



Osaamista  
ja oivallusta  
tulevaisuuden  
tekemiseen

Mikail Aydogan & Ville Kosola

# Large Cap -yritysten osingonjako ja koronaviruspandemia

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Liiketalous

Opinnäytetyö

Maaliskuu 2021

Tekijät Otsikko	Mikail Aydogan & Ville Kosola Large Cap -yritysten osingonjako ja koronaviruspandemia
Sivumäärä Aika	42 sivua + 2 liitettä Maaliskuu 2021
Tutkinto	Tradenomi
Tutkinto-ohjelma	Liiketalous
Suuntautumisvaihtoehto	Rahoitus ja Laskentatoimi
Ohjaaja	Lehtori Antti Hovi
<p>Opinnäytetyön tarkoituksena oli selvittää, vaikuttiko koronaviruspandemia yritysten osingonmaksuun vuonna 2020. Työ rajattiin käsittelemään kotimaisia Large Cap - yrityksiä. Näiden yritysten osingonmaksua tarkasteltiin vuosilta 2017—2020.</p> <p>Tutkimus perustui pääosin numeeriseen tiedonkäsittelyyn. Työssä käytettiin Kauppalehden sivuilta löytyvää yritysten osinkohistoriaa. Sivuilta löytyi osingon maksupäivä sekä suuruus. Asioiden syy-seuraussuhdetta selvitetäessä käytettiin yhtiökokousten pöytäkirjoja. Edellä mainittujen lisäksi työn aineistona käytettiin yritysten pörssitiedotteita ja osavuosikatsauksia.</p> <p>Työn merkittävin havainto liittyi osingonmaksun jakautumiseen vuonna 2020. Vuonna 2020 osingonmaksu jakautui selkeästi tasaisemmin kalenterivuodelle verrattuna aikaisempiin vuosiin. Kyseisenä vuonna kevään osingonmaksu ajoittui aikaisempia vuosia myöhempään ajankohtaan. Vuosi 2020 erottui muista myös siten, ettei silloin ollut yhtä voimakkaita piikkejä osingonmaksussa.</p> <p>Koronaviruspandemia vaikutti vuoden 2020 osingonmaksuun ainakin välillisesti. Kyseisen vuoden keväällä yhtiökokouksia jouduttiin perumaan koronaviruspandemiasta aiheutuvien kokoontumisrajoitusten takia. Tämän seurauksena kevään osingonmaksu viivästyi yhdellä tai kahdella kuukaudella. Koronaviruspandemia vaikutti osingonmaksuun myös heikentämällä tulevaisuuden näkymien ennustettavuutta. Tästä seurasi se, että osa yrityksistä maksoi pienempää osinkoa. Toinen tapa reagoida taloudelliseen epävarmuuteen oli päätös hajauttaa osingonmaksua vasta vuonna 2020.</p>	
Avainsanat	koronaviruspandemia, osingonmaksu, Large Cap, yhtiökokous, osinkopolitiikka

Authors Title	Mikail Aydogan & Ville Kosola Dividend distribution of Large Cap companies and the COVID-19 pandemic
Number of Pages Date	42 pages + 2 appendices March 2021
Degree	Bachelor of Business Administration
Degree Programme	Business Administration
Specialisation option	Finance and Accounting
Instructor	Antti Hovi, Senior Lecturer
<p>The purpose of this thesis was to find out whether the COVID-19 pandemic had an effect on the distribution of dividends of Large Cap companies listed on the Nasdaq Helsinki in 2020. The distribution of dividends of those beforementioned companies were examined from 2017 to 2020.</p> <p>This thesis was largely based on processing numeric data. The thesis used the dividend history section from the website of Kauppalehti as a source of data. It published the amount of dividend paid by each company as well as the dates of those payments. In order to establish any causality, the transcripts of annual general meetings were also studied. In addition to AGM transcripts of the companies, stock exchange releases and quarterly reports were also analysed.</p> <p>The most significant finding of the thesis was that the distribution of dividends was divided more evenly through the calendar year in comparison to the previous years. The dividend payment in spring 2020 happened later than in the previous years. Another characteristic of 2020 was that there were no as strong spikes in dividend payment as in the previous years.</p> <p>The thesis resulted in the conclusion that the COVID-19 pandemic has had at least an indirect effect on the dividend payment in 2020. During the spring of 2020, annual general meetings were cancelled due to the COVID-19 restrictions, such as restrictions of how many people could attend events. Thus, the payment of dividends was delayed by a month or two. The COVID-19 pandemic has also affected the payment of dividends by weakening the predictability of future prospects. As a response to the financial uncertainty, some of the companies paid smaller dividend payments than they could have otherwise. The companies could also opt to start to diversify the dividend distribution in 2020.</p>	
Keywords	COVID-19 pandemic, dividend payment, Large Cap, annual general meeting, dividend policy

## Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Työn tausta ja aiheen rajaus	1
1.2	Työn tavoite ja tutkimusongelmat	4
1.3	Työn rakenne	5
2	Osinko ja osinkopohjainen arvonmääritys	5
2.1	Rahan aika-arvo	6
2.2	Osinkojen kasvun estimointi ja Gordonin malli	7
2.3	Lintnerin malli	8
2.4	Miller-Modiglianin osinkojen irrelevanttiusteoreemaa	8
2.5	Gordon-Lintnerin "Bird-in-the-hand" -teoria	9
2.6	Osakkeen arvonmääritys diskonttausmallilla	10
2.7	Eri osinkopolitiikat	11
2.8	Muita osingonjaon muotoja	12
3	Osingonjakopolitiikka	13
3.1	Osakeyhtiö	13
3.2	Yhtiökokous	14
3.3	Osingonjakamisen syyt	15
3.4	Osingonjakamisen tiheys	16
3.5	Osingonjakosuhde	17
3.6	Arvo- ja kasvusijoittaja	18
3.7	Osinkojen verotus	21
3.8	Cliente effect	22
3.9	Osinkopolitiikan vaikutus yrityksen arvoon	22
4	Tutkimuksen toteutus	23
4.1	Osinkohistoria Kauppalehden sivuilta	23
4.2	Yhtiökokousten pöytäkirjat	24
4.3	Osinkojen maksutiheys 2017—2020	24
5	Tutkimustulokset	27
6	Johtopäätökset	39
	Lähteet	43
	Liitteet	

Liite 1. Osinkohistoria 2017-2020

Liite 2. Osingonmaksun jakautuminen 2017-2020

# 1 Johdanto

Koronaviruspandemian vaikutukset talouteen olivat havaittavissa alkukevällä 2020. Tuolloin Suomen hallitus määräsi ennennäkemättömän laajoja varatoimenpiteitä pandemian leviämisen hillitsemiseksi. Kyseiset varatoimenpiteet vaikuttivat eri toimialojen yrityksiin eritavoin. Joka tapauksessa koronapandemian kokonaisvaikutus talouteen oli negatiivinen. Liiketalouden opiskelijoina mietimme pandemiaa yritysrahoituksen näkökulmasta. Meitä molempia henkilökohtaisesti kiinnostaa sijoittaminen, jonka seurauksena päädyimme tutkimaan yritysten osingonjakoa. Työn mielekkyyttä lisäsi entisestään aiheen ajankohtaisuus. Tutkimme siis vallitsevien poikkeusolojen vaikutusta osingonjakopolitiikkaan.

Keräämämme tieto on suurimmalta osalta numeraalista, joten työssä käytetään kvantitatiivista tutkimusta. Keräsimme Exceliin tiedot osingonjaosta kaikilta neljältä vuodelta. Jokaiselle vuodelle oli oma taulukko, jossa käytiin läpi yrityskohtaisesti maksetun osingon määrä ja maksupäivä. Kyseiset taulukot helpottivat havainnollistamaan yritysten osingonmaksutiheyttä sekä huomaamaan erot eri vuosien välillä.

Datan keräämisen jälkeen Excelissä käsitellään erilaisilla funktioilla ja graafeilla osingon määrää ja maksupäivää. Jokaiselle vuodelle tulee oma pylväsdiagrammi, jossa vaakakselille tulevat osinkojen maksupäivät ja pystyakselille tulevat osinkojen määrät. Pylväsdiagrammi havainnollistaa hyvin maksettujen osinkojen jakautumista kalenterivuodelle. Kyseisissä diagrammeissa tarkastelemme pylväiden jakautumista ja niiden suuruutta.

## 1.1 Työn tausta ja aiheen rajaus

Vuosi 2020 oli kaikin puolin todella mullistava, sillä koronaviruspandemia käänsi maailman ylösalaisin. Kyseinen pandemia vaikutti Suomen talouteen sekä työllisyyteen ennen näkemättömällä laajuudella. Suomen talouden negatiiviseen kehitykseen vaikutti sekä kansainvälisen kysynnän ja viennin väheneminen että Suomen sisäiset rajoitustoimenpiteet. Nämä rajoitustoimenpiteet vähensivät kotitalouksien kulutusta varsinkin palveluiden suhteen. Koronapandemian myötä epävarma talouden kehitys vaikutti myös investointeihin ja niiden toteutumiseen. Investointeja joko lykättäisiin tai niitä päätettäisiin olla toteuttamatta. Koronapandemian vaikutusten voimakkuudesta työllisyyteen kertoo se,

että keväällä 2020 lomautetuksi joutuneiden määrä oli yli 124 000 henkilöä. (Koronan takia on ilmoitettu jo yli 124 000 lomautuksesta Suomessa, ja määrä kasvaa koko ajan – ”Hyvin nopealla tahdilla näitä tulee lisää”. 2020.)

Opinnäytetyömme on toteutettu tutkimuksellisenä työnä. Aiheenamme on tarkastella Helsingin pörssin Large Cap -yhtiöiden osingonjakoa vuodesta 2017 vuoteen 2020 ja tutkia, onko korona mahdollisesti vaikuttanut vuoden 2020 osingonjakoon. Päädyimme tarkastelemaan osingonjakoa neljältä vuodelta, jotta tutkimuksemme olisi luotettavampi. Valitsimme Large Cap -yritykset yksinkertaisesti sen takia, koska niiden osingonjako on tasaisesti kasvavaa. Näin ollen mahdolliset poikkeamat vuoden 2020 kohdalla olisi helpompi todentaa.

