkasteluun. Omistuksen ja vallan jakautuessa eri tahoille, joutuvat päätöksentekijät usein pohtimaan kahta kysymystä. Ensinnäkin, valitaanko päätöstilanteessa yhtiön vai osakkeenomistajien etujen edistäminen? Toisekseen, valitaanko päätöstä tehtäessä yritysjohton etujen ja vallan vai osakkeenomistajien etujen ja vallan edistäminen?<sup>105</sup>

Markkinoiden sääntely on välttämätöntä, kun otetaan huomioon, etteivät kaikki tahot toimi rationaalisesti, toisin kuin neoklassisen taloustieteen täydellisten markkinoiden toimijoiden oletetaan toimivan. Näissä olosuhteissa toiset intressitahot voivat pyrkiä hyötymään toisten irrationaalisuudesta. Timosen mukaan lainsäädäntö on hyväksyttävissä, kun *sen avulla voidaan vähentää em. (toimijoiden rationaalisuuden) rajoituksiin liittyviä riskejä ja/tai vaikeuttaa ei-hyväksyttävää hyötymistä toisten markkinaosapuolten kustannuksella sekä, sääntely ei aiheuta kustannuksia, jotka ovat epäsuhtaisia saavutettavissa oleviin hyötyihin nähden tai jotka kohdentuvat tavalla, jota ei voida hyväksyä.* Toisaalta sääntely voi

<sup>104</sup> Timonen 2000 (s. 3), jossa kuvattu muut määrittelyvaihtoehdot.

<sup>105</sup> Timonen 2000, s. 61–73.

olla haitallista ja aiheuttaa turhia kustannuksia.<sup>106</sup> Tutkielmassa pyritään tuomaan esille mahdollisimman kattavasti kyseisiä riskejä sekä tarkastelemaan hankinnasta aiheutuvia kustannuksia. Tarkoituksena on tehdä hyötyjen ja kustannusten punnintaa. Sekä yhdysvaltalaiset taloustieteilijät että suomalaiset oikeustieteilijät tuntuvat lähinnä painottavan hankinnasta saatavia hyötyjä. Toki myös kriittisiä tutkimuksia asian tiimoilta on tehty.

### **3.2 Eroavuudet corporate governance -järjestelmissä**

Corporate governance -järjestelmillä on havaittu olevan merkittäviä eroja. Timonen vertailee kolmea keskeistä 1900-luvun jälkipuoliskolla hyvin taloudellisesti menestynyttä valtiota ja niiden järjestelmiä. Ne poikkeavat monin tavoin toisistaan. Hänen tarkastelemansa valtiot ovat Yhdysvallat, Saksa ja Japani<sup>107</sup>.

Yhdysvalloille ominaista on arvopaperimarkkinoiden tehokas toimivuus sekä oman pääoman keskeisyys yritystoiminnan rahoituksessa. Arvopaperimarkkinoiden tehokkuudesta johtuen myös yritysvaltauksset ovat yleisempiä. Saksassa yritysten omistus on selvästi keskittyneempää ja arvopaperimarkkinat vähemmän keskeisessä roolissa kuin Yhdysvalloissa, vastaavasti pankkien merkitys rahoituksessa on merkittävämpi. Määräysvallan vaihtumistilanteet johtuvat yrityksen sisäisen kontrollin käytöstä ja yritysvaltauksset ovat harvinaisempia. Japanilaiselle järjestelmälle ominaista on omistuksen keskittyminen monimutkaisille yritysryhmittymille (*keiretsu-konglomeraatit*), joiden pääomahuollossa keskeinen rooli kuuluu päärahoittajapankille. Tässä järjestelmässä yritysvaltauksset ovat harvinaisia<sup>108</sup>.

Rahoitusjärjestelmiä vertailtaessa voidaan tehdä tyypittelyt pankki- ja markkinaorientoituneisiin järjestelmiin. Pankkikeskeisessä järjestelmässä sijoittajan on vaikea hajauttaa sijoituksiaan sekä päästä eroon sijoituksistaan<sup>109</sup>.

---

<sup>106</sup> Timonen 2000, 31-32.

<sup>107</sup> Timonen 2000, s. 61-73.

<sup>108</sup> Timonen 2000, s. 61-73.

<sup>109</sup> Timonen 2000, s. 61-73.

Arvopaperimarkkinoiden toimiessa tehokkaasti, osakkeen likvidiys on parempi, eli omistuksen realisointi on helpompaa. Heikko likvidiys vaikuttaa sijoittajan tuottovaatimukseen; osakkeen arvo on matalampi, verrattuna tilanteeseen, jossa likvidiys olisi parempi<sup>110</sup>. Kun sijoittaja ei voi tehokkaasti hajauttaa omistustaan, portfolion (eli hänen omistamiensa varallisuuserien) sisältämä riski on korkeampi kuin tilanteessa, jossa hän voisi tehokkaasti hajauttaa omistuksensa<sup>111</sup>.

Markkinaorientoituneessa järjestelmässä erilaisille sijoituskohteille on omat markkinansa, ja on tyypillistä, että säästäjät sijoittavat osakkeisiin esimerkiksi erilaisten sijoitusrahastojen kautta. Suomalaista järjestelmää on kauan pidetty pankkikeskeisenä järjestelmänä<sup>112</sup>. Suomalaiset yritykset, jotka eivät hanki rahoitustaan julkisilta markkinoilta, toimivatkin pääasiallisesti pankkien myöntämällä rahoituksella. Tosin varsinkin 90-luvun loppupuolella pääomasijoittajat kiinnostuivat korkean riskin – ja ennen kaikkea korkean tuottopotentiaalin – teknologiayrityksistä<sup>113</sup>. Ongelmana pankkikeskeisessä järjestelmässä voidaan pitää myös vallan siirtymistä omistajilta pankeille<sup>114</sup>.

---

<sup>110</sup> Esimerkiksi Brealey ja Myers 2000 (s. 684–685), joiden mukaan sijoittajat preferoivat likviditeettiä ja vaativat epälikvideiltä sijoituksilta likviditeettipreemion (*liquidity-preference theory*). Puhutaan myös ”ohuista markkinoista”, jos likviditeetti on heikko.

<sup>111</sup> Esimerkiksi Haugen 2001 (s. 81–82), käsittelee *minimum variance portfolio* -käsitettä.

<sup>112</sup> Timonen 2000, s. 65. Merkittävä osa suomalaisista suuryrityksistäkin on yhä listaamattomia. Tutkielma ei sovi muiden kuin listattujen yritysten omien osakkeiden hankinnan tarkasteluun, mutta niitä koskeva corporate governance -järjestelmä lienee kuitenkin lähellä amerikkalaista eli markkinaorientoitunutta järjestelmää. On toki otettava huomioon, että listatun yrityksenkin tapauksessa valtaosa rahoituksesta on usein vieraan pääomanehtoista. Suomalaista rahoitusjärjestelmää on pidetty pankkivetoisena, etenkin rahoitusmarkkinoiden vapautumista edeltävänä aikana. Varsinkin suuret yritykset hankkivat vieraan pääomanehtoista rahoitustaan myös muun muassa syndikoiduilla luotoilla kansainvälisiltä pankeilta, laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjalainoja ja ostaessaan palveluita ja tuotteita ulkomailta ostajaluottojärjestelyin.

<sup>113</sup> Lauriala 2001, s. 10–11.

<sup>114</sup> Yritysrahoituksen tutkimuksessa taustaoletuksina pidetään pörssi-yhtiötä, jonka osakkeella käydään aktiivista kauppaa, yhtiön omistus on jakautunut laajalle omistajajoukolle ja pääsy rahoitusmarkkinoille on verrattain helppoa. Katso esimerkiksi Brealey ja Mayers 2000, s. 977. Muun muassa Timonen 2000 (s. 80–81) on kritisoinut yritysrahoituksen teoriassa esitettyjen tutkimustulosten yleistettävyyttä, koska näkökulma ei ote huomioon institutionaalisten sijoittajien korostunutta vaikutusta valtamarkkinoihin sekä yhtiön arvonmääritykseen.

Tutkielmassa päähuomio kohdistuu nimenomaan osakkeenomistajan sekä pörssiyhtiön johdon ja eri omistajaryhmien väliseen suhteeseen sekä näiden intressitahojen pyrkimykseen toimia oman hyötynsä maksimoivalla tavalla. Koska tarkastelun kohteena ovat pörssiyhtiöt, on perusteltua tutkia intressitahojen välisiä ongelmia markkinaorientoituneesta näkökulmasta. Toisaalta, kun tutkimuksen kohteena on myös yritystoiminta osakeyhtiömuodossa, saadaan osakeyhtiölaista tukea valitulle näkökulmalle: jos yrityksen yhtiöjärjestyksessä ei erikseen toisin määrätä, on yhtiön tarkoituksena tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille (OYL 1:5). Kun kyse on listatusta yhtiöstä, lienee vaikea kuvitella muuta tarkoitusta yhtiön toiminnalle.

Markkinaorientoitunut, neoklassisessa taloustieteessä omaksuttu, corporate governance -järjestelmä perustuu oletukselle yhtiöiden arvon tehokkaasta määräytymisestä markkinoilla. Siinä pörssiyhtiön johdon toimet arvioidaan markkinoiden toimesta päivittäin: jos pörssiyhtiön johto on epäpätevä ja yhtiön omistajat laiminlyövät valvontavelvollisuutensa, antamalla yritysjohton jatkaa tehtävissään, yhtiön toiminta organisoidaan usein yritysvaltauksen kautta uudelleen. Timonen erittelee johdon valvonta- ja korjausmekanismit seuraavasti: erottamisuhka, vahingonkorvausvastuu- ja rangaistusuhka. Vastaavasti insentiivit saada johto toimimaan omistajien intressien mukaisesti ovat tulokseen tai yrityksen arvoon sidottuja omistusperäisiä järjestelyjä<sup>115</sup>.

Pörssiyhtiön arvo, ja sitä kautta johdon kompensaatio, perustuu pörssiyhtiöstä tulevaisuudessa saatavaan kassavirtaan. Rahoitusteorian mukaisesti, markkinat käyttävät arvon arvioinnissa nettonykyarvomenetelmää.

---

<sup>115</sup> Timonen 2000 (s. 50–51): Käytännössä kyse on joko johdon optioista tai suorasta osakeomistuksesta. Suora osakeomistus ei sisällä yhtä suurta vipuvaikutusta kuin optio-järjestely, joten lyhyellä aikavälillä osakkeen arvoon vaikuttaminen ei mahdollista yhtä suuria voittoja johdolle, ja siten yllyke ryhtyä opportunistisiin toimiin on pienempi. Optio-ohjelmille on myös ominaista se, että ne erääntyvät tietyssä päivänä, ja jollei optiot ole niin sanotusti *in the money* ennen erääntymishetkeä, ne raukeavat arvottomina, joka taas rohkaisee toimimaan opportunistisesti. Tämä voi olla vastoin pitkällä aikavälillä sijoittavan osakesijoittajan intressejä. Toisaalta suomalaisia optioiden myyntivoittoja verotetaan ansiotulona, mikä vähentää niiden houkuttelevuutta johdon silmissä.

Kun yhtiön johto ei pysty liiketoiminnallisilla ratkaisullaan vakuuttamaan sijoittavaa yleisöä, eli yhtiön kassavirran tuottokyky arvioidaan heikoksi, on myös yhtiön osakkeen arvo markkinoilla matala. Tämä voi tehdä yhtiöstä kannattavan ostokohteen. Valtaajayhtiö voi ostaa markkina-arvoltaan edullisen yhtiön, jonka jälkeen se organisoii valtauskohteen toiminnan siten, että kohteeksi joutuneen yhtiön resurssit tulevat tehokkaammin käytetyksi<sup>116</sup>. Tilanteessa, jossa yhtiö joutuu yritysvaltauksen (*acquisition, hostile takeover*) kohteeksi, ensimmäisenä merkittävänä toimenaan valtaajayhtiön omistajat usein korvaavat kohdeyhtiön johdon uudella johdolla<sup>117</sup>. Markkinoiden dynamiikka auttaa kansantalouden resurssien optimaalisessa allokoinnissa ja osakkeenomistaja, joka ei käytä yhtiössä aktiivisesti valtaansa, säästyy yhtiöjohdon valvontakustannuksilta. Usein pienenosakkeenomistajat ovat passiivisia osakkeenomistajia, eli ne eivät käytä hallinnollisia oikeuksiaan. Osa myös ammattimaisista sijoittajista toimii täysin passiivisesti ja niitä kiinnostaa ainoastaan osakkeesta saatava tuotto. Passiivisia institutionaalisia sijoittajia kutsutaan finanssisijoittajiksi.

Valvonnan jättäminen toisille sijoittajille on osakkeenomistajan kannalta positiivinen ulkoisvaikutus, mutta toisaalta on otettava huomioon kustannukset, jotka voivat seurata liiallisesta passiivisuudesta. Tutkielmassa palataan myöhemmin johdon ja yhtiökokouksessa valtaa käyttävien osakkeenomistajien mahdollisuuteen toimia opportunistisesti.

Vähemmistöosakkaiden mahdollisuus valvoa johdon tai valtaa käyttävän omistajajoukon vallankäyttöä tehokkaasti on olennainen vaatimus hyvälle corporate governance -järjestelmälle. Valvomismahdollisuuden lisäksi vähemmistöosakkaalla tulisi olla myös realistinen mahdollisuus vaikuttaa valtaa käyttävien intressitahojen päätöksentekoon.<sup>118</sup> Käytännössä tehokkaaseen yhtiötä kontrolloivien omistajien valvontaan pystyvät vain institutionaaliset vähemmistöosakkeenomistajat, joiden omistus on riittävän suuri, että ne voivat

---

<sup>116</sup> Luonnollisesti edellytyksenä on, että valtaaja näkee yhtiön liiketoiminnassa kehittämismahdollisuuksia, tai uskoo voivansa käyttää yhtiön omaisuuseriä tehokkaammin.

<sup>117</sup> Huhtamäki 2006, luennot.

<sup>118</sup> Timonen 2000, s. 96.



vaikuttaa yhtiön toimintaan ja vaatia hallituspaikkoja sekä muita valtaoikeuksia. Lisäksi niillä on riittävät taloudelliset resurssit valvoa kontrolloimistajan toimia sekä kattaa mahdollisesta omistajien välisestä oikeudenkäynnistä aiheutuvat kulut. Eurooppalaisessa järjestelmässä institutionaalisilla sijoittajilla on määrävähemmistöomistajina merkittävä rooli corporate governance -järjestelmässä.<sup>119</sup> Määrävähemmistöomistajat rinnastuvat osittain kontrolloimistajiin ammattimaisen toimintansa ja osakesäästäjiä paremman asemansa suhteen.

### **3.3 Tutkielmaan valittu järjestelmä: markkinalähtöinen corporate governance**

Markkinalähtöisen corporate governance -ajattelun omaksuminen tässä tutkielmassa on perusteltua monista syistä: ensinnäkin tarkastelun kohteena ovat pörssiyhtiöt, toisekseen globalisaation ja Euroopan integraation vaikutukset pääomavirtojen liikkuvuuteen ovat eittämättä tehneet suomalaisista pörssiyhtiöistä kansainvälisten pääomamarkkinoiden ehdoilla toimivia markkinatoimijoita. Esimerkkeinä tästä voidaan mainita vaikkapa General Electrics Companyn tekemä Instrumentarium Oyj:n yritysosto tai Nokia Oyj:n 70–90 prosenttiin yltänyt ulkomainen omistus 2000-luvulla<sup>120</sup>. Myös 1.9.2006 voimaanpantua osakeyhtiölakimme koskeva hallituksenesitys heijasteli tarvetta ottaa huomioon kansainvälinen kehitys (HE 109/2005 s. 15).<sup>121</sup>

OECD on määritellyt corporate governance -periaatteet ohjeeksi jäsenilleen sekä muille maille, kun ne arvioivat ja uudistavat corporate governancen oikeudellista, institutionaalista ja sääntelyllistä ympäristöä. Periaatteet toimivat myös ohjeina ja suuntaviivoina arvopaperipörssseille, sijoittajille, yhtiöille ja muille osapuolille. Kyse

<sup>119</sup> Vahtera 2011 (s. 420) sekä Timonen 1997 (s. 276).

<sup>120</sup> Arvopaperi, joulukuu 2005. Haastattelun mukaan 2000-luvun alkupuolella ulkomainen omistus ylitti 90 %:n rajan.

