

Taideorganisaation markkinaorientaatio. Markkinaorientaation edellytykset ja ilmeneminen esitystaideorganisaation ohjelmistosuunnittelussa

KTM Hilppa Sorjosen markkinoinnin alaan kuuluva väitöskirja "Taideorganisaation markkinaorientaatio. Markkinaorientaation edellytykset ja ilmeneminen esitystaideorganisaation ohjelmistosuunnittelussa" tarkastettiin 4.2.2005 Helsingin kauppakorkeakoulussa. Vastaväittäjänä toimi professori Helena Mäkinen Turun kauppakorkeakoulusta ja kustoksena professori Liisa Uusitalo Helsingin kauppakorkeakoulusta.

Miten taideorganisaatio huomioi markkinat ohjelmistosuunnittelussa?

Asiakkaan tarpeiden huomioon ottaminen ohjelmistosuunnittelussa on haaste taideorganisaatioille, sillä Hilppa Sorjosen tutkimuksen mukaan taiteellisen johdon asiakastuntemus ei perustu systemaattisesti luotuun tietoon asiakkaista ja näiden käyttäytymisestä, vaan lähinnä usko-

muksiin ja alan kokemuksen kautta hankittuun tietoon. Alan ammattilaisten välisessä yhteistyössä luotu, omaa taiteenalaa koskeva tieto näyttää olevan asiakkaita ja kilpailua koskevaa tietoa tärkeämpää.

Tutkimuksessa tarkastellaan taideorganisaation suhdetta markkinoihin markkinaorientaatiokäsitteen avulla. Markkinaorientaatiolla tarkoitetaan asiakkaita, kilpailijoita ja muita sidosryhmiä koskevan tiedon luomista ja levittämistä organisaatioon, tietoon reagointia sekä näiden toimintojen koordinointia. Markkinaorientaation ilmenemistä tutkitaan kahden teatterin, kolmen musiikkifestivaalin, oopperan ja neljän orkesterin ohjelmistosuunnitteluun liittyvän haastatteluaineiston avulla.

Esitystaideorganisaatioiden ohjelmistosuunnittelussa todetaan sekä reaktiivinen että proaktiivinen markkinaorientaation muoto. Reaktiivinen markkinaorientaatio ilmenee ohjelmistovalinnoissa asiakkaiden, taiteilijoiden ja median tunnistettuihin tarpeisiin reagointina sekä organisaatioiden keskinäisen kilpailun tun-

L I T E R A T U R E

nistamisena ja siihen reagointina. Proaktiivinen markkinaorientaatio mahdollistaa uusien ja tuntemattomampien teosten esitykset, joiden avulla esitystaideorganisaatio pyrkii ennakoimaan asiakkaiden, taiteilijoiden ja median tiedostamattomia tarpeita sekä pysymään toimialan kehityksen kärjessä. Markkinaorientaation omaksuminen ei siten edellytä vain tutun populaari-ohjelmiston esittämistä.

Tutkimuksessa ryhmitellään uudella tavalla taideorganisaatioita: niiden ohjelmistosuunnittelussa tunnistetaan luovuus-, resurssi- ja tehäväkeskeinen lähestymistapa. Markkinaorientaation ilmeneminen vaihtelee eri lähestymistavoissa. Se on ilmeisempää tiettyjen kulttuuris-

ten ja sosiostruktuurialisten edellytysten vallitessa – esimerkiksi kun taiteellinen johto uskoo asiakkaiden kehittyvän esitystaiteen kuluttajina tai kun taiteellisen johdon arvot ja normit ovat markkinaorientaatiota tukevia. Markkinaorientaatio ilmenee myös selvemmin, kun ohjelmistopäätöksenteko on yksilökeskeistä, siihen liittyy taloudellinen vastuu ja kun esitystaideorganisaation saama julkisen tuen osuus budjetista on alhainen ja pääsylippu- ja muiden tulojen osuus korkea. ■

Lisätietoja: hilppa.sorjonen@hkkk.fi. Väitöskirja on saatavissa elektronisesta tietokannasta osoitteessa <http://helecon3.hkkk.fi/diss/>.