Vuoden 2020 keväällä osingonjako nousi yleiseksi keskustelun aiheeksi. Keskusteluissa pohdittiin, onko osinkojen jakaminen taloudellisessa tilanteessa oikeudenmukaista. Keväällä pohdittiin myös sitä, että jos yritys saa valtiolta tukea, onko sen mahdollista maksaa minkäänlaista osinkoa osakkeenomistajille. Eläketurvakeskuksen Jaakko Kijanderin mukaan osingot ovat tärkeä monille eri tahoille, joihin lukeutuvat kaikki eläkerahastot. (Yritysten jättiosingot herättävät nyt pahennusta – ”Mutta jos osinko jätetään maksamatta, ei siitä kukaan ulkopuolinen hyödy”. 2020.)

Osingonjakaminen herätti paheksuntaa niissä tapauksissa, kun yrityksellä oli samaan aikaan käynnissä yt-neuvottelut. Tästä hyvänä esimerkkinä Ammattiliittojen reaktio siihen kun, lehtiyhtiö Punamusta Media kertoi lomauttavansa koko henkilöstönsä ja yritys samaan aikaan jakoi osinkoa. Myös presidentti Sauli Niinistö oli kommentoinut Ilta-Sanomille, etteivät osingot kuulu koronakevääseen. (Yritysten jättiosingot herättävät nyt pahennusta – ”Mutta jos osinko jätetään maksamatta, ei siitä kukaan ulkopuolinen hyödy”. 2020.)

Yritysten näkökulmasta osinkojen maksamatta jättäminen ei ole realistinen vaihtoehto. Keskuskauppakamarin johtava asiantuntija Ville Kajala ymmärtää kritiikin niissä tilanteissa, kun yritys on lomauttanut henkilöstöään ja maksanut osinkoa samalla. Hän tuo toisen näkökulman asiaan. Osakkeenomistajat odottavat saavansa osinkoa niiltä yrityksiltä, joilla on varaa maksaa sitä. Kajalan mukaan osakkeenomistajien luottamus yritykseen rakentuu säännöllisesti maksetuista osingoista. Yrityksen mahdollisuudet saada uutta pääomaa jatkossa voisi huonontua, mikäli se päättäisi kokonaan olla jakamatta

osinkoa. Kajala toi esiin sen faktan, että Fortumissa ja Elisassa suuromistajia ovat Suomen valtio ja Eläkeyhtiöt. Suomen valtio sai Fortumin osingoista lähes puoli miljardia euroa. Keväällä 2020 osingon peruuttamisesta tiedottivat Finnair, Tallink ja Viking Line. Investors House rahastojen pääsalkunhoitaja Antti Lahtisen mielestä päätös olla maksamatta osinkoa on perusteltu, mikäli sen maksaminen vaarantaisi yhtiön maksukyvyyn. Hänen mielestään muut kriteerit osinkojen arvostelussa eivät ole perusteltuja, Lahtinen korostaa, että maksamatta jätetty osinko jää yritykselle. Toisin sanoen ulkopuoliset eivät hyödy tästä tilanteesta mitenkään. Osuuspankin pääanalyytikon Antti Saaren mukaan koskaan aiemmin ei osingonjakoon ole liittynyt näin voimakasta epävarmuutta. (Yritysten jättiosingot herättävät nyt pahennusta – ”Mutta jos osinko jätetään maksamatta, ei siitä kukaan ulkopuolinen hyödy”. 2020.)

Koronaviruspandemian taloudelliset vaikutukset iskivät ensisijaisesti yrityksiin. Monien yritysten liikevaihto oli supistunut huomattavasti tai jopa kokonaan romahtanut lyhyen ajan sisällä. Vaikka pandemia iski yrityksiin nopeasti, ei sen vaikutukset olleet yhtä voimakkaita eri toimialojen ja yritysten välillä. (Yritysten maksuvaikeudet koronapandemiassa – laskelmia yritysaineistolla. 2020.)

Vuoden 2020 kevään talouden näkymiä kuvaa hyvin Business Finlandin toteuttamat jatkokyselyt asiakasyrityksilleen. Maaliskuussa vastaajista 85 prosenttia arvioi, että pandemian vaikutukset yrityksen liikevaihtoon ovat hyvin kielteisiä. Business Finlandin johtajan Kalle Kivekkään mukaan yritysten arvioit koronan vaikutuksista toimintaansa, olivat maaliskuussa merkittävästi synkempiä kuin kuukautta aikaisemmin. Kivekäs luonnehti, että kriisi oli helmikuussa massiivinen, mutta vaikutti lähinnä Aasiaan. Maaliskuussa pandemia aiheutti koko maailmantalouden pysähtymisen. (Business Finlandin jatkokyselyt asiakasyrityksille paljastivat valtavan avuntarpeen. 2020.)