<sup>121</sup> Kohta 1.4.2, toimintaympäristön muutokset: *Rahoitusjärjestelmä on muuttunut aikaisempaa markkinaehtoisemmaksi, minkä vuoksi rahoitusta haetaan yhä enemmän suoraan markkinoilta, yhtiöiden omistusrakenne hajautuu, sijoituksia hajautetaan aikaisempaa enemmän ja pörssikurssin merkitys julkisten osakeyhtiöiden toiminnan arvioinnissa korostuu. Rahoitusjärjestelmän muutos ja kansainvälistyminen lisäävät tarvetta hakea uusia yhtiöoikeudellisia toimintamalleja. Markkinakeskeisyys vaikuttaa myös pienten ja kehittyvien yhtiöiden rahoitukseen, esimerkiksi riskisijoitustoiminnan lisääntymiseen.*

on nimenomaan periaatteista, eivätkä ne ole millään tavoin velvoittavia. Yleisten periaatteiden mukaan järjestelmän tulee suojata osakkeenomistajien oikeuksia, sen tulee varmistaa myös vähemmistö- ja ulkomaalaisten omistajien oikeuksien toteutuminen, järjestelmän tulee tunnistaa etutahojen oikeudet, jotka perustuvat lainsäädäntöön, sekä edistää yhtiöiden ja etutahojen yhteistoimintaa (ilmeisesti viitataan niin sanottuun *stake holder* -näkökulmaan). Järjestelmän tulee myös edistää julkisuutta ja läpinäkyvyyttä, niin että yritykset julkistavat kaiken olennaisen tiedon, joka koskee niiden taloudellista tilaa ja järjestelmässä yrityksen hallituksen tulee tehokkaasti valvoa yritysjohdon toimintaa ja varmistaa se, että osakkeenomistajien näkemys tulee kuuluville.<sup>122</sup>

Neoinstitutionaalinen taloustiede ei pyri väittämään, etteivät neoklassisen taloustieteen teoriat olisi relevantteja; se pyrkii täydentämään neoklassista, perinteistä, mallia katsomalla asioista eri näkökulmasta.<sup>123</sup> Tutkielman omien osakkeiden hankintamotiiveja tarkasteleva osio pohjautuu pitkälti neoklassisen koulukunnan aikaansaannoksiin. Kuitenkin, corporate governance -ongelmia tarkasteltaessa, on luovuttava täydellisten markkinoiden hypoteesista, ja omaksuttava neoinstitutionaalisen koulukunnan lähestymistapa.

---

<sup>122</sup> Timonen 2000, s. 14–15.

<sup>123</sup> Timonen 2000, s. 24.

## 4 INFORMAATION EPÄTASAINEN JAKAUTUMINEN JA OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA

### 4.1 Päämies-agentti-ongelma ja omien osakkeiden hankinta

Koska pörssiyhtiö on laajan sijoittajajoukon omistama osakeyhtiö, on sanomattakin selvää, että useimmiten yhtiön omistajat ja operationaalisesta toiminnasta vastaava johtajisto koostuvat eri ihmisistä. Näin ollen valta ja omistus ovat eriytyneet. Tässä tilanteessa vallitsee omistajien ja johtajiston välillä informaation epätasapainotila (*information asymmetry*)<sup>124</sup>. Modernissa rahoituksen teoriassa ja oikeustaloustieteessä johdon ja omistajien välistä suhdetta kuvataan päämies-agentti-teorialla (*principal-agent theory*). Informaation epätasapainotilanne merkitsee sitä, ettei informaatio ole jakaantunut tasaisesti kaikkien toimijoiden välillä.

Oletuksena on, että pörssiyhtiön johdon tietämys yhtiön tilasta on parempi kuin osakkeenomistajilla. Sitä kautta sillä on myös parempi mahdollisuus esimerkiksi osakekurssin analysointiin ja mahdollisuus vaikuttaa kurssikehitykseen omilla toimillaan<sup>125</sup>. Mikäli oletus hyväksytään, on syytä tarkastella informaation epäsymmetriasta aiheutuvia ongelmia, koska kunkin toimijan oletetaan toimivan oman hyötynsä maksimoivalla tavalla.

Omien osakkeiden hankinta on pörssiyhtiön johdon päätös, jota voidaan verrata vaikkapa päätökseen uuden tuotteen lanseeraamisesta tai toiminnan laajentamisesta ulkomaille. Tehdessään yhtiön toimintaa koskevia päätöksiä, johdon tulisi toimia osakeyhtiön omistajien kannalta parhaalla tavalla. Osakeyhtiölain mukaan yhtiön tarkoitus on pääsääntöisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille eli heidän hyötynsä välillinen maksimointi (OYL 1:5). Kaikissa

---

<sup>124</sup> George Akerlöf käytti termiä epäsymmetrinen informaatio (*asymmetric information*) kuuluisassa artikkelissaan *The Market for Lemons*.

<sup>125</sup> Johto pystyy esimerkiksi paremmin analysoimaan tulevaisuuden myynnin kehittymisen sekä toiminnasta aiheutuvat kulut. Sillä on myös tieto yhtiön tulevaisuuden strategiasta eli siitä, mihin liiketoimintoihin yhtiö tulee jatkossa panostamaan.

tapauksissa johdon ja omistajien intressit eivät ole täysin yhteneviä, mikä voi johtaa yritysjohton päätöksiin, jotka eivät ole omistajien kannalta optimaalisia<sup>126</sup>.

Osakeyhtiön varallisuudenjako voi olla osakkeenomistajan kannalta parempi vaihtoehto kuin residuaalivarojen käyttäminen investointikohteeseen, joka ei nosta yhtiön markkina-arvoa. Johdon kannalta tilanne voi kuitenkin olla päinvastainen esimerkiksi siksi, että johdon palkkaus voi olla sitä parempi mitä suurempi yritys on taseen loppusummaltaan tai liikevaihdoltaan. Usein yritysjohton vaikutusvalta ja taloudellinen valta kasvavat yrityksen kasvaessa.<sup>127</sup> Esimerkiksi Outokummun hallituksen palkkiot paranivat huomattavasti Inoxum-yrityskaupan seurauksena.<sup>128</sup> Yhtiön globaali markkinaosuus kasvoi viidestä 12 prosenttiin. Kuitenkin, yhtiön yrityskaupan kannalta keskeiset Italian toimintoja koskevat tavoitteet eivät Euroopan komission kilpailurajoituspäätösten takia toteutuneet, vaan yhtiö joutuu myymään Italian toiminnot jollekin kilpailijalleen (todennäköisesti) alihintaan.<sup>129</sup> Inoxum-kaupan julkistamisen jälkeisenä aikana yhtiön markkina-arvo on laskenut<sup>130</sup>. Jää nähtäväksi, onnistuuko yhtiön johto kääntämään yrityskaupan osakkeenomistajien kannalta kannattavaksi. On hankala arvioida, olivatko johdon henkilökohtaiset ambitiot pääasiallinen syy yrityskauppaan ryhtymiseksi. Joka tapauksessa, nyt arvioituna, strateginen ratkaisu vaikuttaisi epäonnistuneen.

Tutkielman kannalta olennaiset intressitahot ovat pörssiyhtiön omistajat sekä yhtiön johto. Tässä tutkielmassa pörssiyhtiön johto tarkoittaa yhtiössä päätösvaltaa käyttäviä ihmisiä. Olennaista ei ole johdon työoikeudellinen asema, eli se ovatko johtajat yhtiön kanssa työsuhteessa, onko heillä johtajasopimus vai

---

<sup>126</sup> De Angelo ym. 2009. Vuonna 2008 alkaneen niin sanotun Lehman-kriisiin jälkeen Lehman Brothers, Merrill Lynch ja General Electrics olivat käyttäneet miljardeja dollareita omien osakkeiden hankintaan. Yhtiöitä syytettiin varallisuuden jakamisesta epätasaisesti omistajilleen. Ehkä pankkien johtajilla oli tarve valaa omia osakkeita hankkimalla uskoa yhtiön rahoittajiin.

<sup>127</sup> Timonen 2000, s. 79. Yli-investointi-ongelmasta lisää esimerkiksi Niskanen ja Niskanen ja useimmat muut rahoituksen teorian oppikirjat.

<sup>128</sup> Kauppalehti 20.3.2013.

<sup>129</sup> [www.outokumpu.com/fi/Sijoittajat](http://www.outokumpu.com/fi/Sijoittajat)

<sup>130</sup> Kaupat julkistettiin 31.1.2012.

ovatko he hallituksen jäseniä. Selvennykseksi mainittakoon, että oletuksena on johdon kokoonpanon pysyminen samana hankintavaltuutusta hakiessa ja omia osakkeita lopulta hankkiessa. Johtoa voidaan ajatella yhtenä *agenttina*.

Päämies-agentti-ongelman tarkastelussa on syytä kiinnittää huomio intressitahojen eli päämiehen ja agentin käsitteisiin, sillä päämies voi tarkoittaa tässä tapauksessa kahdenlaista osakkeenomistajaa.

Timosen mukaan Adolf A. Berlen ja Gardiner C. Meansin kirja *Modern Corporation and Private Property* vuodelta 1932 aloitti keskustelun vallankäyttäjistä, näiden valvonnasta ja vastuusta sekä osakkeenomistajien asemasta. Heidän käsityksensä mukaan suuryrityksen tyypillinen omistajarakenne on hajautunut. Monien listautuneiden suuryritysten kohdalla tilanne on kuitenkin toisenlainen: todellisuudessa valtaa yhtiökokouksessa käyttää vähemmistöosuuden omistava institutionaalinen sijoittaja (tai sijoittajajoukkio) tai valta on enemmistöosuuden omistavalla taholla<sup>131</sup>.

Monet omistajat eivät pyrikään aktiivisesti vaikuttamaan yhtiön operatiiviseen johtamiseen, koska ovat kiinnostuneita ainoastaan omistuksensa kautta yhtiöstä saatavasta tuotosta, eivät niinkään vallasta. Useimmat piensijoittajat kokevat valvontakustannusten ylittävän yhtiökokouksessa äänestämällä saavutettavat hyödyt ja jäävät passiivisiksi sijoittajiksi. Toisekseen passiiviset sijoittajat luottavat siihen, että osakeyhtiölaki suojaaa heidän etujaan riittävän tehokkaasti<sup>132</sup>.

Pörssiyhtiön omistusrakenne vaikuttaa omistuksen dynamiikkaan eli kontrollin siirtymistilanteisiin. Tilanteessa, jossa yhtiöllä on joitakin yksittäisiä omistajatahoja, jotka omistavat merkittävän osuuden yhtiön osakekannasta, on mahdollista, että pörssiyhtiöstä kiinnostunut ostajaehdokas neuvottelee suoraan omistajien kanssa, ja jättää valtauskohteen johdon neuvottelujen ulkopuolelle. Tällöin puhutaan yritysvaltaustilanteesta (*hostile takeover*). Yritysvaltaustilanteelle

---

<sup>131</sup> Timonen 2000 (s. 74–76) sivulla 76 tarkempi vallan muotojen tyypittely.

<sup>132</sup> Mäntysaari 2002 (s. 12).

ominaista on, että ostaja maksaa osakkeista markkinahinnan ylittävän hinnan; kauppahinnan ja markkinahinnan erotuksesta käytetään yleisesti nimitystä preemio. Vastaavasti, *Berle & Means* -yhtiön tapauksessa, jossa yhtiön omistus on hajautunutta (atomistista), yhtiöstä kiinnostunut taho hankkisi yhtiökokouksessa vallankäyttöön riittävän osuuden yhtiön osakkeista arvopaperimarkkinoilta normaalin kaupankäynnin hinnanmuodostusmekanismin (kysynnän ja tarjonnan) määrittäessä yhtiön arvon. Kun yhtiö hankkii omia osakkeita torjuakseen yritysvaltauksen, hyötyjinä ovat ennen kaikkea kontrolliomistajat ja yritysjohto. Itse asiassa, kontrolliomistaja tai yritysjohto tulee käyttäneeksi huomattavia määriä yhtiön varoja yritysvaltauksen estämiseen. Pahimmassa tapauksessa yrityksen maksukyky heikkenee tai yhtiö velkaantuu.

#### **4.2 Intressitahojen riskipositiot ja omien osakkeiden hankinta**

Tämän osion pyrkimyksenä on tarkastella omien osakkeiden hankinnan vaikutusta eri intressitahojen riskipositioihin. Ostoista voi aiheutua hyötyjä yhtiölle. Saatavia hyötyjä tulisi kuitenkin verrata tehokkuus- ja oikeudenmukaisuuskustannuksiin.

Vuonna 1976 Jensen ja Meclin julkaisivat artikkelin, jossa he tarkastelivat yritystä aiemmasta poiketen. Ennen heidän artikkelinsa ilmestymistä yritys oli nähty lähinnä mustana laatikkona (*firm as a black box*), josta eri sidosryhmien panoksien ja resurssien syöttämisen tuloksena saatiin valmiita tuotteita. Artikkelissa kiinnitettiin huomiota johdon eli agentin ja omistajien eli päämiehen erilaisiin toimintamotiiveihin. Syyn siihen, ettei asiaan oltu kiinnitetty liiemmin huomiota, on nähty olevan tarkastelun lähtökohdissa. Yritys mustana laatikkona -ajattelussa, yritys nähtiin yrittäjävetoisena<sup>133</sup>.

Yrityksessä, jossa omistus ja valta ovat eriytyneet ja omistus hajautunut useille eri omistajille, omistajilla on tarve kontrolloida johdon toimia. Luonnollisesti valvonnasta aiheutuu transaktiokustannuksia<sup>134</sup>. Omistuksen ollessa hajautunut usealle omistajataholle, omistajien tulisi laatia järjestelmä, jonka avulla valvonnasta

---

<sup>133</sup> Jensen ja Meclin 1976.

<sup>134</sup> Katso esimerkiksi Timonen 2000 (s. 25–26), jossa hän jakaa transaktiokustannukset ennakollisiin ja jälkikäteisiin. Valvontakustannukset kuuluvat ensin mainittujen kustannusten ryhmään.

aiheutuneet kustannukset voitaisiin tasaisesti jakaa eri omistajien kesken<sup>135</sup>. Ongelmalliseksi tilanteen tekee se, että vain osa omistajista valvoo johdon toimia ja loput nauttivat vapaamatkustajan asemasta (*free rider problem*)<sup>136</sup>. Kuvatunlaisessa tilanteessa kustannukset ja yrityksestä saatavat tuotot eivät jakaudu tasaisesti, mistä johtuen kansantalouden resurssit eivät allokoitu optimaalisesti, eli kuten resurssit allokoituisivat teorian taustalla olevilla täydellisillä markkinoilla. Tutkielman, ja yleisemmin rahoitusteoreettisen tutkimuksen, kannalta olennaisinta Jensenin ja Meclinin esittämässä teoriassa on ajatus omia intressejään ajavista ja rationaalisista toimijoista.

Intressiristiriidat syntyvät julkisesti noteeratuissa yhtiöissä siitä, että sekä johto että omistajat kilpailevat yhtiön varojenjaosta. Erona kyseisten intressitahojen asemassa on se, että johdon panos tai investointi yhtiöön on sidottu yritykseen, kun taas osakkeenomistajalla on mahdollisuus hajauttaa omistuksensa. Lisäksi markkinat mahdollistavat, likvidien markkinoiden tapauksessa, omistuksen realisoinnin osakkeet myymällä. Omistajilla voi olla omistukselleen erilaisia tavoitteita sekä tuotto-odotuksia kuin johdolla.

Koska yritysjohtaja on omistajaa sidotumpi pörssiyhtiöön, hän saattaa investoida myös matalariskisempiin kohteisiin, vaikka nämä eivät *ex ante* olekaan osakkeenomistajan kannalta optimaalisia sijoituskohteita. Näin toimiessaan yritysjohtaja pyrkii välttämään mahdollisesta konkurssista seuraavan johtajan aseman sekä etujen menetyksen. Osakkeenomistajien sekä yritysjohtajan intressieroista aiheutuu omistajille tehokkuustappiota, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi.<sup>137</sup> Timosen mukaan osakkeenomistajien ja johdon välillä oleva agenttiongelma voitaisiin ratkaista, jos pystyttäisiin laatimaan täydellinen sopimus, jolla voitaisiin varautua kaikenlaisiin vastaan tuleviin tilanteisiin; järjestelyn ainoaksi kustannukseksi tulisi sopimuksen solmimiskustannus.<sup>138</sup>

---

<sup>135</sup> Koska eri omistajatahot ovat riskipreferensseiltään sekä omistusosuuksiltaan erilaisia, on järjestelmän luominen mahdotonta tai ainakin hyvin kallista.

<sup>136</sup> Esimerkiksi Begg, Fisher ja Dornbush 1997 s. 48.

<sup>137</sup> Kaisanlahti 1999 (s. 60–61) ja Jensen 1976.

<sup>138</sup> Timonen 2000, s. 78.

Kaisanlahden mukaan ongelmallista agenttikustannuksissa on nimenomaan se miten kustannukset jaetaan agentin ja päämiehen välillä. Päämies, eli käytännössä osakkeenomistajia edustava yhtiökokous, voi pyrkiä ottamaan agenttikustannukset huomioon etukäteen, kun tehdään päätös agentin kompensatiosta. Kompensatiotasosta päätettäessä vaikuttavana tekijänä on yritysjohtajan maine, jolloin johtajan intressissä on pyrkiä vakuuttamaan omistajat toimintansa asianmukaisuudesta.<sup>139</sup>

Sijoittajien ja yritysjohtajan positioissa on yrityskauppatilanteessa merkittävä ero. Sijoittaja saa usein yrityskaupasta välittömän hyödyn, sillä hänen omistamistaan osakkeista maksetaan markkinahinnan lisäksi preemio. Vastaavasti ostokohteena olevan yrityksen johtajille yrityskauppa usein merkitsee johtajasopimuksen purkamista ja aseman menetyksiä.