Explaining by Mechanisms. A study of Organizational Decline and Turnaround Processes

FM Kalle Pajusen strategian alaan kuuluva väitöskirja "Explaining by Mechanisms: A Study of Organizational Decline and Turnaround Processes" tarkastettiin Tampereen teknillisessä yliopistossa 30.11.2004. Vastaväittäjänä toimi professori Kari Lilja Helsingin kauppakorkeakoulusta ja kustoksena professori Juha Näsi Tampereen teknillistä yliopistosta.

Mekanismeilla selittäen

Tutkiessamme organisaationalisia prosesseja kohtaamme perustavanlaatuisia kysymyksiä liittyen kausaalisuhteisiin, prosessuaalisuuteen ja siihen kuinka asiat toimivat. Tämän väitöskirjan keskeinen argumentti on, että nämä kysymykset voidaan tehdä ymmärrettäviksi ja niihin voidaan saada vastauksia tutkimalla ja selittämällä prosessien toimintaa kausaalisten mekanismien avulla. Argumentin puolustukseksi tutkimus pyrkii selittämään kuinka organisaation

elinkykyä uhkaava toiminnan heikentyminen ja sitä seuraava täyskäännös toimii prosessuaalisena ilmiönä.

Vastaaminen tähän kysymykseen edellyttää syvällistä pohdintaa kausaalista selittämisestä mekanismeilla. Tutkimus pyrkii ensiksi määrittämään kausaalisten mekanismien eksaktin luonteen ja esittämään ontologisesti ja tietoteoreettisesti mielekkään pohjan mekanismeista. Tässä tukeudutaan tieteelliseen kausaalisen realismin oletuksiin. Toiseksi tutkimus rakentaa metodiikan, joka mahdollistaa kausaalisten mekanismien tutkimisen ja teoretisoinnin.

Esitetyn metodologian tärkeänä osana on teoreettisen viitekehyksen muodostaminen. Viitekehys koostuu mekanismien luonteen mukaisesti kahdesta osasta – entiteeteistä ja aktiviteeteistä. Ensimmäinen osa identifioi mekanismien entiteetit eli tässä tapauksessa erilaiset sidosryhmät ja kehittää mallin sidosryhmien kyvystä vaikuttaa organisaation elinkykyyn. Toinen osa esittää yleiset käsitteet ja alustavan rakenteen elinkykyä uhkaavan toiminnan heikentymisen ja sitä seuraavan täyskäännöksen tutkimiseksi ajallisena prosessina.

Selkeän metodologisen ja teoreettisen perustan lisäksi mekanismien identifiointi ja vahvistaminen vaativat syvällistä empiiristä tutkimusta, jonka tulokset ilmaisevat seurauksia tuottavien mekanismien olemassaolon ja toiminnan. Tämän takia esitettyä metodiikkaa so-

velletaan ja teoretisointi mekanismeista perustuu vertailevaan historialliseen analyysiin kolmesta ko. prosessista suomalaisessa paperi- ja selluloosateollisuudessa. Tapaukset ovat Kymi-yhtiö (1904–1913), Walkiakosken paperitehdas (1920–1934) ja Yhtyneet paperitehtaat (1963–1979).

Aiemman teoreettisen tiedon sekä seikka-peräisten tapaustutkimusten ja niiden vertailun pohjalta tutkimus esittää teorian/skeeman, joka selittää kuinka organisaation elinkykyä uhkaavan toiminnan heikentyminen ja sitä seuraava täyskäännös prosessina toimii. Skeema sisältää organisaation elinkykyä uhkaavaan mekanismiin ja neljä muuta mekanismia, jotka kumulatiivisesti ja toisistaan riippuvaisina työskentelevät toiminnan heikentymisen mekanismia vastaan ja lopulta tuottavat onnistuneen täyskäännöksen.