Helmikuun kyselyssä lähes 80 prosenttia vastaajista arvioi, ettei pandemialla ole vaikutusta työpaikkojen määrään tai, että vaikutukset ovat hyvin pieniä. Kuukaudessa tapahtui merkittävä muutos talouden näkymissä, sillä maaliskuun kyselyssä 60 prosenttia vastaajista arvioi vaikutusten työllisyyteen olevan kielteisiä tai hyvin kielteisiä. Kyselyyn vastanneista yrityksistä lähes 2/3 aikoi hakea lisärahoitusta turvatakseen liiketoimintansa. Lisäksi melkein puolet vastaajista oli lomauttanut tai lomauttamassa henkilöstöään. Kivekkään mukaan Business Finland auttaa yrityksiä kriisin pahimman vaiheen yli esimerkiksi häiriötilannerahoituksella. (Business Finlandin jatkokyselyt asiakasyrityksille paljastivat valtavan avuntarpeen. 2020.)



Business Finland tiedotti vuoden 2020 maaliskuun lopulla, että sen korona-avustusvaltuuksia korotettiin 700 miljoonaan euroon. Avustusvaltuuksia myönnettiin yrityksille, jotta ne voisivat kehittää uusia liiketoimintoja poikkeusolojen vallitessa. Suomen hallitus päätti myöntää Business Finlandille lisävaltuudet 25.03.2020. Avustusvaltuuden merkittävän korottamisen taustalla oli yritysten ennakoitua paljon suurempi tuentarve. Kaiken kaikkiaan Business Finlandin uuteen rahoituspalveluun oli saapunut maaliskuun aikana noin 12 000 hakemusta. Rahoituspalvelut on kohdistettu suomessa toimiville pk- ja Mid-Cap -yrityksille. Rahoituspalvelujen kohteena olivat erityisesti matkailualaan ja luoviin sekä esittäviin aloihin. (Business Finlandin korona-avustusvaltuuksia korotettiin 700 miljoonaan euroon. 2020.)

Vuoden 2020 huhtikuun alussa Business Finlandin tutkimus-, kehitys- ja innovaatiotoiminnan (TKI) lainavaltuutta korotettiin 300 miljoonalla eurolla. Tämä TKI-laina oli aikaisempia vastaavia joustavammin hyödynnettävissä uuden liiketoiminnan kehittämiseen. Laina oli kohdistettu ensisijaisesti työvoimaintensiivisille aloille, joiden liiketoiminta oli kärsinyt koronaviruspandemiasta. TKI-lainoissa ei ole rajoituksia yrityksen toimialan perusteella. Lisäksi kyseisestä rahoituksesta voidaan myöntää kaikenkokoisille osakeyhtiöille (Oy, Oyj). Uuden TKI-lainan myötä Business Finlandin avustusvaltuudet nousivat 800 miljoonaan euroon. (Business Finlandille uusi TKI-laina koronatilanteen helpottamiseksi. 2020.)

## 1.2 Työn tavoite ja tutkimusongelmat

Tämän työn tavoitteena on selvittää, onko olemassa korrelaatiota koronapandemian ja Helsingin pörssin Large Cap -yritysten osingonmaksun välillä vuonna 2020. Mikäli korrelaatiota näiden välillä ei löydy, on sen toteaminen yksi työmme keskeisimmistä tavoitteista. Tavoitteenamme on myös tutkia aihetta todella monipuolisesti, jotta voimme todeta onko pandemialla ollut positiivisia tai negatiivisia vaikutuksia halukkuuteen maksaa osinkoa. Työn aiheen valitsemishetkellä vastaavasta aiheesta ei ollut tehty opinnäyte-työtä, joten päätimme olla ensimmäiset, jotka tutkisivat tätä aihetta. Haluamme olla ensimmäisten joukossa tuottamassa luotettavaa tutkimustietoa pandemian ja osingonmaksun välillä. Mikäli uusia pandemioita ilmenee tai koronavirus pitkittyy, työtämme voisi jatkaa tai käyttää jonkinlaisena suunnannäyttäjänä.

Kuten olemme jo aiemmin maininneet, työn tutkimusongelmana oli selvittää mahdollista korrelaatiota koronaviruspandemian ja osingonmaksun välillä. Tutkimusongelmaa käsiteltiin jakamalla se useampaan tutkimuskysymykseen. Näitä tutkimuskysymyksiä olivat esimerkiksi se, onko osingonmaksu viivästynyt tai onko osingonmaksua hajautettu vuonna 2020, jolloin koronapandemia iski toden teolla. Mahdollista korrelaatiota ei voi todistaa pelkästään taulukoilla vaan pitää tutkia onko mahdollisten muutosten taustalla jokin muu selittävä tekijä. Syy-seuraussuhteita voidaan selvittää tutkimalla yritysten pörs-sitiedotteita sekä yhtiökokoustenpöytäkirjoja.

Tutkimuksessa on käytetty kvantitatiivista tutkimusta. Kvantitatiivinen tutkimus tunnetaan myös määrällisenä tutkimuksena. Tämän tutkimuksen avulla voidaan selvittää muun muassa lukumääriin ja prosenttiosuuksiin kuuluvia kysymyksiä. Tutkimuksen luotettavuus edellyttää otannan riittävää kokoa. Lisäksi otoksen pitää edustaa mahdollisimman kattavasti koko perusjoukkoa. Kvantitatiivisessa tutkimuksessa asioiden kuvaamiseen käytetään numeerisia suureita. Tutkimustyyppissä voidaan selvittää eri asioiden välisiä riippuvuuksia tai mahdollisia muutoksia tutkittavassa asiassa. Vaikka kvantitatiivisella tutkimuksella saadaankin monesti kartoitettua olemassa oleva tilanne, ei sillä yksinään pysty selvittämään asioiden syitä riittävän hyvin. (Heikkilä. 2014.)