Timosen mukaan erilaiset intressiristiriitatyyppit ovat yritysjohtajan ja osakkeenomistajan, enemmistö- ja vähemmistöomistajan sekä osakkeenomistajan ja velkojan väliset ristiriidat. Tutkielman ristiriita-tyypit vastaavat kutakuinkin kahta ensimmäistä, ja niille pyritään etsimään ratkaisua myös yhtiöoikeudellisista lojaliteettivelvoitteen sekä vähemmistösuojan periaatteista.<sup>140</sup> Tarkoituksena on selvittää, mikä merkitys periaatteille annetaan omien osakkeiden hankintaa tarkasteltaessa.

Listattua osakeyhtiötä voidaan tarkastella kokonaisjärjestelynä ja yhtiömuodon valintaa tapana organisoida liiketoiminta ja toiminnan rahoitus. Osakeyhtiömuotoista yhtiötä sitovat osakeyhtiölain periaatteet, joita tulisi kunnioittaa. Opportunistisen käyttäytymisen ja heikommassa asemassa olevan intressitahon hyväksikäytön tapauksessa tulisi lähteä siitä, mikä on kokonaisjärjestelyn kannalta oikeudenmukaista. Toiminnan hyväksyttävyyttä tulisi arvioida periaate- eikä pykälätasolta lähtien.

---

<sup>139</sup> Kaisanlahti 1999, s. 61.

<sup>140</sup> Timonen 2000, s. 41–43.



Mikäli johto suunnittelee toimensa huolellisesti, se saa ryhtyä riskipitoisiinkin toimenpiteisiin. Kyseinen kanta on laajalti omaksuttu suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa.<sup>141</sup> Omien osakkeiden hankintaa voidaan pitää liiketoiminnallisena toimenpiteenä. Jos pörssiyhtiön pitkän aikavälin kannattavuus heikkenisi, omien osakkeiden hankinnasta johtuen, johto voi vedota liiketaloudellisiin suunnitelmiin ja sille asetettu huolellisuusvelvoite täyttyy. Lähtökohdaksi on hyväksytty periaate, jonka mukaan tehottomuudesta ei rangaista – angloamerikkalaisessa kirjallisuudessa puhutaan usein *business judgement rulesta*. On ongelmallista, jos johdon toimenpiteitä ja niiden seuraamuksia tarkastellaan ilman, että johdon omat motiivit ja lojaalisuus kyseenalaistetaan. Toiminta voidaan naamioida siten, että ulkopuoliselle se näyttää normaaliin liiketoimintaan liittyvältä riskinotolta, mutta todellisuudessa kyseessä on johdon aseman väärinkäyttötilanne. Tällaisiin väärinkäyttötilanteisiin on hankala päästä käsiksi niiden liiketoiminnallisen luonteen johdosta.<sup>142</sup>

Yritysjohdon välitön oman edun tavoittelu tulee erottaa tehottomuudesta. Epälojaalisuus tarkoittaa pyrkimystä hyötyä suoraan yhtiön kustannuksella<sup>143</sup>. Kisanlahden mukaan Suomen osakeyhtiölain esteellisyyssäännöksillä on pyritty estämään yritysjohdon vilpillinen toiminta ja takaamaan osakkeenomistajien intressien suojaaminen. Tyyppitilanteena nähdään johtajan ja yhtiön välisen sopimuksen käsittely – vaikkapa yhtiön omistaman kiinteistön myynti toimitusjohtajalle alihintaan –, josta johtajan tulisi jäädä itsensä<sup>144</sup>. Vahtera erottaa toisistaan yrityksen toiminnan tarkoituksen vastaiset toimet ja yhdenvertaisuutta loukkaavat toimet. Johtajan itsensä kanssa sopimista saatetaan pitää, yhdenvertaisuuden loukkauksen sijaan, toiminnan tarkoituksen vastaisena.<sup>145</sup> Tilanteessa, jossa pörssiyhtiön johto hankkii yhtiön omia osakkeita markkinoilta, ei ole kysymys johdon ja yhtiön välisestä sopimustilanteesta, mutta

---

<sup>141</sup> Kisanlahti 1999 (s. 107) ja Savela 2006 (s. 86–88), jonka mukaan johdon vahingonkorvausvastuu ei aktualisoidu tilanteissa, joissa yhtiölle on aiheutunut tappioita virheellisistä liiketoiminnallisista valinnoista.

<sup>142</sup> Vahtera 2011, s. 232.

<sup>143</sup> Kisanlahti 1999, s. 103.

<sup>144</sup> Kisanlahti 1999, s. 104.

<sup>145</sup> Vahtera 2011, s. 236.

mahdollisuus johdon omien intressien ajamiseen ja taloudelliseen hyötymiseen on ilmeinen, jos johdolla on hallussaan optioita ja omien osakkeiden hankinta tukee osakkeen arvoa. Johdon varallisuusasema voi parantua ostoilmoituksen seurauksena.

Ajatus osakkeenomistajien pörssiyhtiön johtoon kohdistamasta kanteesta, jonka mukaan johto olisi syyllistynyt epälojaaliin toimintaan ja aiheuttanut omistajille haittaa maksimoimalla yhtiön osakkeen arvon lyhyellä aikavälillä, mutta vaikuttaneen siihen pitkällä aikavälillä negatiivisesti (esimerkiksi tekemättä jääneiden investointien johdosta), tuntuu hypoteettiselta. Esimerkiksi omien osakkeiden hankinta, käyttäen ostoon yhtiön hallussa olevat kassavarat, voisi johtaa yhtiön toiminnan kannalta epäedulliseen tilanteeseen ja pahimmassa tapauksessa maksukyvyyn menetykseen.

Osakeyhtiölaki mahdollistaa omien osakkeiden oston, mutta ei välttämättä turvaa riittävässä määrin osakkeenomistajien asemaa tilanteissa, joissa johto käyttäytyy opportunistisesti.

### **4.3 Sisäpiiritiedon väärinkäyttö**

Omien osakkeiden hankinnan osalta on ollut epätietoisuutta, voidaanko yhtiötä tai sen puolesta toimivia henkilöitä pitää rangaistusvastuullisina sisäpiiririkokseen. Yhdysvalloissa omien osakkeiden hankinnan laillisuuteen liittyvät kysymykset koskivat ennen vuotta 1982 nimenomaan sisäpiiritiedon ulottuvuutta<sup>146</sup>.

On pidettävä mielessä, että rikkomus vaatii tekijältään hyötymistarkoituksen. Syyllistyminen sisäpiiritiedon väärinkäyttöön on mahdollista. On selvää, että yhtiön toimiva johto, joko päättää omien osakkeiden hankinnasta, kuuluu rikoslaissa määriteltyyn sisäpiiriin. Koska omien osakkeiden hankinnan on havaittu vaikuttavan osakkeen kurssikehitykseen, hankinta avaa mahdollisuuden myös tiedon väärinkäyttöön. Tutkielmassa aiemmin esitellyn signaalointi-motiivin mukaan, johdolla voi olla eri käsitys yhtiön ”oikeasta” hinnasta, eli johdon arvion mukaan markkinat eivät osaa hinnoitella yhtiötä oikein. Jos yhtiö ryhtyy

---

<sup>146</sup> Katso 2.1.

hankkimaan omia osakkeitaan, hankinta ei saa perustua sisäpiiritietoon. Taustajatuksena on, ettei omien osakkeiden hankinta saa heikentää arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta. Osakkaiden yhdenvertaisen kohtelun ja mainitun markkinoiden luotettavuusvaatimuksen johdosta, yhtiölle on asetettu arvopaperimarkkinalaissa velvollisuus ilmoittaa hankinnoista julkisen kaupankäynnin järjestäjälle.<sup>147</sup> Helsingin arvopaperipörssin ohjesääntö sisältää tarkempia määräyksiä osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden takaamiseksi. Yhtiön ilmoitus on erityisen tärkeä siksi, että aika ajoin yhtiön hankinnat voivat käsittää merkittävän osuuden osakkeen päivävaihdosta, joka voi antaa markkinoille virheellisen kuvan kaupankäynnistä.<sup>148</sup> Sisäpiiritiedon väärinkäytön todistaminen on todennäköisesti vaikeaa<sup>149</sup>.

### **4.3 Erot aktiivisen ja passiivisen sijoittajan tavoitteissa ja resursseissa**

Eri sijoittajaryhmillä on erilaiset tavoitteet. Pienisijoittajan tai osakesäästäjän (*retail investor*), voidaan olettaa tavoittelevan tasaista tuottoa, vähän yllätyksiä (matalaa riskiä) ja vähäistä vaivannäköä sijoituksen arvonkehityksen seurannassa. Institutionaalinen sijoittaja saattaa tavoitella korkeampaa tuottoa. Tästä syystä hän voi olla valmis käyttämään enemmän voimavaroja ja aikaa sijoituksen tuoton seurantaan. Lisäksi institutionaalisen sijoittajan käyttämästä ajasta aiheutunut kustannus on pienempi suhteessa sijoitettuun pääomaan kuin pienisijoittajan kustannusten suhde sijoitettuun pääomaan<sup>150</sup>.

Tutkielman käsitteet aktiivinen (institutionaalinen) sijoittaja ja enemmistöosakas, ja vastaavasti pienosakkeenomistaja (osakesäästäjä) ja vähemmistöosakkaat, eivät ole täysin toisiaan vastaavia. Ensin mainituissa keskitytään informaation

---

<sup>147</sup> Kurenmaa 2003, s. 255–256.

<sup>148</sup> Listayhtiön omat osakkeet –ohje s. 2.

<sup>149</sup> Esimerkki näyttökynnyksen korkeudesta: Helsingin Sanomien mukaan, helsinkiläisen asianajajan epäiltiin luovuttaneen miehelleen sisäpiiritietoa tapauksessa, jossa OKO valmistautui hankkimaan enemmistön Pohjolan osakkeista. Mies oli ystävänsä kanssa ostanut Pohjolan osakkeita. Kaupan julkistamisen jälkeen Pohjolan osakkeiden arvo nousi huomattavasti, jonka jälkeen miehet myivät osakkeet 370.000 euron voitolla. Helsingin hovioikeus totesi, että koska sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ei voitu näyttää toteen, syytetyille ei voitu langettaa tuomioita. Tuomio ei ole vielä saanut lainvoimaa.

<sup>150</sup> Timonen 2000 (s. 25), katso transaktiokustannusten tyypittelystä tarkemmin.

saantimahdollisuuksiin sekä sen käsittelykykyyn. Toisena mainituissa olennaista on vallankäyttö.<sup>151</sup>

Toisena erotuksena kahden sijoittajaryhmän välillä on sijoitustoiminnan ammattimaisuuden aste. Institutionaalisen sijoittajan liiketoiminta saattaa perustua osittain tai kokonaan instituutioon sijoittaneiden tahojen varojen uudelleensijoittamiseen, kun taas piensijoittaja tekee sijoittamispäätöksen harvemmin, eikä siten käytä aikaansa jatkuvaan ja aktiiviseen markkinainformaation hankintaan ja käsittelyyn.

Yleistäen, institutionaalista sijoittajaa voidaan pitää aktiivisena sijoittajana ja osakesäästäjää vastaavasti pitkällä aikavälillä sijoittavana sijoittajana, joka suosii niin sanottu ”osta ja pidä” -strategiaa. Omien osakkeiden hankinta ja hankintauutiseen liittyvän informaation käsittely ei ole aktiiviselle sijoittajalle ongelma, koska aktiivinen sijoittaja on tottunut ”suodattamaan” yhtiön pörssitiedotusten sisältämästä informaatiosta olennaisen, ja tietää miten reagoida uuteen informaatioon.

Oletetaan yksinkertaistaen, että pörssiyhtiöllä olisi kaksi osakkeenomistajaa, joista toinen on institutionaalinen sijoittaja ja toinen osakesäästäjä. Aktiivinen institutionaalinen sijoittaja preferoi varojenjakotapana omien osakkeiden hankintaa yli osingonjaon, koska omien osakkeiden ostolla voi olla suurempi vaikutus pörssiyhtiön osakkeen arvoon ja se on verotuksellisesti hänelle kannattavampaa. Vaikka omien osakkeiden ostosta välittyvä informaatio voi sisältää vaikeasti tulkittavaa tietoa, on mahdollista, että hyödyt ylittävät omien osakkeiden ostosta aiheutuvasta tulkinnanvaraisesta tiedosta aiheutuvat haitat. Institutionaalisen sijoittajan valmiudet informaation analysointiin ovat tähän riittävät, ja analysoinnista aiheutuvat kustannukset pienet, verrattaessa niitä sijoitetun pääoman kokoon. Vastaavasti passiivinen piensijoittaja preferoi osingonjakoa yli omien osakkeiden oston, sillä hänen resurssinsa analysoida hankintaan liittyvää ”melua” ovat huonommat. Lisäksi, piensijoittajan ei tarvitse

---

<sup>151</sup> Kisanlahti 1999, s. 7.

osingonjaon tapauksessa miettiä, aiheutuuko varallisuudenjakopäätöksestä varallisuuden siirtymistä häneltä aktiiviselle sijoittajalle<sup>152</sup>.

Koska eri sijoittajilla on erilaiset varallisuudenjakomuotoon liittyvät preferenssit, tulisi tämän vaikuttaa myös siihen, miten sijoittajat arvostavat pörssiyhtiön osakkeen. Tilanteessa, jossa osakkeenomistajia on kaksi, olisi osakkeen markkina-arvo alkutilanteessa eri sijoittajatahojen näkemysten puolivälissä, olettaessa molempien omistavan saman verran osakkeita<sup>153</sup>. Olettaessa sijoittajien käyttäytyvän rationaalisesti ja olevan riskineutraaleja, olisi mahdollista, että piensijoittaja, oman näkemyksensä poiketessa yrityksen markkina-arvosta, päättäisi myydä osakkeensa ja institutionaalinen sijoittaja vastaavasti ostaisi piensijoittajan myymät osakkeet, arvostaessaan osakkeet arvokkaammaksi kuin markkinoiden konsensusarvio. Lopputilanteessa institutionaalinen sijoittaja omistaisi koko pörssiyhtiön osakekannan. Institutionaalinen sijoittaja voisi olla tilanteeseen tyytyväinen, sillä se olisi saanut osakkeet edullisemmin, kuin se olisi ollut valmis niistä maksamaan. Reaalimaailmassa osakkeenomistajia on paljon ja kunkin preferenssit poikkeavat enemmän tai vähemmän toisistaan. Jos eri omistajat preferoivat eri varallisuudenjakotapoja johtuen informaation epätasaisuudesta ja sen käsittelykyvystä, poikkeavat myös eri omistajatahojen arviot osakkeen oikeasta arvosta toisistaan.

Mikäli piensijoittajat karttaisivat omia osakkeitaan hankkivien yhtiöiden osakkeita, osakkeella ei enää käytäisi yhtä paljon kauppaa kuin tilanteessa, jossa osakkeen

---

<sup>152</sup> Aiheesta lisää 4.4.

<sup>153</sup> Jotta osakkeella on markkina-arvo, tulee osakkeella käydä kauppaa. Esimerkissä hetkellä t<sub>0</sub>, ennen kuin osakesäästäjällä ja institutionaalisella sijoittajalla on ollut tietoa yhtiön varallisuudenjakotavasta, ovat molemmat maksaneet osakkeesta saman verran, ja tämä on siten vallitseva markkina-arvo. Hetkellä t<sub>1</sub>, kun varallisuudenjakotavaksi paljastuu omien osakkeiden osto, diskonttaavat omistajat eri tuottovaatimuksella (piensijoittajan tuottovaatimuksen ollessa korkeampi, koska "informaatiomelu" aiheuttaa tuottovaatimuksen nousun), yrityksestä saatavan kassavirran nykyhetkeen, ja osakesäästäjä päättää myydä osakkeensa, hänen näkemyksensä poiketessa alaspäin osakkeen markkina-arvosta. Jos tilanteessa otettaisiin huomioon myös verotus, tulisi osakesäästäjän saamasta kassavirrasta vähentää osingosta maksettava vero, kun taas tapauksessa, jossa institutionaalinen sijoittaja olisi ulkomainen, sen verokohtelu olisi suopeampaa.

omistus olisi hajautuneempi. Tästä seuraisi omia osakkeita ostavan yrityksen osakkeen arvon aleneminen.