Esitetty teoria ja mekanismeilla selittäminen vastaavat useimpiin kysymyksiin, jotka ovat jääneet epäselviksi aikaisemmassa tutkimuksessa. Tulokset osoittavat tutkimuksen keskeisen argumentin oikeutetuksi ja vahvistavat esitetyn metodologian systemaattiseksi ja toimivaksi tavaksi tutkia ja selittää prosessien toimintaa kausaalisten mekanismien avulla. Ontologiaan ja tietoteoriaan liittyen johtopäätökset tukevat esitettyä realistista lähestymistapaa. ■

Lisätietoja: kalle.pajunen@tut.fi

Omien osakkeiden oston ajoitus ja likviditeettivaikutukset sekä pörssiyhtiöiden voitonjako- politiikka

Lectio Praecursoria

KTM Ilkka Tomperin väitöskirja "Liquidity Effects, Timing and Reasons for Open-Market Share Repurchases" tarkastettiin Vaasan yliopistossa, kauppatieteiden tiedekunnassa 19.11.2004. Vastaväittäjänä toimi professori Juha-Pekka Kallunki Oulun yliopistosta ja kustoksena professori Petri Sahlström Vaasan yliopistosta.

Osingonjako on pitkään ollut yritysten keskeisin voitonjaon väline. Koska yrityksen tavoitteena on tuottaa voittoa ja olla siten hyvä sijoitus myös omistajilleen, on osingoilla keskeinen sija arvioitaessa yrityksen arvoa ja yritystä sijoituskohteena. Yksi perinteisistä osakkeen arvonnäilyksistä perustuukin tulevaisuuden osinkovirtojen diskonttaamiseen nykyarvoonsa. Osinkojen rinnalle voitonjaossa on viime vuosikymmenien aikana noussut omien osakkeiden ostot. Yhdysvalloissa omien osakkeiden ostot lisääntyivät nopeasti 1980- ja 1990-lukujen aikana. Niistä tuli 1990-luvun lopussa osinkoja merkittävämpi voitonjaon väline.

Suomessa omien osakkeiden ostot mahdollistuivat vuoden 1997 osakeyhtiölain uudistuksen myötä. Uudistettu osakeyhtiölaki sallii yrityksen yhtiökokouksen päätöksellä valtuuttaa hallitus päättämään omien osakkeiden ostosta enintään vuoden aikana kokouksesta. Enimmillään valtuutuksen määrä voi olla viisi prosenttia osakkeista ja omia osakkeita voi ostaa yhtiön voitonjakokelpoisilla varoilla. Omien osakkeiden ostot omaksuttiin käyttöön välittömästi ja jo kevään 1998 yhtiökokouksissa 22 yritystä päätti omien osakkeiden ostovaltuutuksista. Valtuutusten määrä on sen jälkeen kasvanut voimakkaasti ja vuonna 2002 ostovaltuutuksen oli antanut jo 60 yrityksen yhtiökokous. Yhteensä noin 40 prosentilla Helsingin pörssin yhtiöistä oli siten voimassaoleva takaisinostovaltuutus. Koska niin Suomessa kuin kansainvälisestikin omien osakkeiden ostoihin käytettävät varat ovat huomattavia ja takaisinostot ovat nousseet merkittäväksi osaksi yritysten voitonjakoa, ansaitsee ilmiö myös lisää huomiota ja täydentäviä tutkimuksia.

Omien osakkeiden ostaminen tapahtuu Suomessa normaalin pörssikaupan puitteissa. Näiden niin sanottujen avomarkkinaostojen

(*open-market share repurchases*) lisäksi esimerkiksi Yhdysvalloissa on käytetty myös määrällisiä kiinteähintaisia ostotarjouksia (*tender offer*) sekä huutokauppaprosessia (*Dutch auction*). Normaalin pörssikaupan puitteissa toteutettavien takaisinostojen etuna on niiden joustavuus ja menettelyn helppous.