### 1.3 Työn rakenne

Työn teoreettinen viitekehys on jaettu kahteen eri lukuun. Ensimmäisen luvun pääteemana on osinko ja osinkopohjainen arvonmääritys. Luvussa käsitellään muun muassa Gordonin mallia, Lintnerin mallia sekä Miller-Modiglianin osinkojen irrelevanttiusteoremaa. Toisen luvun pääteemana on osingonjakopolitiikka. Tässä luvussa käydään läpi, miksi osinkoa jaetaan, kuinka monta kertaa sitä jaetaan sekä osingonjakosuhdetta. Teorialukujen jälkeen työssä siirrytään kertomaan tiedon keruusta. Tutkimuksen toteutus luvussa kerrotaan, miten ja mistä tutkimuksessa käytetty numeerinen data on hankittu. Johdonmukaisesti tätä lukua seuraa tiedonkäsittely. Kuudennessa luvussa esitellään työmme tutkimustuloksia. Seitsemännessä eli viimeisessä luvussa kootaan johtopäätöksen yhteen ja pohdimme tutkimuksemme luotettavuutta.

## 2 Osinko ja osinkopohjainen arvonmääritys

Yksinkertaisesti määritettynä osinko on yhtiön tekemästään voitosta jaettu osuus kaikille omistajille. Yleisesti sitä jaetaan osakkeina, mutta sitä voidaan jakaa myös rahana.

(Mikä on osinko?) Yleisenä käytäntönä on se, että vakavaraiset yhtiöt maksavat voitoistaan osinkoa. Suuret yritykset pyrkivät maksamaan osinkoa mahdollisimman tasaisesti, mieluiten tasaisen kasvavasti. Tämä johtuu osittain rahan aika-arvosta sekä se on sijoittajille houkuttelevampi sijoituskohde.

Osakeyhtiölain mukaisesti osingon saa osakkeenomistaja, joka on merkitty osakkeenomistajaksi yhtiön osakasluetteloon viimeistään osingon täsmäytyspäivään menneessä. Osingon täsmäytyspäivä sovitaan yhtiökokouksessa. Toisin sanoen osingon saa se osakkeen omistaja, jolla on hallussaan yhtiön osakkeita viimeistään yhtiökokouspäivänä. Yritykset päättävät osingonmaksun täsmäytyspäivän ja osingonmaksupäivän Euroclear Finland Oy:n sääntöjen perusteella. Säännöissä määrätään, että osingonmaksun täsmäytyspäivä saa olla aikaisintaan toinen selvityspäivä yhtiökokouksen jälkeen. Todellisuudessa lähes kaikki yritykset noudattavat tätä kyseistä käytäntöä. (Osingonmaksut - Kenellä on oikeus osinkoon?)

Yleensä osinko irtoaa yhtiökokouksen jälkeisenä päivänä. Tarkemmin ilmoitettuna osinko irtoaa yhtiökokouspäivänä kello 24. On kuitenkin hyvä huomioida se, että ostajan tehdessä kaupan osingon irtoamisen jälkeen, ei hän ole oikeutettu saamaan minkäänlaista osinkoa. Syynä tähän on se, että kyseinen osinko jää tuolloin myyjälle. Yleinen käytäntö on, että osingonmaksupäivä on täsmäytyspäivästä viides pankkipäivä. Yritykset voivat itse päättää oman osingonmaksupäivänsä, sillä tätä ei määrätä Euroclear Finland oy:n säännöissä. (Osingonmaksut - Kenellä on oikeus osinkoon?)

## 2.1 Rahan aika-arvo

Tulevaisuudessa saatavat kassavirrat ovat epävarmempia kuin nykyhetkiset. Mitä pidempänä tulevaisuudessa kassavirrat ovat, sitä enemmän niiden riskisyys kasvaa. Rahoituksen teoriassa riskillä ja tuotolla on yhteys. Tämä pohjautuu siihen, että suuremman riskin myötä sijoittajat vaativat korkeampaa tuottoa. Rahan aika-arvon kannalta tämä on olennainen selittävä tekijä. (Knüpfer & Puttonen 2017, 76.)

Kolmas selittävä tekijä rahan aika-arvolle on kulutuksen lykkääminen. Ihmiset kokevat hyötyvänsä enemmän kuluttamisesta. Ihmiset eivät halua lykätä kulutuspäätöstä ilman, että saisivat minkäänlaista korvausta siitä. Mikäli ihminen päättäisi kuluttaa nyt, saisi hän siitä saman tien hyötyä. (Knüpfer & Puttonen 2017, 76.)

Rahan aika-arvon takia nykyiset ja tulevat kassavirrat eivät ole vertailukelpoisia keskenään. Nämä saadaan vertailukelpoiseksi diskonttaamalla tulevat kassavirrat vastaamaan rahan nykyistä arvoa. Mitä kauempana ajallisesti rahavirrat sijoittuvat toisistaan, sitä enemmän inflaatio hankaloittaa niiden vertailua, ja sitä vähemmän arvoa rahalla on nykyajassa mitattuna. (Knüpfer & Puttonen, 2017, 76.)