Pauli Vahtera esittää mielenkiintoisen näkökulman pienosakkaan asemaan tapauksessa, jossa pörssiyhtiö jakaa varallisuuttaan ainoastaan ostamalla omia osakkeitaan: *Pienosakas tekee yleensä pitkäaikaissijoituksia. Hän saisi tuloja osakkeista jatkossa vain myydessään osakkeensa. Mitäpä mieltä moisessa osakesäästämisessä sitten enää on? Paitsi, että jos osakkeen arvo nousisi oikein merkittävästi. Osingothan ovat korkoa tehdyille sijoitukselle ja osakkeenomistajan osuus yrityksen voitosta.* Hän jatkaa: *Enpä usko, että on kovin helppoa perustella eläkeläismummolle osakesäästäminen autuutta, jos pienikorkoiset talletukset vaihdettaisiin osingottomiin osakkeisiin. Piensijoittaja joutuisi aktiivisemman osakekaupan piiriin, kun osingoista tuleva kassavirta jäisi pois.*<sup>154</sup> Mikäli Vahtera on oikeassa, piensijoittavat haluavat osakesijoituksesta maksettavan tuoton osinkoina, jotta ne välttyisivät transaktiokuluilta.

#### **4.4 Informaation epätasainen jakautuminen eri osakkeenomistajaryhmien välillä**

Osakeyhtiön yhtiökokous valitsee pörssiyhtiön hallituksen ja hallitus vastaavasti yhtiön toimitusjohtajan. Koska yhtiökokous päättää määränemmistö päätöksellä omien osakkeiden hankinnasta, hallituksen esityksen perusteella, on mahdollista että johdon ja ammattimaisen sijoittajan intressit samastuvat. Tässä tilanteessa osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu voi vaarantua, jos johto laiminlyö osakesäästäjien intressien huomioon ottamisen. Ei kuitenkaan voida yleistäen sanoa enemmistön aina väärinkäyttävän valtaa. Voidaan kuitenkin sanoa, että jos

---

<sup>154</sup> Arvopaperi, toukokuu 2005. Reuters 2012 ja New York Times 2013: Yhdysvaltalainen Dell on kuuluisa omien osakkeiden osto-ohjelmistaan. Yhtiö on hankkinut omia osakkeitaan 25 vuoden aikana noin USD 39,7 miljardilla ja jakanut osinkoa vain USD 139 miljoonaa. Nykyinen markkina-arvo on noin USD 22 miljardia. Dellin tapauksessa ”osta ja pidä” -strategia ei olisi toiminut tyydyttävästi, sillä osakkeenomistaja ei olisi saanut juuri ollenkaan pääomanpalautuksia, vaikka yhtiö on tehnyt voittoa jokaisena kuluvana 10 vuotena ja maksanut lähes kaksinkertaisen määrän pääomanpalautuksia suhteessa sen nykyiseen markkina-arvoon. Osakkeen arvo oli 2012 lopussa noin USD 10, eli sama kuin 10 vuotta sitten. Yhtiön pääomistajaa ja pääjohtajaa on syytetty osakkeen arvon tukemisesta omia osakkeita ostamalla. Tämä on nostanut hänen optio-ohjelmiansa arvoa.

voidaan määritellä taho, joka valitsee johdon, voidaan myös osoittaa taho, joka käyttää yrityksessä valtaa.<sup>155</sup>

Oletettaessa, että pienosakkeenomistajan ja institutionaalisen sijoittajan välillä vallitsee informaation epäsymmetria, koska institutionaalisella sijoittajalla on parempi pääsy yhtiötä koskeviin tietoihin, ja parempi tietämys siitä, mikä yhtiön todellinen motiivi omien osakkeiden hankintaan on, on institutionaalinen sijoittaja paremmassa asemassa. Tällöin osakesäästäjä joutuu tekemään päätöksensä kärsien toista sijoittajaryhmää suuremmasta epävarmuudesta, rajallisemmasta informaatiosta ja suhteessa suuremmista valvontakustannuksista, jotka kaikki ovat transaktiokustannuksia<sup>156</sup>. Yhtiön johto toimii siten, kuin sen nimittänyt määräysvaltaa käyttävä omistaja haluaa.

Mikäli yhtiön johto ja enemmistöomistajat pitävät todennäköisenä, että osake on aliarvostettu suhteessa tulevaisuuden kassavirtaan, yhtiön kannattaa hankkia osakkeita markkinoilta. Omien osakkeiden hankintaan sisältyy aina varallisuuden siirtoa yhden osakkeenomistajan taskusta toiseen. Paremmin informoidun yritysjohton toiminta, jolla pyritään siirtämään huonommin informoitujen osakkeenomistajien varallisuutta yhtiölle, ja siten jäljelle jääville osakkeenomistajille, on osakkeensa yhtiölle myyvien osakkeenomistajien hyväksikäyttöä. Osakeanti on omien osakkeiden hankinnan vastinpari tapana hyödyntää osakkeen väärinhinnoittelutilannetta. Yhtiön kannalta oikein ajoitetulla osakeannilla (osakkeen arvon ollessa korkea) yhtiö saa kerättyä enemmän varoja sijoittajilta kuin, jos osakkeen arvo vastaisi yhtiön todellista kassavirrantuottokykyä. Aivan kuten osakkeiden hankinnan tapauksessa, kyseessä on varallisuuden siirto huonommin informoiduilta (antiin osallistuneilta) sijoittajilta paremmin informoiduille sijoittajille.<sup>157</sup>

---

<sup>155</sup> Timonen 2000, s. 75.

<sup>156</sup> Timonen 2000, s. 34. Kuten tutkielmassa on aiemmin tuotu esille, tässä käytetään riskin ja epävarmuuden käsitteitä synonyymeina. Rahoitusteoriassa standardipoikkeaman suuruutta, eli tuotto-odotuksen vaihtelua, käytetään riskin synonyymina

<sup>157</sup> De Angelo ym. 2009 (s. 83) mukaan Clark 1986 sekä Brennan ja Thakor 1990.

Akerlöf kehitti haitallisen valikoitumisen teorian. Hän havainnollisti teoriaa esimerkillä käytettyjen autojen kaupasta. Tiivistetysti, ostajalla ei ole mahdollisuutta tietää missä kunnossa auto on ennen kuin kaupat on tehty. Potentiaaliset myyjät, jotka tietävät kokemuksesta, että heidän autonsa toimii moitteettomasti, eivät myy autojaan käytettyjen autojen markkinoilla. Vastaavasti huonosti toimivat autot ajautuvat markkinoille, ja käytettyjen autojen markkinat täyttyvät pääosin huonoista autoista.<sup>158</sup>

Kuvitellaan, että yritysjohdolla on tiedossa seikkoja, joiden perusteella osakkeen arvon voidaan arvioida laskevan lähitulevaisuudessa. Tilanteessa yritysjohto toimii paremmin informoidun sijoittajan vaatimusten mukaan ja ostaa paremmin informoidulta (yhtiökokouksessa valtaa käytännössä käyttävältä) sijoittajalta merkittävän osan tämän osakkeista. Vastaavasti, jos osakkeen arvon ennakoidaan nousevan, paremmin informoidut sijoittajat eivät myy osakkeitaan. Kaupankäynti on kuitenkin toteutettava jatkuvassa kaupankäynnissä, käytännössä automaattisessa tarjousten täsmäytysmenettelyssä, jotta osakkeenomistajien osakeyhtiölain yhdenvertaisen kohtelun vaatimus täyttyisi.<sup>159</sup> Huonommin informoitujen piensijoittajien on kuvatussa tilanteessa vaikea ennakoida sitä, tuleeko hän ostaneeksi ”sitruunoita” vai ”omenoita”. Tästä syystä johtuen, heidän luottamuksensa omia osakkeitaan pörssikauppana ostavia yhtiöitä kohtaan voi laskea. Toisaalta, aiemmin kuvattu signaointi-teoria ei vaikuttaisi tukevan tätä ajatusta, sillä joidenkin tutkimusten mukaan, omia osakkeitaan ostaneiden yhtiöiden osakkeiden arvo on noussut.

Exit-oikeus on osakkeenomistajan tärkeimpiä oikeuksia, sillä osake ei koskaan eräänny maksettavaksi<sup>160</sup>. Arvopapereista, joilla ei ole maturiteettia, kutsutaan myös perpetuaali-sijoituksiksi. Tästä syystä on erittäin tärkeää, että osakkeen arvonmääritys ei häiriinny ja kaikki oleellinen tieto suodattuu markkinoille. Tämän lisäksi, markkinoilla tulisi käydä riittävästi kauppaa, niin että omistaja pystyy myymään omistuksensa ilman mittavia realisointikustannuksia. Normaalin exit-

---

<sup>158</sup> Akerlöf 1970.

<sup>159</sup> Mähönen ja Villa 2006, s. 500–501.

<sup>160</sup> Vahtera 2011, s. 361.



oikeuden käyttömahdollisuus häiriintyy, kun markkinat pelkäävät epätasaisesta tiedosta aiheutuvaa opportunistista käyttäytymistä, joka johtaa hinnan vääristymiin. Omistaja, joka haluaisi realisoida omistuksensa, ei tee näin, koska pelkää myyvänsä osakkeet kontrollia käyttävän osakkeenomistajan kyseenalaisten liiketoiminnallisten ratkaisujen johdosta ” liian halvalla”<sup>161</sup>.

Olettaessa piensijoittajien toimivan rationaalisesti, voidaan omien osakkeiden hankintamahdollisuuden olettaa vaikuttavan heidän haluunsa sijoittaa osakkeisiin.

Jos omien osakkeiden hankintamahdollisuus vähentää osakesäästäjien kiinnostusta suoriin osakesijoituksiin, omien osakkeiden hankintamahdollisuus heikentää pörssiyhtiöiden mahdollisuuksia saada oman pääomanehtoista rahoitusta. Mikäli yritysten rahoituksen saantimahdollisuudet heikkenevät, osa kannattavista investoinneista jää tästä syystä tekemättä. Koska piensijoittajat sijoittavat vaihtoehtoisin sijoituskohteisiin osakkeiden sijaan, allokoituvat varat vaihtoehtoisin, ja mahdollisesti kansantalouden kannalta epäoptimaalisiin, sijoituskohteisiin. Tällaisessa tilanteessa omien osakkeiden hankinnan mahdollistava lainsäädäntö saa aikaan liiketaloudellisesta joustavuudesta saatavien hyötyjen lisäksi sekä tehokkuus- että oikeudenmukaisuustappioita.

---

<sup>161</sup> Vahtera 2011, s. 361.

## 5 OSAKKEENOMISTAJIEN YHDENVERTAISUUDEN TOTEUTUMINEN

### 5.1 Yhdenvertaisuudesta

On mielenkiintoista pohtia omien osakkeiden oston suhdetta yhdenvertaisuusperiaatteeseen, joka on eittämättä yksi kantavista yhtiöoikeudellisista periaatteista. Omien osakkeidenostopäätös vaatii, pörssiyhtiön tapauksessa, yhtiökokouksen määräenemmistön hyväksynnän (OYL 15:5.1). Se, että hyväksyntä vaatii määräenemmistön, tekee todennäköisemmäksi eri sijoittajaryhmien intressien huomioonottamisen. Kuitenkin on vaarana, että osakkeenomistajien yhdenvertaisuus vaarantuu tapauksessa, jossa pörssiyhtiön johto tekee omien osakkeiden ostopäätöksen aktiivisten sijoittajien intressien nojalla.

Osakeyhtiölain mukaan: *Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella* (OYL 1:7).

Uutta osakeyhtiölakia koskevan hallituksenesityksen mukaan, yhdenvertaisuusperiaatetta tulisi tulkita seuraavasti: *Yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen merkitsee sitä, että yhtiön varat jaetaan osakkeenomistuksen ja yhtiöjärjestyksen mukaisesti, eikä niitä pyritä eri tavoin siirtämään osakkeenomistajien enemmistölle* (HE 109/2005 s. 18). Kun omia osakkeita ostetaan avoimessa pörssikaupassa, kaikilla osakkeenomistajilla on yhtäläinen oikeus myydä omat osakkeensa, tai osa omista osakkeistaan, osakkeet liikkeelle laskeneelle pörssiyhtiölle. Näin ollen, yhdenvertaisen kohtelun vaatimus täyttyy ainakin näennäisesti.

Kaisanlahti käsittelee väitöskirjassaan osakkaiden yhdenvertaisuutta kahdenlaisissa tapauksissa. Osassa yhdenvertaisuuden loukkaustapauksista loukataan muodollista yhdenvertaisuutta. Vastaavasti osassa tapauksista yhdenvertaisuusperiaatteen muodolliset kriteerit täyttyvät, mutta faktisesti kyseessä on periaatteen loukkaus. Ensin mainituissa tapauksissa loukkauksen

toteaminen on helppoa: esimerkiksi tilanne, jossa enemmistöosakkeenomistajan edustaja saa perusteetonta etua osakesäästäjien kustannuksella. Toisena mainitunkaltaisesta tapauksesta käy päätös olla jatkuvasti jakamatta osinkoa yli lain edellyttämän tason<sup>162</sup>. Kaisanlahden mukaan viimeksi mainittu tilanne ei kuitenkaan ole taloudellisen analyysin kannalta ongelmallinen, sillä sijoittajan tulisi ottaa pörssiyhtiön osingonjakopolitiikka huomioon ennen osakkeeseen sijoittamista<sup>163</sup>.

Ensisijaisesti osakeyhtiön tarkoituksena on voiton maksimointi. Osakkeenomistajien intressit tulevat huomioiduksi vain välillisesti. Kun omia osakkeita hankitaan liiketaloudellisesti hyväksyttävillä perusteilla (erotuksena opportunistinen väärinkäyttö), yhtiön johdon ja kontrolloimistajien tavoitteena on omia osakkeita hankkimalla nostaa yhtiön arvoa. Mikäli voitontuottamiskyky paranee, se hyödyttää osakkeenomistajia, jotka eivät myy osakkeita yhtiölle. Tässä tapauksessa osakkeensa yhtiölle myyneet omistajat myyvät osakkeensa yhtiölle hintaan, joka alittaa osakkeen arvon myynnin jälkeen. Voitontuottamistarkoitus on tässä mielessä ensisijainen suhteessa osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin.

Hyvän corporate governance -järjestelmän tulee ottaa huomioon myös vähemmistöosakkeenomistajien intressit. Osakkeenomistajan on mahdollista ottaa huomioon omien osakkeiden hankinnan käyttäminen varallisuudenjakomuotona tutustumalla yrityksen varallisuudenjakopolitiikkaan ennen sijoituspäätöstä. Taloudellisen analyysin kannalta tilanne on sinänsä ongelmaton.

Osakeyhtiölaki on instituutio, jolla on olennainen merkitys ajateltaessa corporate governance -järjestelmää. On tunnustettava, että omien osakkeiden hankinta - tai muu sen kaltainen sijoittajien eriarvoisuutta syventävä menettely - voi olla oikeudenmukaisuusnäkökulmasta ongelmallinen. Arvioitaessa osakeyhtiölakia osana corporate governance -järjestelmää, on omien osakkeiden hankintamahdollisuudella arviossa oma merkityksensä.

---

<sup>162</sup> Kaisanlahden 1999 (s. 85) mukaan Ohlson 1964.

<sup>163</sup> Kaisanlahti 1999, s. 84–89.

Toki voidaan vedota siihen, että piensijoittajalla on yhtäläinen äänioikeus yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti, ja tämä täyttäisi lakimääräisen vaatimuksen tasapuolisesta kohtelusta. On myös huomioitava osakeyhtiölain suhteellisuusperiaate, jonka mukaan suhteellinen valtaosuus yhtiössä on lähtökohtaisesti sama kuin taloudellinen riski yhtiössä. Periaatteen tulkinnan mukaan, enemmistön suurempi intressi oikeuttaa vallankäytön.<sup>164</sup>

Osakeyhtiölaki sisältää säännöksen osakeyhtiön vähemmistöosingosta: *Osinkona on jaettava vähintään puolet tilikauden voitosta, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät määrät, jos sitä varsinaisessa yhtiökokouksessa ennen voiton käyttämistä koskevan päätöksen tekemistä vaativat osakkeenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista osakkeista* (OYL 13:7.1). Huomioitaessa transaktiokulut<sup>165</sup> ja yhteydenpito-ongelma, on selvää, että 10 prosentin vaatimuskin on melkoisen korkea – näin ollen ammattimaiset sijoittajat päättävät useimmiten täysin pörssiyhtiön varallisuudenjaosta.

Veikko Vahteran näkemys yhdenvertaisuuden toteutumisesta nojaa yritystoiminnan järjestämiseen osakeyhtiömuodossa: *Yhdenvertaisuusperiaate ilmentääkin ensi sijassa transaktiokustannuksia alentavaa tehokkuusperiaatetta eikä heikomman suojaamista. Tosin tehokkuusperiaate on yhtiöoikeudessa varsin lähellä heikomman suojaamista, koska henkilöt eivät vapaaehtoisesti hankkiudu sellaisiin oikeussuhteisiin, joissa heidän (vähemmistön) asemansa loukkaaminen olisi mahdollista.*<sup>166</sup> Olettama siitä, että piensijoittaja kävisi kattavasti läpi eri väärinkäyttötilanteet ennen sijoituspäätöstä, on jossain määrin epärealistinen. Vahteran mukaan, vähemmistöomistajan asemaa turvaa parhaiten

---

<sup>164</sup> Vahtera 2011 s. 385.