Omien osakkeiden ostoille on esitetty lukuisia syitä. Selvää on, että omien osakkeiden ostojen taustalla ei ole vain yhtä erityisen merkittävää syytä. Kaksi keskeisimmiksi nousutta selitystä ovat osakekohtaisten tunnuslukujen parantaminen ja yrityksen tulevaisuuden kehityksen signaalointi eli viestiminen markkinoille. Esimerkiksi yrityksissä laajasti käytössä olevat optiojärjestelmät aiheuttavat yritysten osakemäärän kasvua, jos optiolla tehtäviä osakemerkintöjä varten lasketaan liikkeelle uusia osakkeita. Yritykset voivat joko ostaa omia osakkeita takaisin ennakolta ja käyttää näitä hallussaan olevia osakkeita optiomerkitöiden yhteydessä tai jälkikäteen torjua omien osakkeiden ostoilla optioista johtuvaa laimennusvaikutusta. Osakekohtaiset tunnusluvut kuten osakekohtainen tulos (*EPS*) tai osinko (*DPS*), paranevat, kun takaisinostetut osakkeet hankinnan jälkeen mitätöidään, jolloin yhtiön osakkeiden määrä pienenee. Signaalointivaihtoehdon taustalla voi olla joko yrityksen halu kertoa hyvistä tulevaisuuden näkymistä ja vahvistuvasta kassavirrasta tai yritysjohton tyytymättömyys osakkeen hintaan ja halu viestittää, että osake on aliarvostettu. Koska osakkeenomistajien ja yrityksen välillä vallitsee informaation epätasapaino, toimivat takaisinostot osinkojen tapaan välineenä, jolla yritysjohto voi viestittää markkinaosapuolille yrityksen näkymiä. Omien osakkeiden ostolla voi siten olla vastaava signaalointivaikutus kuin osinkojen korottamisella. Tätä näkemystä puoltavat omien osakkeiden ostoilmoituksiin liittyvät po-

sitiiviset kurssireaktiot.

Omien osakkeiden ostoja voidaan lisäksi käyttää välineenä yrityksen rahoitusrakenteen muuttamiseen. Vaikutus tehostuu entisestään, jos takaisinostot rahoitetaan velkarahalla. Verotuksella on keskeinen rooli yritysten voitonjaon ohjaamisessa. Esimerkiksi Yhdysvalloissa takaisinostojen suosiota perustellaan niiden osinkoja edullisemmalla verokohtelulla. Toinen syy korvata tai täydentää osinkoja omien osakkeiden ostoilla liittyy niiden joustavuuteen. Perinteisesti yritykset pyrkivät vakaaseen osingonjakoon, eikä osinkoa muuteta herkästi esimerkiksi yrityksen tuloksen vaihdelta. Muina omien osakkeiden ostojen syinä on mainittu mm. yrityksen kasvunäkymien heikentyminen ja investointitarpeiden väheneminen tai satunnaiset tuotot, joiden palauttamiseen osakkeenomistajille takaisinostot tarjoavat joustavan kanavan. Monet suomalaisyritykset mainitsevat omien osakkeiden ostojen syyksi lisäksi varautumisen yritysostoihin, joissa omia osakkeita voisi käyttää osana kauppahintaa. Ainostaan muuttamisessa tiedotteissa on sitä vastoin maininta pyrkimyksestä parantaa osakkeen likviditeettiä takaisinostoilla.

Omien osakkeiden ostoilla on useissa tutkimuksissa havaittu olevan positiivisia vaikutuksia osakkeen kurssikehitykseen. Takaisinostoilmoituksia seuraa usein välitön positiivinen kurssireaktio, mutta omia osakkeita ostavien yritysten osakekurssin on useissa tutkimuksissa havaittu kehittyvän markkinoiden keskiarvoa paremmin myös pitkällä ajanjaksolla tarkasteltuna. Ilmiö selittyy juuri informaation epäsymmetrialla ja takaisinostojen käytöllä signaloimaan osakkeen aliarvostusta ja yrityksen tule-

LITERATURE

tatason oikeellisuudesta suhteessa tulevaisuuden kehitysnäkymiin.