## 2.2 Osinkojen kasvun estimointi ja Gordonin malli

Gordonin kasvumallia käytetään määrittämään osakkeen arvo sen tasaisesti kasvavien tulevien kassavirtojen perusteella. Mallissa osakkeen uskotaan kasvavan tasaista tahtia ikuisesti ja lasketaan niiden nykyarvo. Tasaisen kasvun takia malli ei sovellu kaikkien yritysten käytettäväksi. Ainakin nuoret yritykset eivät välttämättä jaa osinkoa ollenkaan. Myös yrityksen koko ja vakavaraisuus vaikuttaa siihen, voidaanko osinkoa jakaa tasaisesti. (Hayes & Kindess 2020.)

Gordonin malli sisältää ikuisesti vakiona kasvavien osinkojen lisäksi myös kaksi muuta oletusta. Näistä ensimmäinen on se, että sijoittajan tuottovaatimus on vakio. Toinen oletus on se, että osinkojen kasvunopeus on pienempi kuin sijoittajan tuottovaatimus. On hyvä huomioida se, ettei kaikki mallin oletukset eivät toteudu käytännössä. Sijoittajat voivat täydentää Gordonin mallia lisäämällä siihen useamman kuin yhden osinkojen kasvunopeuden. (Huovinen 2016.)

$$P_t = \frac{D_t (1 + g)}{R - g} = \frac{D_{t+1}}{R - g}$$

Kuvio 1. Gordonin malli (Taloudellinen riippumattomuus. 2009).

Yllä olevassa kuviossa on havainnollistettu Gordonin malli kaavan muodossa. Tällä kaavalla osakkeen arvon laskemiseksi tarvitaan seuraavat tiedot: nykyinen osinko (D), osinkon kasvuvauhti (g) sekä omistajan tuottovaatimus (R).

Gordonin mallissa oletetaan, että osakkeen todellinen arvo pitkällä aikavälillä on sama kuin yrityksen jäljellä olevan elinkaaren aikana maksettujen osinkojen nykyarvo. Tämän oletuksen takia osakkeen arvostuksessa on kolme merkittävää tekijää. Nämä tekijät ovat

seuraavan kevään ennustettu osinko, osinkojen kasvuvauhti sekä sijoittajan tuottovaatimus. Sijoittajan tuottovaatimus voidaan laskea summaamalla kolme osatekijää, jotka ovat riskitön korkotuotto, inflaatio sekä omanpääoman riskipremio. (Oksaharju 2015.)

### 2.3 Lintnerin malli

Target payout ratiolla tarkoitetaan sitä osuutta yrityksen voitoista, jonka se haluaisi jakaa omistajilleen osinkona pitkän aikavälin aikana. Kyseisen luvun määrittelemisessä tulee huomioida riittävä osingon määrä, mutta toisaalta se, että osakkeen arvo kasvaa riittävästi ja liiketoiminta ei häiriinny liiasta osingonmaksusta. Aina osingonmaksu ei todellisuudessa vastaa yrityksen asettamaa lukua. Tämä johtuu siitä, että tulot vaihtelevat kvartaaleittain ja vuosittain. Siispä target payout ratio onkin pitkän aikavälin tavoite tai sitä käytetään keskiarvona. Yritykset pyrkivät ilmoittamaan ennakkoon sijoittajille, mikä on heidän target payout ratio siksi, että muutokset siinä vaikuttavat osakkeen hintaan ja sijoittajien näkemykseen yrityksestä. (Mitchell. 2019.)

Target payout ratiota suunniteltaessa on huomioitava myös se, että sijoittajat reagoivat yleensä negatiivisesti pienentyneeseen osinkoon. Siksi on tärkeätä, ettei ilmoitettu osingonjakosuhte olisi realistisesti asetettu. Siihen ei tarvitse yltää joka vuosi, mutta siinä tulisi pysyä ainakin vuosien keskiarvona. Sijoittajat seuraavat tarkasti markkinoita ja yritysten osingonmaksun suhdetta. Markkinat reagoivatkin tämän seurauksesta huonosti ennakoimattomiin muutoksiin osingonmaksun suhteessa. (Mitchell. 2019.)

### 2.4 Miller-Modiglianin osinkojen irrelevanttusteoreemaa

MM-teorian suurin väite on se, ettei osinkopolitiikalla ole mitään vaikutusta yrityksen arvoon. Yrityksen arvo ei määriy osakkeen arvon mukaan, vaan liiketoimintariskin ja operatiivisen tuloksentekeytyksen perusteella. Tämän teorian ydin perustuu siihen, että jaettu osinko on pois yrityksen varallisuudesta sekä tulevista kasvuinvestoinneista. Tämän takia omistajan varallisuuden kasvu kumoutuu. Voittojen sijasta yritys, joka jakaa osinkoja, joutuu rahoittamaan omat hankinnat ottamalla velkaa tai laskemalla liikkeelle uusia osakkeita. (Haataja 2017.)