<sup>165</sup> Timonen 2000 (s. 25): *Etsintäkustannukset ovat potentiaalisten sopimuskumppanien tai asiakkaiden etsimisestä ja löytämisestä aiheutuvia kustannuksia ja (S)opimuskustannukset ovat sopimusneuvotteluista ja sopimuksen laatimisesta aiheutuvia kustannuksia.*

<sup>166</sup> Vahtera 2011, s. 97.

voitontuottamistavoite, joka sisältyy osakeyhtiölakiin, sekä toiminnan tarkoitus, jonka tulee käydä yhtiöjärjestyksen toimialakuvauksesta<sup>167</sup>.

## **5.2 Transaktiokustannusten vaikutus pienosakkeenomistajien asemaan**

Timosen mukaan Macey on määritellyt osakkeenomistajan rationaalisen tietämättömyyden seuraavasti: *Jokainen yksittäinen osakkeenomistaja, joka tekee sen rationaalisen johtopäätöksen, että hänen pyrkimyksillään kontrolloida yritysjohtoa on vähän tai ei lainkaan vaikutusta, luopuu yrittämästään kontrolloida johdon toimia.* On otettava huomioon informaation hankkimisesta ja käsittelemisestä aiheutuvat kulut, jolloin tästä aiheutuvat kustannukset saattavat ylittää tavoiteltavat hyödyt. Mitä hajautuneempi yrityksen omistus on sitä todennäköisemmin osakkeenomistajat toimivat rationaalisen tietämättömästi. Tästä syystä johtuen se ei sovellu parhaiten tilanteisiin, jossa institutionaaliset sijoittajat ovat merkittävässä asemassa.<sup>168</sup> Väärinkäytöstilanteen todentaminen on hankalaa, mikä nostaa entisestään valvontakuluja<sup>169</sup>.

Huonossa corporate governance -järjestelmässä kontrollivaltaa käyttävät omistajat voivat hyväksikäyttää asemaansa muiden omistajien kustannuksella. *(K)ontrolliomistajablokeista maksettava preemio oli Italiassa ja Meksikossa yli 30 prosenttia, kun vastaava luku oli Ruotsissa seitsemän prosenttia.* Hyväksikäyttömahdollisuudesta johtuen, kontrollimahdollisuudesta ollaan valmiita maksamaan enemmän. Suomessa ei esiinny tällaista äänivallan merkittävästi korkeampaa hinnoittelua, joten corporate governance -järjestelmämme vaikuttaa tehokkaalta, ja Suomi osakesijoittamiselle otolliselta paikalta.<sup>170</sup>

Jotkut yritykset laskevat liikkeelle useampia osakesarjoja, joiden äänivaltaoikeudet eroavat toisistaan. Äänivallan arvostus, eli osakkeen lisä-äänistä maksettava preemio, on angloamerikkalaisissa ja skandinaavisissa maissa nollan ja 10 prosentin väliä, mikä myös indikoi corporate governance -järjestelmien

---

<sup>167</sup> Vahtera 2011, s. 158–159.

<sup>168</sup> Timosen 2000 (s. 80) mukaan Macey, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling*, s. 29.

<sup>169</sup> Vahtera 2011, s. 369.

<sup>170</sup> Vahteran 2011 (s. 423) mukaan Gilson 2006.

tehokkuutta.<sup>171</sup> Ruotsissa ero on noin prosentin ja Italiassa ja Meksikossa 30 prosenttia<sup>172</sup>. Sekä pienestä kontrolliblokin hankintapreemiosta ja äänivallan hinnoittelusta päätellen, vähemmistöosakkeenomistajat eivät koe, että he voisivat joutua väärinkäytöksen uhriksi. Ehkä rationaalinen tietämättömyys on osittain myös tämän seurausta.

Tarkasteltaessa pörssiyhtiön varallisuudenjakopolitiikkaa suhteessa tilanteisiin, joissa muodollisen yhdenvertaisuuden kriteerit täyttyvät, voidaan ajatella tilannetta, jossa pörssiyhtiö jakaa varallisuuttaan poikkeuksetta vain omia osakkeitaan ostamalla. Tilanteessa pienosakkeenomistajien asema on heikompi kuin institutionaalisten, yhtiökokouksessa valtaa käyttävien ja aktiivisten, osakkeenomistajien asema<sup>173</sup>. Tämä näännyttäisi piensijoittajat ja osakkeen kiinnostavuus sijoituskohteena vähenisi.

Sijoittajansuojasäännösten indispositiivisuutta on perusteltu tarpeella suojata vähemmistöosakkaita enemmistöosakkaan ja yritysjohdon opportunistilta ja oikeusvarmuusnäkökannoilla. Viimeksi mainitulla tarkoitetaan yleisesti sitä, että yhtiöt toimivat samojen sääntöjen mukaan.<sup>174</sup> Olennaista on vähemmistön oikeuksien huomioonottaminen varallisuudenjakomuotoa valittaessa. Osakeyhtiölain mukaan osakeyhtiön yhtiökokous tarvitsee määräänemmistö päätöksen omien osakkeiden ostoon ryhtymiseksi, kun taas osingonjakopäätökseen riittää enemmistö päätös. Otettaessa hajanaisen pienosakkeenomistajajoukon liittoutumisesta ja/tai yhtiökokoukseen osallistumisesta aiheutuvat transaktiokustannukset huomioon, herää kysymys: onko määräänemmistövaatimus riittävä tae vähemmistöosakkeenomistajien etujen huomioon ottamiseksi?

---

<sup>171</sup> Vahteran 2011 (s. 423) mukaan Nenova 2003.

<sup>172</sup> Vahteran 2011 (s. 423) mukaan Gilson 2006.

<sup>173</sup> Tästä aiemmin sivulla 51.

<sup>174</sup> Kaisanlahti 1999, s. 65–66.

Timosen luokittelussa oikeudenkäyntikulut kuuluvat jälkikäteisiin transaktiokustannuksiin<sup>175</sup>. Mikäli pienosakkeenomistaja haluaa puolustautua oikeusloukkauksilta, tulee tuomioistuinjärjestelmän tarjota todellinen mahdollisuus saada asia viivytyksettä käsitellyksi. Savelan mukaan osakeyhtiölain järjestelmä ei luo puitteita, jotka tarjoaisivat todellisia mahdollisuuksia yhtiökokouksen päätösten riitauttamiseksi: *Erityisesti silloin, jos enemmistö tietää, että vähemmistön on vaikeaa ja kallista lähteä oikeuteen ja sieltä mahdollisesti saatavat sanktiot ovat pieniä ja pitkän ajan kuluttua toteutettavia, enemmistö voi lähteä siitä, ettei yhdenvertaisuusperiaatetta tarvitse noudattaa.*<sup>176</sup>

### **5.3 Enemmistöperiaate riidattoman päätöksenteon mahdollistajana**

Enemmistöperiaatteen mukaan pörssiyhtiössä valtaa käyttää sen enemmistöomistaja. Itse asiassa, vähemmistösuojan ylikorostuminen aiheuttaisi ongelmia liiketoiminnallisia päätöksiä tehtäessä ja saisi pahimmillaan aktiivista omistajavaltaa käyttävät tahot vieroksumaan yhtiöitä, jotka toimivat maissa, joiden yhtiöoikeudellinen lainsäädäntö ylikorostaa vähemmistösuojaa<sup>177</sup>. Merkityksettömän kokoinen vähemmistö voisi pahimmassa tapauksessa haitata liiketoiminnallisten päätösten tekoa, ja siksi on haluttu välttää vähemmistön väärinkäytösten vaara. Tämä voisi käytännössä johtaa enemmistön taloudellisesti järkevien päätösten tekemisen ja johdon toiminnan estymiseen.<sup>178</sup> *Vähemmistön oikeutettu intressi ei osakeyhtiössä ulotu liiketoiminnallisiin päätöksiin, vaikka niillä onkin suora yhteys osakkeenomistajan omistuksestaan saamaan hyötyyn*<sup>179</sup>. Kun sijoittaja tekee sijoituksen osakeyhtiöön, hänen tulee olla valmis sietämään hänen varallisuuteensa kohdistuvat toimenpiteet, vaikka ne poikkeaisivatkin hänen henkilökohtaisista riskipreferensseistään<sup>180</sup>.

---

<sup>175</sup> Timonen 1997, s. 92.

<sup>176</sup> Vahteran 2011 (s. 106) mukaan Savela, Defensor Legis 2010 s. 5. Timonen 2000 (s. 26) käyttää tästä transaktiokustannuksesta nimeä järjestelmäkustannus.

<sup>177</sup> Vahtera 2011 (s. 101), toisaalta La Porta ym. 1999 tulivat siihen tulokseen, että vähemmistön suojan tulisi olla riittävä. Tästä myöhemmin luvussa 9.

<sup>178</sup> Vahteran 2011 (s. 211–212) mukaan Cederberg, Lauri ja Ylöstalo, Matti 1966: Vähemmistöoikeuksien turvaaminen osakeyhtiössä s. 63.

<sup>179</sup> Vahtera 2011, s. 212.

<sup>180</sup> Vahtera 2011, s. 213.

Pelkona on, ettei yritysjohton päätöksiä ohjaa kukaan. Näin voi tapahtua, kun valtaosa osakkeenomistajista on ”vapaamatkustajia”, joko luottaen johdon integriteettiin ja ammattitaitoon tai siihen, että muut osakkeenomistajat valvovat johdon toimintaa. Monet merkittävät sijoittajat ovat finanssisijoittajia, eivätkä pyrikään saamaan enemmistöomistusta ja tai vaikuttamaan yrityksen liiketoiminnallisiin päätöksiin. Rahoittajat näkevät vahvan kontrolliomistajan, joka valvoo johdon toimintaa, usein yrityksen arvon ja luottokelpoisuuden kannalta positiivisena tekijänä.

Valta voi mahdollistaa väärinkäytökset, mutta niiden havaitseminen voi olla hankalaa. *Usein toimenpiteet, jotka eivät ole hyväksyttäviä (väärinkäytökset), yritetään saada näyttämään hyväksyttäviltä liiketoimintariskeiltä ja enemmistöperiaatteen sisälle kuuluvilta. Tällöin vähemmistöosakkeenomistajien asemaa loukkaavia toimenpiteitä perustellaan enemmistön taholta tyypillisesti liiketoiminnallisilla syillä.*<sup>181</sup>

Omien osakkeiden hankinta julkisilta markkinoilta on rinnastettu suunnattuun osakeantiin. Ensin mainitussa poikkeama omistukseen liittyvästä oikeudesta kohdistuu varojen jakoon omistusten suhteessa ja toisessa liikkeelle laskettavien osakkeiden merkintäoikeudesta omistusten suhteessa (HE 109/2005, s 99–100 ja s. 138). Vahteran mukaan, edellytyksenä suunnatun annin järjestämiselle on painava taloudellinen syy. Yhtiön tulee pystyä näyttämään objektiivisesti hyväksyttävä ja yhdenvertaisuusperiaatetta kunnioittava taloudellinen syy menettelylle. Oleellista ei niinkään ole se, tuleeko menettelystä joillekin osakkeenomistajille oikeuden subjektiivisia menetyksiä. Oikeuden menetykseen vetoavalla on velvollisuus jälkikäteen näyttää, ettei taloudellisia perusteita ollut.<sup>182</sup> Perusteiden osoittaminen voi olla hyvin vaikeaa.<sup>183</sup> *Markkinaistumisen vaikutus on lisännyt yhtiöoikeudellista toimintavapautta, jonka voidaan katsoa heijastuvan*

---

<sup>181</sup> Vahtera 2011, s. 232.

<sup>182</sup> Vahtera 2011, s. 248–249.

<sup>183</sup> Katso lisää luvun 6 alla.



*siihen, miten yhtiöoikeudessa suhtaudutaan väärinkäytösrisikin tyyppitilanteisiin*<sup>184</sup>. Tällä Vahtera viittaa 2006 osakeyhtiölain muutoksiin. Esille nostettujen lähipiirilainasäätelyn keventämisen ja maksuttoman suunnatun annin listaan voitaneen lisätä omien osakkeiden hankintamahdollisuuden korotus viidestä kymmeneen prosenttiin. Muutokset osoittavat, että vähemmistösuojan painotus pieniä ja liiketaloudellinen toimintavapaus sekä enemmistöperiaatteen painoarvo korostuivat. Muutosten jälkeen sekä väärinkäytösriskien että hyväksyttävien liiketoiminnallisten riskien ottamisen mahdollisuudet ovat laveammat. Vähemmistön mahdollisuudeksi jää vedota sekä oikeussuojajärjestelmään, jolla on mahdollisuus rangaista väärinkäyttäjää (ex post), että järjestelmän olemassaolon luomaan pelotesuojaan (ex ante).<sup>185</sup> Savelan näkemys on, ettei *access to justice* -mahdollisuus tässä tapauksessa kuitenkaan tehokkaasti toteudu<sup>186</sup>.

Kaisanlahti kirjoittaa niin sanotun yleislausekkeen, eli osakkeenomistajan syrjäntäkiellon, tulkinnasta ja sen suhteesta osakeantiin: *(A)rgumentointi nojautuu näin annin liiketaloudelliseen hyväksyttävyyteen. Ongelmana on kuitenkin se, että "hyväksyttäviä" taloudellisia perusteita voidaan lähes aina osoittaa annille: jokainen emissio vahvistaa yhtiön pääomarakennetta. Tämän kiistävä moitekanne ei voine menestyä kuin poikkeuksellisesti. Väärinkäyttötilanne voisi tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, kun halutaan vesittää muiden kuin määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien omistusta.*<sup>187</sup> Luultavasti myös omien osakkeiden hankintaa koskevan moitekanteen menestymismahdollisuudet olisivat mainituista syistä heikot, sillä johto voinee aina osoittaa "hyväksyttäviä" liiketaloudellisia syitä hankinnalle.

Vaikka Vahteran mukaan yhtiön toimialamääräys on oleellisin pienosakkaita suojaava normi, se antaa pienosakkaille käytännössä vain näennäisen suojan. Toimialamääräys suojaa ennen kaikkea määräysvaltaa käyttävää omistajaa liiketoimintajohdon toimenpiteiltä. Toimialamääräyksestä päätetään

---

<sup>184</sup> Vahtera 267.

<sup>185</sup> Vahtera 267–268 ja 275.

<sup>186</sup> Katso 5.2.

<sup>187</sup> Kaisanlahti 1999 (s. 88–89), viittaa Bergström ja Samuelsson 1997 s. 144 ja Rodhe 1995, s 266–267.

määräenemmistö päätösjärjestyksessä, mutta se ei sinällään tehokkaasti suojaa pienosakkeenomistajia määräysvaltaa käyttävien osakkeenomistajien toimenpiteiltä.<sup>188</sup>

#### **5.4 Yhtiöjärjestyksen tahdonvaltaisuus**

Kaisanlahti päätyy *de lege ferenda* -arviossaan siihen, että osakeyhtiölaki voisi mahdollistaa kunkin pörssiyhtiöiden vähemmistöosakkaidensuojasta disponoinnin yhtiöiden yhtiöjärjestyksessä. Hän päätyy arviossaan siihen, että pienosakkaat osaavat arvioida yhtiöiden yhtiöjärjestyksiin sisältyvän riskisyyden. Riskipremio heijastuisi osakkeen arvoon sitä alentavasti.<sup>189</sup> Mikäli tämä olisi mahdollista, myös omien osakkeiden hankintamahdollisuudesta päättäminen voisi olla pienosakkaan näkökulmasta tervetullutta. Pienosakas, joka kokee omien osakkeiden hankinnan heikentävän hänen asemaansa, ei ostaisi yhtiöiden osakkeita, joiden yhtiöjärjestys mahdollistaa hankinnan. Toisaalta, edes määräenemmistövaatimus ei täysin ratkaisisi ongelmaa, sillä määräävässä asemassa oleva sijoittaja voisi aina muuttaa yhtiöjärjestyslausekkeen<sup>190</sup>. Kuitenkin, lauseke voisi antaa viitteen määräysvaltaa käyttävän sijoittajan suhtautumisesta asiaan. Kaisanlahti ehdottaa, että vähemmistöosakkaalla tulisi olla mahdollisuus tehdä lunastusvaatimus, mikäli hän vastustaa yhtiöjärjestysmuutosta. Lunastus tehtäisiin muutosta edeltävään osakkeen arvoon.<sup>191</sup> Vahteran mukaan, lunastusvaatimuksen kaltaiseen erityiseen exit-oikeuden käyttöön tulisi turvautua vain harvoin. Erityinen exit-oikeus on normaalin exit-oikeuden<sup>192</sup> substituutti riskienhallintajärjestelmässä, ja tässä tapauksessa normaali exit-oikeus toimisi kanavana realisoida omistus.<sup>193</sup> Lunastusvaatimuksen sisällyttäminen yhtiöjärjestykseen ei todennäköisesti olisi tästä syystä oikeutettua.

---

<sup>188</sup> Vahtera 2011, s. 207.

<sup>189</sup> Kaisanlahti 1999, s. 90.

<sup>190</sup> Katso 5.2.

<sup>191</sup> Kaisanlahti 1999, s. 94.