Monissa tutkimuksissa onkin viime aikoina keskitytty tutkimaan omien osakkeiden ostojen ajoitusta ja vaikutuksia osakkeen likviditeettiin osakekurssireaktioiden sijaan. Ajoitus-tutkimuksissa pyritään selvittämään esimerkiksi johdon ajoituskykyä eli sitä, maksaako yritys ostamistaan omista osakkeista keskimääräistä sijoittajaa ja satunnaista sijoitusstrategiaa vähemmän. Lisäksi on tutkittu takaisinostojen ajoitusta suhteessa osakkeiden hintojen ja kysynnän voimakkaisiin muutoksiin eli lähinnä sitä, tukeeko yritys osakekurssiaan vaikeina aikoina, jolloin osake saattaa myös olla yritysjohdon mielestä aliarvostettu.

Koska omia osakkeitaan ostava yritys on sisäpiiriläinen, rinnastuvat takaisinostot sisäpiiriläisten tekemiin osakekauppoihin. Osakemarkkinat eivät kuitenkaan ole täysin tehokkaat ja sisäpiiriläisten ja muiden sijoittajien välillä vallitsee informaation epätasapaino, joka voi heijastua myös muiden sijoittajien osakesijoituksesta vaatimaan tuottoon ja kasvattaa siten esimerkiksi osakkeen parhaan osto- ja myyntitarjouksen eroa eli ns. *bid-ask spreadiä* ja heikentää osakkeen likviditeettiä. Osassa tutkimuksista on omien osakkeiden ostoilla havaittu olevan puolestaan päinvastaisia, osakkeen likviditeettiä parantavia vaikutuksia. Tätä selitetään niin sanotulla markkinatakaushypoteesilla eli yrityksen omien osakkeiden ostot lisäävät osakkeen kysyntää osakemarkkinoilla ja yritys toimii tavallaan markkinatakaajana.

Omien osakkeiden ostoja säännellään tiukasti, ja niiden toteutuksesta on olemassa tarkat pörssin laatimat ohjeet. Yhtä tärkeätä kuin selkeä ohjeistus on myös avoin tiedotus. Suomessa yhtiökokouskutsussa mainitaan, että kokoukselta haetaan valtuuksia omien osakkeiden

ostoon. Vastaavasti yhtiökokouksen päätökset julkistetaan samoin kuin yhtiön hallituksen päätös aloittaa omien osakkeiden ostot. Yhtiö, tai pikemminkin sen toimeksiannosta ostoja toteuttava pankkiiriliike, on velvollinen tiedottamaan omien osakkeiden ostoista kauppohenkilöstölle tai viimeistään seuraavan pörssipäivän aamuna.

Kiinnostukseni tätä tutkimusaihetta kohtaan syntyi jo loppuvuodesta 1999, kun luin omien osakkeiden ostojen ja optiojärjestelmien suhdetta käsittelevästä amerikkalaistutkimuksesta. Muutamia vuosia ehti vierähtää ennen kuin pääsin etenemään tutkimuksessa. Aineiston kannalta tämä viivytys oli mitä hyödyllisin, koska kyseessä on suhteellisen tuore ilmiö Suomessa ja kuitenkin juuri suomalaisen aineiston käyttö tarjoaa hyvät edellytykset tälle tutkimukselle. Väitöstutkimukseni aineistona ovat kaikki vuosien 1998–2002 omien osakkeiden ostohjelmat. Käytetyn aineiston etuna on sen tarkkuus. Useimmissa aiemmissä tutkimuksissa on jouduttu turvautumaan varsin epätarkkaan aineistoon niin todellisten toteutuneiden takaisinostojen määrän kuin ajoituksenkin osalta. Lisäksi Suomessa voimassaoleva yhtiöveron hyvitysjärjestelmä on tehnyt osingoista osakkeenomistajille verotuksellisesti edullisen vaihtoehdon, joten käytetyn aineiston osalta omien osakkeiden ostoihin ei kotimaisten osakkeenomistajien osalta liity amerikkalaismallista veroetua suhteessa osinkoihin.