MM-teorian mukaan sijoittajan varallisuuden kasvuun vaikuttaa vain osakkeen hinnan nousu ja yrityksen maksama osinko. Näin ollen sijoittajan varallisuuden kannalta on yhdentekevää jakaako yritys osinkoa vai ei. On kuitenkin hyvä muistaa se, että sijoittaja voi itse vaikuttaa saamaansa kassavirtaan esimerkiksi myymällä osakkeita tai ostamalla niitä. Mikäli sijoittajalla on akuutti tarve kassavirralle, voi hän myydä omistamansa osakkeen, joka ei maksa osinkoa, mutta jonka arvo kasvaa. Sijoittaja voi myös kasvattaa omaa varallisuuttaan ostamalla lisää osakkeita jo omistamaltaan yritykseltä. Mikäli yritys päättää olla maksamatta osinkoa sijoittajalle, kompensoituu saamattomat kassavirrat osakkeen arvonnousulla tai ainakin sillä, ettei osakkeen arvo laske osingon maksun seurauksesta. (Haataja 2017.)

MM-teoria sisältää seuraavia oletuksia, jotka eivät toteudu todellisuudessa. Näihin oletuksiin kuuluu: osakkeiden myymiseen ei liity transaktiokustannuksia ja osakkeiden myyntivoitot ja osingot ovat verottomia, yhtiön investointipäätökset ei eivät riipu osinkopäätöksistä, osingoilla ei ole vaikutusta yhtiön liiketoiminnan rahavirtaan sekä vähän osinkoa maksavien yhtiöiden johto ei aja omaa etuaan vaan pyrkii maksimoimaan omistajien varallisuuden. (Haataja 2017.)

MM-teoriassa ei huomioida sitä, että sijoittajat kiinnittävät huomiota kasvaviin osinkoihin. Yrityksen johto signaloi omistajilleen varsinkin kasvavalla osingolla taloudellisen tilanteen vakautta ja uskoa menestykseen tulevaisuudessa. Yritys, joka ei maksa osinkoa, on joko vielä kasvuvaiheessa taloudellisesti huonossa tilassa. (Haataja 2017.)

## 2.5 Gordon-Lintnerin "Bird-in-the-hand" -teoria

Toinen merkittävä teoria osinkopolitiikan merkityksestä osakkeen arvoon on nimeltään Gordon-Lintnerin teoria, joka on toiselta nimeltään "Bird-in-the-hand" -teoria. Tämä teoria perustuu siihen, että sijoittajan tuottovaatimus kasvaa, mikäli osingonjakoa vähennetään. Sijoittajan tuottovaatimuksen kasvu perustuu siihen, että kasvuinvestoinneista aiheutuvat tulevat kassavirrat ovat epävarmempia kuin sijoittajan lähitulevaisuudessa saamat osingot. Näin ollen moni sijoittaja pitää korkeaa osinkoa maksavaa yritystä varmempana sijoituksena kuin yhtiötä, joka ei maksa ollenkaan osinkoa. (Haataja 2017.)

## 2.6 Osakkeen arvonmääritys diskonttausmallilla

Diskonttaus voidaan määritellä tulevaisuudessa saatavan rahasumman tai rahavirtojen arvon laskemista nykyhetkellä. Rahan aika-arvon takia tulevaisuudessa saatava rahamäärä on pienempi kuin raha tällä hetkellä. Diskonttaamisen myötä voidaan vertailla tulevaisuuden sekä nykyhetken rahamäärät keskenään. (Diskonttaus.)

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n}$$

Kuvio 2. Diskonttauskaavio.

Kuviossa 2 PV on nykyarvo, FV on tuleva-arvo, r on korkokanta sekä n on kausien lukumäärä.

Osinkojen diskonttausmalli on sopiva osakkeen arvonmääritykseen, mikäli seuraavat ehdot täyttyvät. Näihin ehtoihin lukeutuu se, että yritys jakaa osinkoa ja omaa pitkän osingonmaksuhistorian. Seuraavana ehtona on, että yrityksen hallitus pitää kiinni omasta osinkopolitiikasta, joka on johdonmukaista ja ymmärrettävää. Sijoittajat eivät osallistu päätöksentekoon yrityksen osingonjakopolitiikasta. Tämä malli ei aina toimi todellisuudessa sillä, on olemassa yrityksiä, jotka eivät maksa ollenkaan osinkoa. Yleensä kasvuvaiheessa olevat yritykset investoivat osingonmaksun sijaan omaan yritykseen. On myös olemassa yrityksiä, jotka ovat huonossa taloustilanteessa. Tämän takia nämä yritykset eivät ole kykeneväisiä maksamaan osinkoa. (Huovinen 2016.)

Osakkeen hinnoittelun perustana on sijoittajien saamien kassavirtojen nykyarvo. Yksinkertaistettuna osakkeen hinnoittelussa arvioidaan kassavirrat ja sijoittajan tuottovaatimus ja ne diskontataan niin kuin nykyarvon laskemisessa. Osakekohtainen osinko määritellään aina siten, että sijoittajan saama kokonaisosinko saadaan kertomalla osakekohtainen osinko osakkeiden lukumäärällä. Sijoittajan saamiin kassavirtoihin kuuluu ainakin yrityksen maksamat osingot. Sijoittaja voi saada kassavirtaan myyntivoittona myymällä osakkeen sen arvon noustua. (Knüpfer & Puttonen 2017, 94-95.)

$$PV = \frac{d_1}{(1+r)^1} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_n}{(1+r)^n}$$

Kuvio 3. Osakkeen hinnoittelumalli (Osakkeen arvonmääritys vapaiden rahavirtojen avulla. 2019).