<sup>192</sup> Katso luku 4.4.

<sup>193</sup> Vahtera 2011, s. 361.

## 6 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA JA JOHDON OPPORTUNISTINEN KÄYTTÄYTYMINEN

### 6.1 Varojenjakotapojen vaikutus osakkeen arvoon ja tunnuslukujen manipulointi

Osingonjaon jälkeen yhtiön osakkeen arvo laskee kutakuinkin osakekohtaisen osingon verran. Tästä syystä johtuen pörssiyhtiön johdolla on kannustin hankkia yhtiön osakkeita sen sijaan, että se jakaisi yhtiön varallisuutta jakamalla osinkoa.

Omia osakkeita hankkimalla johto pystyy vaikuttamaan osakekohtaisiin tunnuslukuihin. Tunnuslukujen paraneminen johtaa osakkeen arvon nousuun, jos analyytikot antavat enemmän osto-suosituksia. Kuten omien osakkeiden hankintamotiiveja käsittelevässä kappaleessa todettiin, pörssiyhtiöitä ammatikseen seuraavat analyytikot saattavat kiinnittää enemmän huomiota yhtiön tunnuslukuihin kuin esimerkiksi yhtiön tekemään voittoon ja sitä kautta sen jakamaan kassavirtaa.

### 6.2 Johdon optio-ohjelmat ja opportunistinen käyttäytyminen

Erilaiset pörssiyhtiöiden johdon palkitsemisjärjestelmät ovat tapa pyrkiä sitouttamaan yritysjohtajat pörssiyhtiöiden toimintaan. Palkitsemisjärjestelmät ovat aiheuttaneet paljon keskustelua - ja katkeruutta - niin lehtien palstoilla kuin torikahvioissakin.

Kun Fortumin hallitus pyysi yhtiökokoukselta valtuutusta hankkia omia osakkeita 500 miljoonan euron arvosta vuoden 2006 maaliskuussa, Suomen valtiota edustanut kaupp- ja teollisuusministeri Mauri Pekkarinen äänesti valtuutusta vastaan. Myöhemmin vuoden 2007 yhtiökokouksessa ministeri Pekkarinen suostui esitykseen omien osakkeiden hankinnasta 300 miljoonan euron arvosta.<sup>194</sup>

Helsingin Sanomien mukaan, vuoden 2006 keväällä Fortumin osakkeen arvonmuodostukseen sidotut johdon optio-ohjelmat aiheuttivat paljon keskustelua. Optio-ohjelmien arvo nousi, öljyn kallistumisen jälkeen, huomattavasti osakkeen arvon perässä. Monien mielestä tämä oli epäoikeutettua. Helsingin Sanomat arvioi vuoden 2006 hankkimattajättämispäätöksen taustalla olleen osakkeiden

---

<sup>194</sup> Helsingin Sanomat 29.3.2007.

hankinnasta aiheutuvan osakkeen arvon nousu entisestään. Toisin sanoen, optiopalkkiot olisivat jatkaneet nousua, mikäli valtio, Fortumin pääomistajana, olisi valtuuttanut yhtiön hallituksen hankkimaan osakkeita. Tämä olisi voinut vaikuttaa negatiivisesti Keskusta puolueen kannatukseen eduskuntavaaleissa.<sup>195</sup>

Mietittäessä optio- ja osakepohjaisten kannustinjärjestelmien perustetta, on selvää, että kyseessä on pyrkimys poistaa tai ainakin vähentää agenttikustannuksia, jotka johtuvat johdon ja omistajien välisestä informaation epäsymmetriasta sekä mahdollisesta intressien eroavuudesta. Tilanteessa, jossa agentin kompensatio, osakkeiden tai osto-optioiden omistuksen kautta, riippuu vahvasti pörssiyhtiön osakekurssin kehityksestä, voisi helposti kuvitella agenttiongelman häviävän. Asia ei kuitenkaan välttämättä aina ole näin. Ensinnäkin, yritysjohto ja osakkeenomistaja ovat sitoutuneet yrityksen toimintaan eripituisiksi ajaksi. Toisekseen, yritysjohtaja on sitoutunut yrityksen toimintaan eri intensiteetillä kuin omistajat.

Johdon optio-ohjelmat voivat pahimmassa tapauksessa saada yritysjohtoon toimimaan lyhyemmällä tähtäimellä kuin, jos johdon optio-ohjelmaa ei käytettäisi johdon sitouttamiskeinona. Tämä johtuu siitä, että optio-ohjelmat vanhenevat tietyssä ajassa, jonka jälkeen ne voivat raueta arvottomina, mikäli yhtiön osakekurssi ei ole korkeammalla kuin hinta, mihin optiot antavat oikeuden ostaa yhtiön osakkeita. Toisekseen, mikäli optiolla on arvoa, se saattaa houkuttaa yhtiön johdon toimimaan lyhytjänteisesti, koska optioihin sisältyy vipuvaikutus (*leverage*), eli sen arvo kasvaa huomattavasti nopeammin kuin osakkeen arvo. Kuten empiiriset tutkimukset osoittavat, omien osakkeiden hankinnan on havaittu nostavan pörssinoteeratun yrityksen arvoa. Mikäli omia osakkeita hankitaan (johdon) hyötymistarkoituksessa ja hankinnalla on pitkällä aikavälillä osakkeen arvoa alentava vaikutus, alentavat optio-ohjelmat ainakin pitkällä aikavälillä osakkeisiin sijoittavien osakesäästäjien hyötyä<sup>196</sup>. Kun omien osakkeiden hankinta

---

<sup>195</sup> Helsingin Sanomat 29.3.2007.

<sup>196</sup> On pidettävä mielessä, että omien osakkeiden hankintaan käytetyt varat voidaan käyttää vaihtoehtoisin, kenties yhtiön kannalta parempiin, tarkoituksiin.

mahdollistaa nopean osakekurssiin vaikuttamisen, se voi väärin käytettynä aiheuttaa hyötytappiota ja syventää päämies-agentti-ongelmaa.

### **6.3 Omistuksen hajauttaminen ja opportunistisesta käyttäytymisestä aiheutuvat kustannukset**

Hajauttamalla sijoituksensa piensijoittaja voi hajauttaa riskiään, joka johtuu omien osakkeiden oston mahdollistamasta yritysjohdon opportunistisesta käyttäytymisestä, sillä kaikki yritysjohtajat eivät syyllisty väärinkäytöksiin. Omistaessaan useiden pörssiyhtiöiden osakkeita, on todennäköisempää, että osa yhtiöistä hankkii omia osakkeitaan todellisiin liiketaloudellisiin syihin perustuen, jolloin yritysjohto ei syyllisty epälojaaliin toimintaan. Viimeksi mainituissa tapauksissa piensijoittaja hyötyy osakkeen arvon pitkäaikaisesta noususta, mikäli pörssiyhtiön kannattavuus paranee onnistuneiden päätösten seurauksena. Näin ollen pörssiyhtiön johdon opportunistisesta käyttäytymisestä aiheutuva riski ja toisten yhtiöiden parantuneesta kannattavuudesta aiheutunut osakkeenomistajan parempi varallisuusasema mitätöisivät toisiaan.

Kullakin sijoittajalla on mahdollisuus hajauttaa omistuksiaan ja täten pienentää portfolionsa riskiä. Suuri osa sijoittajista hajauttaakin riskinsä tästä johtuen. Kaisanlahden mukaan, ne jotka eivät hajauta omistustaan, eivät ole riskin karttajiya.<sup>197</sup> Kyse ei kuitenkaan välttämättä ole tietoisesta valinnasta erilaisten riskipositivoiden välillä, vaan irrationaalisesta toiminnasta. Kyse ei silloin myöskään ole eri riskipositivoiden preferoinnista. Toisekseen, Kaisanlahti ei ota huomioon sitä, että laajaan yritysjoukkoon sijoittaminen kasvattaa transaktiokustannuksia. Merkittävä transaktiokustannus on tässä tapauksessa yrityksiä koskevan tiedon hankintakustannus.

Käsitellessään vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusvelvollisuuden tarvetta enemmistökaupan tapauksessa, Kaisanlahti esittää vaatimuksen, jonka mukaan osakkeenomistajat olisivat velvoitettuja hajauttamaan varallisuutensa useampaan osakkeeseen.<sup>198</sup> Monet sijoittajat hajauttavat portfolionsa moniin

---

<sup>197</sup> Kaisanlahti 1999, s. 75.

<sup>198</sup> Kaisanlahti 1999, s. 75.

osakkeisiin, mutta suuri osa sijoittajista sijoittaa vain yhteen tai muutamaan sijoituskohteeseen, ja laiminlyö hajauttamisvelvollisuutensa. Mikäli osakkeenomistajat käyttäytyisivät velvollisuutensa mukaisesti, olisi väärinkäyttömahdollisuudella spekulointi vähemmän oleellista.

Ajateltaessa pörssiyhtiöihin sijoittavia tahoja ja hajauttamisvelvollisuutta, osakkeenomistajilta vaaditaan velvollisuutta toimia Kisanlahden määrittelemällä tavalla rationaalisesti. Velvollisuus tarkoittaisi sitä, että kultakin pörssiyhtiöön sijoittavalta osakkeenomistajalta voidaan vaatia perehtyneisyyttä arvopaperimarkkinoiden toimintaan ja lainalaisuuksiin sekä erilaisiin muun muassa tässä tutkielmassa lyhyesti esiteltyihin motiiveihin. On selvää, etteivät kaikki sijoittajat tule toimimaan rationaalisesti.

## 7 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNASTA TIEDOTTAMINEN

### 7.1 Tiedotteiden epäinformatiivisuus

Omien osakkeiden hankintavaltuutuksen tai hankintapäätöksen sisältämä informaatio ei ole helposti tulkittavissa. Sijoittajan kannalta hankinnan taustalla olevalla motiivilla on paljon merkitystä ja ominaisuuksiltaan erilaiset yhtiöt ryhtyvät hankkimaan omia osakkeitaan eri syistä. Signaalilla, jonka omien osakkeiden hankinta markkinoille antaa, on yhden yhtiön osakkeen arvoa nostattava vaikutus, kun toisen yhtiön osakkeelle se tarkoittaa osakkeen kurssin romahtamista.<sup>199</sup> Todelliset kasvuyhtiöt (liikevaihdon kasvu kaksinumeroinen) harvemmin jakavat osinkoja, koska ne tarvitsevat kassavarojaan investointeihinsa<sup>200</sup>.

Pörssiyhtiön johto ei välttämättä ole halukas täysin sitoutumaan tiedonantovelvollisuuteen, koska se pyrkii edistämään omia, yhtiön taikka rajallisen osakkeenomistajaryhmän etuja. Epäselvä tiedottaminen onkin yksi tapa, jolla johto voi vaikuttaa opportunistiseen toimintaan.<sup>201</sup>

Esimerkkinä epäinformatiivisesta omien osakkeiden hankintaa koskevasta tiedotteesta käy Stora Enson internet-sivuilla olevaa tiedote:

#### *Repurchase of shares*

*“The Board of Directors is authorised to use distributable equity of the Company to repurchase not more than 17 700 000 Series A shares and not more than 60 100 000 Series R shares in the Company, but not exceeding 10% of the votes or the share capital. Shares may not be repurchased other than through public trading and at the price prevailing at the time of the repurchase. Shares may be*

---

<sup>199</sup> Aiemmin 2.3.

<sup>200</sup> Megginsonin 1997 (s. 357–358) mukaan merkittävimmät vaikuttimet osingonjakoon ovat investointitarpeet (-), kannattavuus (+), voiton vaihtelevuus (-) ja varallisuuden jakautuminen aineellisiin ja aineettomiin varoihin (?), (-) tarkoittaessa negatiivista korrelaatiota ja (+) positiivista korrelaatiota osingonjakoon.

<sup>201</sup> Huovinen 2004 (s. 76–77). Katso myös sivun 77 alaviite, jossa Huovinen mainitsee kontrolloivan osakasryhmän ja sen valitseman johdon opportunistisen toiminnan mahdollisuuden tiedottamisen uhaksi.

*repurchased for the purpose of improving the capital structure, for use in financing corporate acquisitions and other arrangements, or to be sold or otherwise transferred or cancelled. Cancellation of shares would require a separate resolution by a Shareholders' Meeting. The Board of Directors is authorised to decide on other terms and conditions relating to repurchases. This authorisation is valid up to and including 20 March 2007.*<sup>202</sup>

Tutkielman kannalta olennaista tiedotteessa on: *Shares may be repurchased for the purpose of improving the capital structure, for use in financing corporate acquisitions and other arrangements, or to be sold or otherwise transferred or cancelled.* Taho, joka harkitsee pörssiyhtiöön sijoittamista, ei voi päätellä paljoakaan yrityksen omien osakkeiden hankintamotiivista.

Ilmoituksen epäinformatiivisuutta voidaan puolustella osakeyhtiön liiketaloudellisilla sekä strategisilla näkökohdilla ja yrityssalaisuudella. Aivan kuten muidenkin strategisten päätösten kohdalla, on raja arvopaperimarkkinoilta rahoitusta hankkivien yritysten tiedotusvelvollisuuden ja yrityssalaisuuksien välillä raja enemmän tai vähemmän häilyvä. Omien osakkeiden hankintamahdollisuus muodostaa yritysjohton kannalta eräänlaisen ”taktisen arsenaalin”. Kuitenkin Vahteran mukaan: *Vastaavalla tavalla kuin liiketoiminnallisten riskien osalta yhtiöllä voidaan katsoa olevan ankara tiedonantovelvollisuus myös sellaisten toimien osalta, jotka altistavat vähemmistön enemmistön loukkauksille.* Tiedonantovelvollisuus on luotu keinoksi suojata vähemmistöosakkeenomistajia.<sup>203</sup>

## **7.2 Omien osakkeiden ostomotiivista tiedottaminen**

Arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta optimaalinen tilanne olisi ostomotiivin välitön välittyminen tiedosta kiinnostuneille tahoille; näin ollen osakkeen arvo olisi tämän suhteen jatkuvasti oikea, ja markkinat toimisivat

---

<sup>202</sup> [http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,1\\_EN-6706-14758-,00.html](http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,1_EN-6706-14758-,00.html)

<sup>203</sup> Vahtera s. 368.



tehokkaasti. Osakkeen oikea hinta on yritysjohtoon kannalta välillinen tavoite<sup>204</sup>. Tästä johtuen on mahdollista, että johto toimii opportunistisesti myös omien osakkeiden hankintaan liittyvän tiedotuksen suhteen. Yritysjohtolla on mahdollisuus valita tiedottamispolitiikka myös osakkeiden ostoon liittyen. Se voi tyytyä täyttämään lain vaatimuksen, ja ilmoittaa osakkeiden hankinnasta jälkikäteen, tai se voi vaihtoehtoisesti kertoa etukäteen todelliset syyt hankinnalle. Voimme tarkastella Nokian omien osakkeiden hankintaan liittyvää tiedotustapaa. Ainakin Nokia Oyj on ostanut omia osakkeitaan varallisuutta jakaakseen, huomioiden eri sijoittajaryhmien erilaisen verokohtelun, joten liiketaloudellinen motiivi on ollut selvä<sup>205</sup>.

Jos yhtiö ilmoittaa avoimesti, että se tulee käyttämään omien osakkeiden hankintaa varallisuudenjakomuotona pitkällä aikavälillä, sijoittajat, joiden kannalta omien osakkeiden hankinta on optimaalinen varallisuuden jakotapa, ovat halukkaampia hankkimaan yhtiön osakkeita. Vastaavasti osakesäästäjät, jotka odottavat saavansa osinkoa ja epäilevät johdon motiiveja, voivat jättää sijoittamatta yhtiöön. Näin ollen tehokas tiedotus voisi olla tapa saada yhtiölle sen kannalta sopiva omistajakunta sekä sitä kautta maksimoida yhtiön osakkeen arvo. Aktiivinen tiedotuspolitiikka voisi olla osakkeen omistajien varallisuuden maksimoinnin kannalta tehokasta. Ilman informatiivista tiedotuspolitiikkaa sijoittajayleisö voi vain yrittää päätellä yhtiön aiemmin harjoittamasta varallisuudenjakopolitiikasta, miten se tulevaisuudessa jakaa varallisuuttaan omistajille.