Väitöskirjatyöni käsittelee pörssiyritysten omien osakkeiden ostoja kolmelta eri kannalta. Ensimmäiseksi tutkin omien osakkeiden takaisinostojen ajoitusta suhteessa osakemarkkinoiden kehitykseen sekä yritysjohdon kykyä ajoittaa takaisinostot. Toisena tarkastelun kohteena on omien osakkeiden ostojen vaikutus osakkeen likviditeettiin. Kolmannessa osassa

käsitellään pörssiyhtiön voitonjakoa sekä omien osakkeiden ostojen ja osinkojen suhdetta.

Väitöstutkimuksen ensimmäisessä osassa keskitytään tarkastelemaan **yritysjohdon kykyä ajoittaa takaisinostot** ja sitä, minkälainen vaikutus osakkeiden hintojen merkittävillä laskuilla on ostojen ajoitukseen. Tutkimus osoittaa, että yritysjohto kykenee ajoittamaan takaisinostot keskimääräistä sijoittajaa paremmin. Yritykset maksavat ostamistaan omista osakkeistaan keskimäärin noin viisi prosenttia vähemmän kuin satunnainen sijoittaja maksaisi ostaessaan saman osakemäärän satunnaisina päivinä takaisinostovaltuutuksen aikana. Tarkasteltaessa takaisinostoaktiiviteettia kurssilaskujen yhteydessä havaitaan, että koko osakemarkkinoiden voimakas lasku ei lisää yksittäisen yrityksen takaisinostoja toisin kuin yrityskohtaiset muutokset osakekurssissa. Omien osakkeiden ostojen lisääntyminen osakkeen hinnan voimakkaiden laskujen jälkeen osoittaa, että takaisinostoja käytetään tukemaan osakekurssia ja viestimään osakkeen aliarvostuksesta. Tutkimuksen ensimmäisen osan tulokset tukevat hypoteesia johdon ajoituskyvystä ja takaisinostojen käytöstä signaloimaan yritysjohton tyytymättömyyttä osakkeen hintaan.

Tutkimuksen toisessa osassa tarkastellaan **takaisinostojen vaikutuksia yrityksen osakkeen likviditeettiin** pörssissä. Tutkimustulokset tukevat osittain Michael Barclayn ja Clifford Smithin vuonna 1988 esittämää markkinatakaushypoteesia. Aineistona olevien yritysten osto- ja myyntitarjouksen välinen ero pienenee ja osakevaihto lisääntyy takaisinostojen yhteydessä. Ilmiö on erityisen voimakas pienten ja epälikvidimpien pörssiyhtiöiden osalta. Suurten pörssiyhtiöiden likviditeettiin takaisinostoilla ei tapahtumatutkimustekniikkaa (*event study*) käyttäen havaita tilastollisesti merkitsevää vaikutusta.

Tarkasteltaessa regressiomallilla eri komponenttien vaikutusta osakkeen likviditeettiin pidemmällä aikajänteellä, havaitaan takaisinostoilla kuitenkin olevan vähäinen likviditeettiä pienentävä vaikutus, eli ne kasvattaisivat ostoja myyntitarjouksen välistä eroa. Tämä havainto tukee puolestaan Barclayn ja Smithin informaation epäsymmetriaan liittyvää hypoteesia, jonka mukaan osakkeen likviditeetti alenee takaisinostojen seurauksena, koska sisäpiiriin kuuluva yritysjohto käyttää täydellisempää tietoa yrityksen tilanteesta ostojen ajoitukseen kuin mitä muut markkinaosapuolet pystyvät hyödyntämään. Käytettäessä omien osakkeiden ostot päivittäiseen osakevaihtoon suhteuttavaa tunnuslukua takaisinostojen sijaan, takaisinostoilla havaitaan kuitenkin olevan selviä likviditeettiä parantavia vaikutuksia. Johtopäätöksenä voidaan todeta, että takaisinostojen positiiviset likviditeettivaikutukset korostuvat vasta, kun takaisinostojen osuus osakevaihdosta nousee merkittäväksi. Takaisinostoilla on siten likviditeettiä parantava vaikutus pienille yhtiöille ja niiden vähemmän vaihdetuille osakkeille, ja omien osakkeiden ostojen negatiiviset likviditeettivaikutukset jäävät vähäisiksi isoilla yhtiöillä.