Huovisen mukaan Healy ja Palepu ovat koonneet tutkimuksissaan kuusi hypoteesia, joiden mukaan johdolla olisi kannuste vapaaehtoiseen tiedottamiseen. Tutkielman kannalta mielenkiintoisin niistä on osakekompensaatiohypoteesi. Osakekompensaatiohypoteesin mukaan, johdolla on kannuste informoida sijoittajia osakkeen arvoon liittyvistä tekijöistä, koska tällä on vaikutus johdon yhtiöltä saamaan kompensatioon. Johto viivyttää hyvien uutisten kertomista ja jouduttaa

---

<sup>204</sup> Huovinen 2004, s. 122

<sup>205</sup> Arvopaperi, joulukuu 2005.

huonojen uutisten kertomista ennen osakeoptioiden lunastusajankohtaa, jolloin se saa lunastettua osakkeet halvemmalla.<sup>206</sup>

Huovinen käsittelee väitöskirjassaan pistemäistä ja prosessinomaista tiedotusta. Hänen mukaansa yhtiöjohdolle olisi ominaista pistemäinen tiedotus, eivätkä johtajat ota tiedotuksessaan huomioon sijoittajien pitkäjänteistä yhtiötietoa ja osakkeen pitkäaikaista oikeaa arvostusta. Osakekompensaatiohypoteesi osoittaa johdon tiedottamismotiivit lyhytvaikutteisiksi, kun arvopaperimarkkinoiden tehtävä on varallisuuden allokoituminen tehokkaasti eri sijoituskohteiden välillä.<sup>207</sup>

### **7.3 Arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus**

Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden kannalta on tärkeää pystyä hahmottamaan olennaisen tiedon käsite. Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:ssä tiedonantovelvollisuus on säännelty seuraavasti:

*Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. (AML 2:7)*

Se, että pörssiyhtiö ilmoittaa valtuuttavansa hallituksen hankkimaan yhtiön omia osakkeita, ei sisällä juurikaan informaatiota, joskin ilmeisestikin yhtiö täyttää ilmoituksella vähimmäisvaatimukset, jotka tiedottamiselle asetetaan. Ilmoitus omien osakkeiden hankinnasta sisältää tiedon osakesarjasta, jota yhtiö on hankkinut, hankittujen osakkeiden määrän ja hankintahinnan<sup>208</sup>. Ilmoittaessaan osakkeiden mitätöinnistä, pörssiyhtiö paljastaa hankkineensa omia osakkeitaan, esimerkiksi muokatakseen pääomarakennetta tai vähentääkseen omistuksen

---

<sup>206</sup> Huovinen 2004, s. 124–125.

<sup>207</sup> Huovinen 2004, s. 125.

<sup>208</sup> Karjalainen, Laurila ja Parkkonen 2005, s. 102.

laimentumisvaikutusta. Todellisen motiivin selvittäminen jää vastaanottajan oman arvion varaan.

Karjalainen, Laurila ja Parkkonen kuvailevat julkistettavan tiedon ominaisuuksia seuraavasti: *Liikkeeseenlaskijan julkistamien tietojen on oltava sellaisia, että niiden perusteella voidaan arvioida päätöksen, tapahtuman tai muun julkistettavan seikan vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan. Annetun tiedon on aina oltava perusteltua. Säännöissä edellytetään myös, että jos julkistettu tieto muuttuu, on muutos julkistettava ilman aiheetonta viivästystä, ellei ole ilmeistä, että muutos on vähämerkityksinen.*<sup>209</sup>

Mikä merkitys tiedon perustelemiselle halutaan antaa? Miten hyvin tieto on perusteltava? Oletettavasti ammattimaisesti toimiva sijoittaja tuntee työnsä kannalta olennaiset rahoitusteorian löydökset ja tuntee markkinoiden toimintalogiikan. Kaikenkattavasta listasta ei ole piensijoittajille mitään lisäarvoa, jos tiedon syvällisempään analyysiin tarvittavat tiedot ja taidot puuttuvat.

Voisi kuvitella, että yhtiön johdolla on vähintäänkin aavistus siitä, mitä omilla osakkeilla tullaan tekemään, kun se valmistelee omien osakkeiden hankintaesitystä. Kuitenkin arvopaperipörssi sekä lainsäätäjät tuntuvat lähtevän ajatuksesta, ettei johdolla ole tietoa tässä vaiheessa tai vaihtoehtoisesti käsittää motiiveista tiedottamisen liikesalaisuudeksi. Ainakaan johdolla ei ole velvollisuutta tarkemmin kertoa motiiveista sijoittajille.

#### **7.4 Tiedotusstrategian valinta**

Pistemäinen tiedotus koostuu irrallisista, helposti verifioitavista yksittäisistä seikoista, jotka täyttävät nykyiset normivaatimukset, mutteivät lain periaatetta tai sijoittajan tiedontarvetta. Vastaavasti prosessinomaisessa tiedottamisessa tiedotus koostuu sekä pistemäisestä tiedotuksesta että jatkuvasta osapuolel ajan tasalla pitävästä tiedottamisesta. Kun pistemäisen tiedotusvelvollisuuden täytyminen tai

---

<sup>209</sup> Karjalainen, Laurila ja Parkkonen 2005, s. 102.

täyttymättä jättäminen on helposti nähtävissä, on jatkuva prosessinomaisen tiedotusvelvollisuuden näyttäminen vaikeampaa.<sup>210</sup>

Huovisen mukaan: *Suomessa tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen liittyvien oikeudellisten kysymysten ratkaisuihin on monesti hallitsevan aseman saanut vain kahden seikan selvittäminen: ovatko yhtiön julkistamat tiedot olennaisia, ja onko yhtiö julkistanut ao. tiedot oikea-aikaisesti. Voi olla, että keskittyminen näihin kahteen seikkaan merkitsee, että tiedonantovelvollisuus on juridisena sääntelyalueena sittenkin vielä niin uusi, että sen tarkastelua varten käytettävissä olevat käsitteet ja tavat ovat vielä kehittymättömät.*<sup>211</sup>

Yhtiön antamien tietojen perusteella tulisi pystyä tekemään kokonaisarvio sen liiketoiminnasta. Vastuu tiedottamisesta kuuluu yhtiölle. Prosessikäsitteiden mukaan samaa asiaa koskevien tiedotteiden tulisi muodostaa kokonaisuus siten, että myöhemmin julkaistu tiedote on yhteydessä aiempiin tiedotteisiin. Yhtiö ei saisi hyödyntää yhtiötä koskevan tiedottamisen fragmentoituneisuutta osakkeenomistajien kustannuksella. Jos yksittäisistä tiedonmuruista muodostuu väärä kuva, yhtiön olisi syytä tiedottaa asiasta omistajia ja mahdollisia omistajia. Huovisen mukaan: *Väärä tieto on kaikille haitallista pitkällä aikavälillä. Jokainen väärä tieto aiheuttaa kustannuksia.*<sup>212</sup>

Johto voi pyrkiä omalla tiedotuspolitiikallaan vakuuttamaan osakkeenomistajat siitä, ettei yhtiö syyllisty väärinkäytöksiin. Uskottava tiedotus vaikuttaa osakkeen arvostukseen positiivisesti.<sup>213</sup> Olisiko pörssi-yhtiön mahdollista kehittää omien osakkeiden hankintaa koskevaa tiedottamispolitiikkaansa ja saada tästä hyötyä sijoittajien yhtiöön kohdistuvan luottamuksen kasvaessa? Kysymys liittyy laajempaan pörssi-yhtiön tiedottamis- ja sijoittajasuhteita (*investor relations*) koskevaan politiikkaan. Koska sijoittajan oletetaan tekevän pörssi-yhtiöön

---

<sup>210</sup> Huovinen 2004, s. 31.

<sup>211</sup> Huovinen 2004, s. 62–63.

<sup>212</sup> Talouselämän verkkosivut 4.2.2004.

<sup>213</sup> Vahtera 2011, s. 370.

sijoittamispäätöksensä perustuen yhtiön julkaisemaan tietoon, voisi tälläkin olettaa olevan oma vaikutuksensa osakkeen hinnanvaihteluihin sekä -muodostukseen.

## **8 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA JA VAATIMUS TEHOKKAISTA ARVOPAPERIMARKKINOISTA**

Rahoitusmarkkinoilla on useita funktioita. Päätehtävinä voidaan pitää riskin jakamista, pääomien keräämistä ja yrityksen toiminnan tarkkailun ja valvonnan mahdollistamista. Sijoitusten likvidiyyttä, hyvin toimivia jälkimarkkinoita, sijoittajien luottamusta, puolueetonta hintakehitystä, ammattilaisten toimintaa ja informatiivista tehokkuutta voidaan pitää markkinoiden toiminnan edellytyksinä. (AML 137/2004 s. 51–52)

La Porta ym. tutkivat lainsäädäntöjen vähemmistöosakkaiden suojan sekä velkojainsuojan tason vaikutusta yhtiöiden arvostustasoon sekä ulkoisen rahoituksen saatavuuteen. Heidän laajahkon tutkimuksensa mukaan, yhtiöiden rahoituksen saanti ja arvostus oli parempi maissa, joissa yhtiöoikeudellinen vähemmistösuoja oli kattavampi.<sup>214</sup> Jos omien osakkeiden hankintamahdollisuus mielletään pienosakkaiden oikeudellisen aseman heikennykseksi, tutkimustuloksella on merkitystä tutkielman kannalta. Delawaren yhtiölainsäädäntö mahdollistaa yhtiöjärjestyslausekkeen, joka poissulkee yhtiöjohton huolellisuusveloitteen. Empiiristen tutkimusten mukaan, niiden yhtiöiden, jotka ottivat kyseisen lausekkeen yhtiöjärjestykseensä, arvo laski suhteessa muihin yhtiöihin.<sup>215</sup>

Omien osakkeiden ostoto tekee markkinoista likvidimmät, sillä ostava yhtiö lisää osakkeeseen kohdistuvaa kysyntää. Näin omien osakkeiden ostoto parantaa jälkimarkkinoiden toimintaa ja vähentää osakkeenomistajan kokemaa likviditeettiriskiä. Toisaalta, mikäli omien osakkeiden ostomahdollisuus on omiaan vähentämään osakesäästäjien kiinnostusta osakesijoittamiseen, tekee tämä puolestaan markkinoista vähemmän likvidit, koska markkinoilla on tällöin vähemmän toimijoita. Toimivilla markkinoilla tulisi olla myös piensijoittajia. Omistuksen keskittyminen voi vaikuttaa muun muassa pienempään

---

<sup>214</sup> La Porta ym. 1999.

<sup>215</sup> Kisanlahti 1999 (s. 103) mukaan Bradley ja Schipani 1989 (s. 74).

yrityskauppafrekvenssiin, joka taas saattaisi haitata resurssien optimaalista allokoitumista kansantaloudessa.

Mitä vaikutusta omien osakkeiden ostolla voi olla informatiiviseen tehokkuuteen? Pörssiyhtiö voi viestittää omien osakkeiden hankintavaltuutuksen hakemisella monia asioita, kuten aiemmin käsitellystä omien osakkeiden ostomotiivit -kohdasta nähtiin. Opportunistinen tunnuslukujen parantelu voi haitata taloudellisten resurssien tehokasta allokoitumista. Kuten aiemmin tutkielmassa tuotiin esille, joidenkin tutkimusten mukaan, jopa ammattimaiset pörssianalytytikot saattavat kiinnittää enemmän huomiota osakekohtaisiin tunnuslukuihin kuin pörssiyhtiön kassavirran (pörssiyhtiön tuottaman voiton) kehitykseen. Mikäli halutaan, että sijoitukset kohdentuisivat mahdollisimman tehokkaasti, tulisi sijoituskohteen valintaa tehtäessä ratkaisevana tekijänä olla sijoituskohteesta saatava kassavirta.

Myös markkinamelun lisääntymisellä voi olla markkinoiden informaatiotehokkuutta haittaava vaikutuksensa. Otettaessa huomioon tunnuslukujen merkitys analyytikon antaessa osaketta koskevia suosituksia, voi olla kohtuutonta edellyttää, että osakesäästäjä kykenisi poimimaan olennaisen pörssiyhtiön osakkeen arvoa koskevan tiedon ja olemaan ottamatta huomioon epäolennaisuudet. Luonnollisesti päävastuun tiedon analysoinnista tulee olla osakemarkkinoihin sijoittavalla osakesäästäjällä. Onko suotavaa mahdollistaa toiminta, joka on omiaan lisäämään markkinoiden spekulatiivisuutta tai jopa sijoitusten epätehokasta kohdentumista?

Omien osakkeiden oston mahdollistamisella, siinä missä muullakin markkinoiden spekulatiivisuutta lisäävän toiminnan mahdollistamisella, on arvopaperimarkkinoiden volatilitteettia lisäävä vaikutuksensa. Tämä ei ole tavoiteltu päämäärä - päinvastoin, suhdannevaihteluja sekä pörssiromahduksia pyritään välttämään. Omien osakkeiden hankinnan mahdollistaminen ja omien osakkeiden hankintaan liittyvien tiedottamisvaatimusten ollessa tämänhetkisellä tasolla, hankintailmoitukseen liittyy paljon "melua" ja vastuu tulkinnasta on vastaanottajalla.

## 9 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Suomalainen pörssiyhtiö voi ostaa markkinoilta kymmenyksen liikkeelle lasketuista osakkeistaan. Liiketaloudellisesti omien osakkeiden hankinta on monella tapaa perusteltua, yhtiö voi muun muassa käyttää hankkimiaan osakkeita moniin eri käyttötarkoituksiin. Lisääntynyt joustavuus voi mahdollistaa liiketoiminnallisia ratkaisuja, jotka hyödyttävät yhtiötä. Omien osakkeiden hankinta voi viestittää, että yhtiöön kannattaa sijoittaa. Omien osakkeiden hankinta on myös vaihtoehtoinen tapa jakaa varallisuutta.

Toisaalta, osa rahoitusteoriassa esiintuoduista motiiveista hyödyttää vain johtoa tai kontrollia käyttäviä omistajia. Liiketaloudellisten oikeutusten lisäksi omien osakkeiden hankintaan liittyy myös tehokkuustappioita. Osa sijoittajista on valveutuneempia ja aktiivisempia kuin toiset. Ellei sijoittaja ole aktiivinen, hän ei saa osakesijoitukselleen lainkaan tuottoa – poisluettuna osakkeen kasvanut arvo –, ellei yhtiö jaa osinkoa. Lisäksi, osalle osakkeenomistajista omien osakkeiden hankinta on verotuksellisesti järkevämpi vaihtoehto ja osalle vastaavasti osingonjako. Käytännössä yhtiökokouksessa valtaa käyttävät ammattimaiset institutionaaliset sijoittajat, sillä osakesäästäjät harvemmin yhdistävät voimansa. Voimien yhdistämisestä aiheutuisi transaktiokustannuksia. Ilman kustannuksia osakesäästäjien kannattaisi tehdä yhteistyötä ja valvoa kontrolloivien omistajien ja yhtiön johdon toimia. Transaktiokustannukset vaikeuttavat sekä väärinkäytöstilanteiden ennaltaehkäisyä että jälkikäteiseen väärinkäytöstilanteisiin puuttumista.

Omien osakkeiden hankinta on mahdollista yleisesti länsimaissa. Suomen lainsäädäntö on seurannut kansainvälisen kehityksen perässä. Jos suomalainen lainsäädäntö kieltäisi omien osakkeiden hankinnan, lainsäädäntöä voitaisiin kiertää ulkomaisten lähiyhtiöiden kautta.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaate ei *de facto* toteudu. Omien osakkeiden hankinnasta päätetään määräenemmistöjärjestyksessä. Päätöksentekojärjestys tuo menettelyyn yhdenvertaista kohtelua puoltavia



piirteitä, mutta ei riitä takaamaan vähemmistön oikeussuoja-asemaa. Osakeyhtiölaki lähtee siitä, ettei yhtiökokous saa tehdä päätöksiä, joiden seurauksena yksi taho – esimerkiksi osa osakkeenomistajista – hyötyy muiden osakkeenomistajien kustannuksella.

Lainsäätäjän kanta vaikuttaisi olevan, että yhtiöiden pitäisi pystyä ottamaan liiketoiminnallisia riskejä aiempaa joustavammin. Ongelmana on, että samalla vähemmistön asema vääjäämättä heikkenee. Vähemmistön oikeudet eivät ulotu liiketaloudelliseen päätöksentekoon, vaan heidän tulee hyväksyä kontrolloivien tahojen ottamat riskit. Itse asiassa, hallinnollisten oikeuksien käyttäminen on useimmiten piensijoittajan kannalta toissijaista, sillä he luottavat oikeusturvakeinoihin ja siihen, että toiset vähemmistöosakkaat valvovat toimintaa. Toisekseen, väärinkäytöstilanteiden hahmottaminenkin voi olla hyvin hankalaa, sillä puolustukseen johto ja valtaa käyttävät voivat vedota siihen, että heidän menettelylleen löytyy hyväksyttävät taloudelliset perusteet. Omien osakkeiden hankintaan voidaan ryhtyä opportunistisilla väärinkäytösmotiiveilla tai yhtiön taloudellisen tilanteen sekä osakkeenomistajien varallisuuden maksimoimiseksi.

Kun väärinkäytösmahdollisuus on olemassa, huonommin informoitu vähemmistöosakkeenomistaja joutuu hyväksymään sekä väärinkäyttömahdollisuuteen liittyvät riskit että liiketoimintaan kuuluvan hyväksyttävän riskinoton, kun hän sijoittaa pörssiyhtiön osakkeeseen. Tämä lisää hänen kokemaansa yritykseen liittyvää kokonaisriskiä. Jos pienosakkeenomistaja on rationaalinen ja pystyy hahmottamaan omien osakkeiden hankintamahdollisuudesta seuraavan kasvaneen riskin, hän vaatii sijoitukselleen korkeamman tuoton. Kasvanut tuottovaade nostaa yhtiön varallisuudenhankintakustannuksia ja haittaa kannattavien investointien rahoitusmahdollisuuksia. Pelkkä pelko epäsymmetrisestä tiedosta ja opportunistisesta käyttäytymisestä vaikuttaa osakkeiden hintaan. Mikäli sijoittaja ei hahmota omien osakkeiden hankintaan sisältyvää mahdollisuutta väärinkäytöksiin, hän arvioi osakkeen arvon ”liian korkeaksi” ja sijoittaa ”väärään” sijoituskohteeseen.

Omien osakkeiden hankinta voi olla ongelmallista päämies-agenttisuhteen kannalta. Yhtiön johto voi käyttää omien osakkeiden hankintaa yhtiön tunnuslukujen paranteluun tavalla, joka ei välttämättä ole sijoittajien kannalta optimaalista. Vastaavasti omien osakkeiden hankinnan kautta osakkeen arvoon vaikuttaminen voi parantaa johdon varallisuusasemaa esimerkiksi optio-ohjelmien kautta. Epäsymmetrinen tiedon jakautuminen on arvopaperimarkkinoiden kannalta merkittävä ongelma. Omien osakkeiden hankinnan tarkastelu on vain yksi vaihtoehto lähestyä asiaa. Monet suomalaiset tutkijat ovat tarkastelleet suunnattua antia ja sen vaikutusta heterogeenisten omistajaryhmien oikeudellisiin asemiin.

Portfolioteoria on modernin rahoitusteorian merkittävimmistä aikaansaannoksista. Sen mukaan sijoittaja voi hajauttamalla riittävän laajaan arvopaperijoukkoon päästä yksittäiseen yritykseen liittyvästä riskistä eroon lähes kokonaan. Jäljelle jää vain markkinoihin liittyvä riski. Kaisanlahden mukaan rationaalisella sijoittajalla on velvollisuus hajauttamiseen. Hän ei kuitenkaan ota huomioon sitä, että mittavan yritysjoukon analysointi ja seuraaminen on itsessään mittava transaktiokustannus.

Hajauttaminen ja normaalin exit-oikeuden käyttäminen, eli osakkeiden myynti markkinoille, ovat Vahteran mukaan vähemmistöosakkeenomistajan käytössä olevia riskinhallintakeinoja. Lisäksi omistaja voi pyrkiä vaikuttamaan yhtiöjärjestyksen sisältöön tai pyrkiä tekemään osakassopimuksen. Käytännössä nämä keinot eivät kuitenkaan kuulu osakesäästäjän toimintavalikoimaan.

Exit-oikeuden käyttö pohjautuu oletamaan toimivista markkinoista. Väärinkäytöstapauksessa markkinat voivat hinnoitella osakkeen "väärin", eli alempaan arvoon, kuin osakkeen arvo olisi ilman väärinkäytöstä. Vähemmistöosakkeenomistaja joutuu kantamaan väärinkäytöksestä aiheutuvan kustannuksen.

Yhtiöiden arvopaperimarkkinalain vaatimukset täyttävä tiedotuspolitiikka ei riitä takaamaan oikeudenmukaista lopputulosta. Jos yhtiöt perustelevat omien

osakkeiden hankintamotiivinsa paremmin sekä ovat avoimia omassa varallisuudenjakometodien valinnassa, osakkeenomistajat voivat valita sijoituskohteensa tarkoituksenmukaisemmin, ottaen huomioon – muiden seikkojen lomassa – myös yhtiön harjoittaman varallisuudenjakotavan. Ainakin asioihin perehtyneet sijoittajat palkitsevat avoimesta ja selkeästä tiedotuspolitiikasta.

Mikäli omien osakkeiden hankintamahdollisuus voi heikentää arvopaperimarkkinoihin kohdistuvaa luottamusta, tämä voi vaikuttaa markkinoiden toimivuuteen haitallisesti ja sijoittajien varallisuusasemaan heikentävästi. Ennen kaikkea, sijoitukset kohdistuvat ei-optimaalisiin sijoituskohteisiin, mikä ei ole kansantalouden toiminnan kannalta tehokasta.

Tutkimusten mukaan, osakkeenomistajat haluavat saada omistamistaan yhtiöistä palautuksina kassavirtaa. Useimpien osakesäästäjien kannalta, osingonjako on läpinäkyvyydessään parempi varallisuudenjakomuoto. Siihen ei sisälly väärinkäyttömahdollisuutta, minkä johdosta siihen ei myöskään sisälly samoja transaktiokuluja, kuin omien osakkeiden hankintaan.

Toiminta, jolla pyritään siirtämään varallisuutta huonommin informoiduilta osakkeenomistajilta valtaa käyttäville, on intuitiivisesti epäoikeudenmukaista. Kyseessä ei kuitenkaan välttämättä ole osakeyhtiölain vastainen toiminta, jos toiminta pystytään perustelemaan liiketaloudellisesti. Jos kyse olisi väärinkäytöksestä, sen toteennäyttäminen olisi epäilemättä hyvin vaikeaa, johtuen väärinkäytöksen kohteen huonommasta tiedollisesta asemasta ja siitä, että väärinkäytöksen erottaminen perustellusta liiketoiminnallisesta ratkaisusta ei eroa ulospäin millään tavalla. Pienosakkaiden heikompi tiedollinen ja taloudellinen asema, suhteessa valtaa käyttäviin omistajiin, tekee päätösten moittimisen lähes mahdottomaksi. Lisäksi epä tietoisuus tuomioistuinten ratkaisuksista sekä päätöksenteon hitaus lisäävät päätösten moittimisen kustannuksia. Määräysvaltaa käyttävät tiedostavat tilanteen ja voivat suhtautua tilanteeseen, kuin moite- tai vahingonkorvausvaademahdollisuutta ei olisikaan. Jälkikäteisten oikeusturvakeinojen käyttömahdollisuus on lähellä olematonta.

Omien osakkeiden hankinnan mahdollistamisen vaikuttavina syinä ovat olleet kansainvälinen kilpailu yhtiöoikeudellisen sääntelyn saralla ja siitä seurannut konvergenssi sekä tarve antaa yhtiöille laajemmat toimintavapaudet. Vaikuttaisi siltä, kuin lainsäätäjät näkisi toimivat markkinat, eli käytännössä exit-oikeuden, riittävänä oikeussuojakeinona.

Vallan väärinkäyttömahdollisuuksia ja markkinoiden reaktioita koskevat tutkimukset tukevat käsitystä hyvästä corporate governance -järjestelmästä, eli yleisesti ottaen piensijoittajan asema on turvallinen. Merkittävillä institutionaalisilla vähemmistöosakkailta on varmaankin huomattava rooli väärinkäyttömahdollisuuksien poissulkemisessa. Voi olla, ettei lainsäätäjät edes koe omien osakkeiden hankintamahdollisuuteen liittyvän merkittävää väärinkäyttömahdollisuutta.

Kuitenkin, kun markkinoilla on yhtäaikaisesti paremmin ja huonommin informoituja toimijoita, ja lainsäätäjät on painottanut liiketoiminnallista joustavuutta oikeusturvan kustannuksella, on osakesäästäjän asemassa parantamisen varaa. Yhdenvertaisuusperiaate ei suojaa heikommassa asemassa olevia osakkeenomistajia, jos määräysvaltaa käyttävät päättävät hankkia omia osakkeita väärin perustein – caveat emptor!

## LÄHDELUETTELO

Akerlöf, George A., The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism.

*The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488–500.

Arvopaperi-lehti, joulukuu 2005. Huusko, Markku. Talentum Media Oy.

Arvopaperi-lehti, toukokuu 2005. Vahtera, Pauli. Talentum Media Oy.

Baker, H. Kent, Powell, Gary E. ja Veit, E. Theodore, 1002. Revisiting the Dividend Puzzle: Do All of the Pieces Now Fit?

*Review of Financial Economics*, Elsevier, Vol. 11(4), pp. 241-261.

Barth, Mary E. ja Kasznik, Ron, Share Repurchases and Intangible Assets Graduate School of Business, Stanford University, 1999.

*Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, Issue 2, Dec 1999, pp. 211-224.

Begg, David, Stanley Fischer ja Rudiger Dornbush, Economics, 5. painos.

Mc Graw Hill. 1997.

Brealey, Richard A. ja Myers, Stewart C, Principles of Corporate Finance, 6. painos.

Mc Graw Hill. 2000.

Bradley M. ja Wakeman L., The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases.

1983.

*Journal of Financial Economics* 11 1983, pp. 141-153.

Brav, Alon, John Graham, Campbell Harvey, and Roni Michaely, 2004, Payout Policy in the 21st Century.

*Tuck Contemporary Finance Issues III, Conference Paper, 2005.*

Bhattacharya, Utpal ja Dittmar, Amy K. Costless Versus Costly Signaling: Theory and Evidence. 2001.

*Date posted: January 2, 2001, Working Paper Series, Social Service Research Network.*

DeAngelo, Harry, DeAngelo Linda ja Skinner Douglas J. Corporate Payout Policy, Now Publishers, 2009.

Dielman, Terry, Nantell, Timothy J. ja Wright Roger L. 1980. Price Effects of Stock Repurchasing: A Random Coefficient Regression Approach.

*The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15, No. 1, Mar 1980, pp. 175-189.*

Dittmar, Amy K. Why Do Firms Repurchase Stock? 2000.

*The Journal of Business, Vol. 73, Issue 3, July 2000, pp. 331-355.*

Elton, Edwin ja Gruber, Martin, The Effect of Share Repurchase on the Value of the Firm. 1968.

*The Journal of Finance, Volume 23, Issue 1, March 1968, pp. 135-149.*

Grullon, Gustavo and Michaely, Roni, Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, 2000.

*Date Posted: April 26, 2000, Working Paper Series, Social Science Research Network.*

Haugen, Robert E. Modern Investment Theory 5. painos.

Prentice Hall. 2001.

Helsingin Sanomat, 29.3.2007. Sanoma News.

Helsingin Sanomat, 5.4.2013. Sanoma News.

Helsingin Sanomat, 16.4.2013. Sanoma News.

Hribar, Paul, Jenkins Nicole ja Johnson, Bruce. Stock Repurchases as an Earnings Management Device, 2004.

*Date Posted: April 4, 2004, Working Paper Series, Social Science Research Network.*

Hull, John C. Options, Futures and Other Derivatives by John C. Hull.  
Prentice Hall. 1999.

Huovinen, Sakari. Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki. 2004.

Hurskainen, Paavo. Omien osakkeiden hankinta: motiivit, sääntely ja hankkivat yhtiöt. Pro gradu -tutkielma, Kuopion yliopisto, 2007.

Häikiö Martti. Nokia Oyj:n historia 3: Globalisaatio - Telekommunikaation maailmanvalloitus 1999-2000, Edita Oyj, Helsinki. 2001.

Jagannathan, M, C. P. Stephens ja M. S. Weisbach. Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and Stock Repurchases, 2000.

*Journal of Financial Economics, Vol. 57, No. 3, September 2000, pp. 355-384.*

Michael Jensen ja William Meclin, Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. 1976.

*Journal of Financial Economics, October 1976, Vol 3, No 4 pp. 305-360.*

Kahle, Kathleen. When a buyback isn't a buyback: Open-market repurchases and employee options, 2002.

*Journal of Financial Economics 63, January 2002, pp. 235-261.*

Kaisanlahti, Timo. Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, Edita Oyj, Helsinki. 1999.

Karjalainen, Jarkko; Laurila, Olli ja Parkkonen, Jarmo. Arvopaperimarkkinat, Talentum Oyj, Helsinki. 2005.

Kauppalehti 20.3.2013. Kauppalehti Oy, Alma Media.

Kauppalehti 10.3.2005. Kauppalehti Oy, Alma Media.

Kauppalehti, 27.4.2003, Pöysti, Janne. Kauppalahti Oy, Alma Media.

Kurenmaa, Tero, Sisäpiiritiedon väärinkäyttö. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 244, Vammala. 2003.

Lakonishok, J., Vermaelen, T. Anomalous price behavior around repurchase tender offers. 1990.

*Journal of Finance* 45, pp. 455–477, 1990.

La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Scleifer, Andrei ja Vishny, Robert. Investor Protection and Corporate Valuation.

*NBER Working Paper 7403*, 1999.

Lauriala, Jari. Kontrolli, riski ja informaatio. Helsinki, Talentum Media. 2001.

Manry D.; Nathan K. Greenmail premia, board composition and management shareholdings.

*Journal of Corporate Finance*, Volume 5, Number 4, December 1999, pp. 369-382.

Megginson, William L. Corporate Finance Theory, Addison-Wesley Educational Publishers Inc. 1997.

Montier, James. The Little Book of Behavioral Investing: How Not to Be Your Own Worst Enemy, Little Books, Big Profits. 2010.

Mähönen, Jukka ja Villa, Seppo, Osakeyhtiölaki II. Helsinki, WSOYpro. 2006.

Niskanen, Jyrki ja Niskanen, Mervi, Yritysrahoitus, Helsinki, Edita Publishing. 2000.



Mäntysaari, Petri. Osakeyhtiön johdon optiot ja palkkaedut.

*Defensor Legis N:o 5/2002.*

Persons, John C.: Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases:

Dutch Auctions versus Fixed Price Tender Offers. 1994.

*The Journal of Finance, Volume 49, Issue 4, pp. 1373–1402, September 1994.*

Pettit, Justin. The Shareholder Distributions Handbook. UBS Securities LLC – Strategic Advisory Group.

*Date posted: January 20, 2004, Working Paper Series.*

Peyer Urs ja Vermaelen Theo. The Many Facets of Privately Negotiated Share Repurchases. 2003.

*Date Posted: November 29, 2003, Working Paper Series, Social Science Research Network.*

Pöyhönen, Juha. Uusi varallisuus oikeus, Helsinki, Talentum. 2000.

Rudanko, Matti. Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, Helsinki, Kauppakaari. 1998.

Savela, Ari. Vahingonkorvaus osakeyhtiössä, Keuruu, Talentum. 2006.

Savon Sanomat 4.1.2007, Riitta Hildén. Sanoma News.

Scholes, Myron S. 1991. Stock and Compensation

*The Journal of Finance, Vol, 46, No 3, July 1991, pp. 803-823.*

Sinha, Sidhart. Share Repurchase as a Takeover Defense. 1991.

*Journal of Financial and Quantitative Analysis, June 1991, pp. 233-244.*

Smith, Greg. Why I Left Goldman Sachs – A Wall Street Story, Grand Central Publishing. 2012.

Timonen, Pekka, Corporate Governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys, Helsinki, Lakimiesliiton kustannus. 2000.

Timonen, Pekka, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima: julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely, Helsinki, Lakimiesliiton kustannus. 1997.

Vahtera, Veikko. Osakeomistuksen riski ja sääntely, Helsinki. Lakimiesliiton kustannus. 2011.

Vermaelen, Theo, Repurchase Tender Offers, Signalling, and Managerial Incentives. 1984.

*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 1984, pp. 163-181.

Weisbenner, Scott J. Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play? 2000.

*National Bureau of Economic Research (NBER)*, May 2000.

### **Virallislähteet:**

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, 89/1996 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, 137/2004.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain 7 luvun 6 ja 8 §:n muuttamisesta, 282/2004 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi, 109/2005.

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/743.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Listayhtiön omat osakkeet -ohje. OMX Nasdaq 2008.

### **Luentomuistiinpanot:**

Huhtamäki, Ari, yritysjärjestelyt-luentosarja, Lapin yliopisto, kevät 2006.

Niskanen, Jyrki, rahoituksen suunnittelu -opintokokonaisuus, Kuopion yliopisto, luennot kevät 2002.

### **Verkkosivut:**

Finanssialan Keskusliitto, verkkosivut:

[www.fkl.fi/tilastot/Tilastot/Finanssialan\\_vuositilasto\\_2011.pdf](http://www.fkl.fi/tilastot/Tilastot/Finanssialan_vuositilasto_2011.pdf)

[www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp](http://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp)

Helsingin pörssin verkkosivut: <http://www.nasdaqomxnordic.com>

New York Timesin verkkosivut: [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com), 13.1.2013.

Osakesäästäjien Keskusliitto, verkkosivut: [www.osakeliitto.fi](http://www.osakeliitto.fi)

Outokumpu Oyj:n verkkosivut: [www.outokumpu.com/fi/Sijoittajat](http://www.outokumpu.com/fi/Sijoittajat)

Reuters: <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2012/09/04/the-problem-with-buybacks-dell-edition/>

Saksan keskuspankin verkkosivut, [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)

Securities and Exchange Commission rule 10b-18

[www.sec.gov/divisions/marketreg/r10b18faq0504.htm](http://www.sec.gov/divisions/marketreg/r10b18faq0504.htm)

Stora Enso Oyj:n verkkosivut: [www.storaenso.com](http://www.storaenso.com)

Talouselämän verkkosivut 4.2.2004, Sakari Huovinen "Sijoittaja on suoaton" -  
artikkelissa.