Tutkimuksen viimeisessä osiossa tarkastellaan **suomalaisten pörssiyhtiöiden voitonjakoa vuosina 1997–2002**. Kokonaisvoitonjako tutkimuksessa on laskettu perinteiset käteisosingot ja omien osakkeiden takaisinostot. Tutkimuksessa selvitetään voitonjaon rakenteeseen eli lähinnä takaisinostojen osuuteen kokonaisvoitonjako vaikuttavia seikkoja. Tutkimuksen aineisto tarjoaa kansainvälisesti kiinnostavia havaintoja omien osakkeiden ostojen taustoista. Tutkimusperiodilla vallinneen *avoir fiscal* -järjestelmän mukaisesti suomalaisten osakkeenomistajien saamat osingot ovat olleet ve-

LITERATURE

rovapaita. Monissa aiemmissä tutkimuksissa omien osakkeiden ostoja on perusteltu mm. osinkoverotuksen välttämiseksi. Takaisinostojen osuutta voitonjaosta ovat Suomessa kasvattaneet erityisesti ulkomaalaisomistus, käytössä olevat optiojärjestelmät ja vapaan kassavirran määrä.

Ulkomaalaisomistuksen positiivinen vaikutus omien osakkeiden ostoihin liittyy siihen, että kaikki ulkomaiset sijoittajat eivät ole hyötynneet osinkojen verovapaudesta samoin kuin kotimaiset osakkeenomistajat. Kansainvälisesti omistetulle yhtiölle omien osakkeiden oston on tasa-arvoisempi tapa jakaa voittoja kuin osinko. Optiojärjestelmien vaikutus puolestaan liittyy etupäässä optiomerkitöjä varten liikkeeseen laskettavien uusien osakkeiden laimennusvaikutuksen torjuntaan. Lisäksi tutkimuksessa havaitaan, että omien osakkeiden ostoja toteuttaneiden yritysten kokonaisvoitonjako on suurempi kuin vain osinkoja maksaneiden yritysten. Havainto on tehty aiemmin monissa kansainvälisissä tutkimuksissa ja se liittyy yritysten haluttomuuteen leikata käteisosinkoja voitonjaon painopisteen siirtyessä kohti omien osak-

keiden ostoja. Tulevaisuudessa yritykset toki joutunevat korvaamaan osan osingoista omien osakkeiden ostoilla, ja toisaalta sijoittajien tulee käsittää näiden voitonjakomenetelmien samankaltaisuus.

Suomessa ollaan parhaillaan siirtymässä pois nykyisestä osinkojen verokohtelusta. *Avoir fiscal* -järjestelmän siirtyessä historiaan vuoden 2005 alusta alkaen eivät kotimaisten osakkeenomistajien saamat osingot ole enää verovapaita. Uskonkin, että omien osakkeiden ostonsuo sio osana voitonjakoa kasvaa entisestään. Jo nyt muutamat pörssiyritykset ovat ilmoittaneet siirtymisestä uuteen voitonjakopolitiikkaan, jossa omien osakkeiden ostoilla on yhä keskeisempi rooli. Omien osakkeiden ostolle on olemassa mielestäni perusteltu paikkansa, ja ne sopivat joustavuutensa ansiosta hyvin täydentämään perinteisiä osinkoja. Korostaisin kuitenkin, että omien osakkeiden ostoja koskeva suomalaismallinen tiukka sääntely sekä avoin tiedotus ovat markkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta tarpeen. ■

Lisätietoja: ilkka.tomperi@uwasa.fi