Yllä olevassa kaavassa havainnollistetaan osakkeen hinnoittelua. Kaavassa PV on osakkeen nykyarvo. D-kirjaimet kuvaavat osinkoa eri ajanhetkillä. R-kirjain kuvaa taas sijoittajan tuottovaatimusta.  $1+R$  toimii tässä kaavassa diskonttaustekijänä. N-kirjain on osakkeen myyntivuosi.

## 2.7 Eri osinkopolitiikat

Osinkopolitiikoista residuaali voidaan määritellä seuraavasti: ”Jos osinkopolitiikalla ei ole merkitystä yrityksen arvon määrittämisen kannalta, voidaan osingonjakoa tarkastella puhtaasti rahoituspäätöksenä. Tällöin osingonjako määräytyy investointeja koskevien rahoituspäätösten jälkeen, toisin sanoen osinkoina jaetaan se, mitä jää jäljelle.” Tämän takia osingonjakosuhte voi vaihdella voimakkaasti eri vuosina. Mikäli investointimahdollisuuksia ei ole, voitto jaetaan osinkoina. Vastaavasti joinain vuosina isot investoinnit pienentävät osinkojen määrää. (Niskanen & Niskanen 2016 ,154, 155.)

Tasaisen osingon mallissa osakekohtainen osinko pidetään pitkiä aikoja vakiona tuloksesta riippumatta. Tämä tarkoittaa sitä, että osinkoa maksetaan sama määrä riippumatta yrityksen tuloksesta. (Niskanen & Niskanen 2016 ,154, 155.) Ongelmana tässä lähestymistavassa on se, että sijoittajat voivat olettaa kasvun kestäväen vuodesta toiseen (Watson & Head 2010, 314). Toinen ongelma tässä sijoituspolitiikassa on se, että yritys ei välttämättä pysty toteuttamaan houkuttelevaa investointia ja maksamaan tasaisesti kasvavaa osinkoa. Toisin sanoen tällä osinkopolitiikalla saatetaan joutua luopumaan osasta investoinneista. (Watson & Head 2010, 314.) Tasaisen osingon malli on käytössä Yhdysvalloissa ja Suomessa (Niskanen & Niskanen 2016, 154, 155).

Osa yhdysvaltalaisista yrityksistä on pyrkinyt pitämään osingonjakosuhteen mahdollisimman vakiona. Näin ollen osingon rahallinen määrä on aina tietty osuus yrityksen voitosta. Tämä on päinvastainen verrattuna tasaisen osingon malliin. Tässä osingonjakosuhte pysyy samana, mutta osingon rahallinen määrä vaihtelee yrityksen tuloksen mukaan.



(Niskanen & Niskanen 2016, 154-155.) Tämän osinkopolitiikan etuna on, että se on yksinkertainen toteuttaa ja se lähettää selkeän signaalin yrityksen sen hetkisestä taloudellisesta tilasta. Taas kääntöpuolena tässä on se, että kyseinen osinkopolitiikka asettaa rajoitteita sille, paljonko rahaa voidaan käyttää investointeihin. Kyseinen osinkopolitiikka ei sovellu yrityksille, joiden tuotoissa on paljon vaihtelevuutta. (Watson & Head 2010, 313.)

Päätös olla maksamatta osinkoa on myös osinkopolitiikkaa. Tämä osinkopolitiikka soveltuu vain hyvin pienelle osalle sijoittajista, sillä suurin osa ei hyväksy tällaista osinkopolitiikkaa. Ainoastaan sijoittajat, jotka esimerkiksi verotuksellisista syistä suosivat osakkeen arvonnousua, valitsivat sijoittaa tällaiseen yritykseen. Käytännössä tätä osinkopolitiikkaa noudattavat lähinnä sellaiset yritykset, jotka ovat vasta elinkaarensa alussa. Nämä yritykset vaativat suuria investointeja voitoistaan, jotta ne saavuttavat seuraavaan vaiheen kehityksessä. (Watson & Head 2010, 314.)

## 2.8 Muita osingonjaon muotoja

Rahastoannissa yrityksen vapaita omia pääomia muutetaan osakepääomaksi. Näin ollen osakkaiden hallussa olevien osakkeiden määrä lisääntyy. Kassaosingoista poiketen rahastoannissa ei liiku rahaa yrityksen ja osakkeenomistajien välillä. Kasvava yritys voi käyttää rahastoantia signaloidakseen markkinoille kasvavasta tuloksentuottokyvystään. (Niskanen & Niskanen 2016, 155.)

Split voidaan määritellä esimerkiksi siten, että siinä osakkeet jaetaan yrityksen haluamalla jakosuhteella. Yritysten yleisimmin käytetyt jakosuhteet ovat  $\frac{1}{2}$  ja  $\frac{1}{4}$ . (Split). Splittissä osakkeen nimellisarvo alenee sen mukaan, kuinka moneen osaan osakkeet jaetaan. Tämän seurauksesta osakkeiden lukumäärä kasvaa. Osakkeiden splittauksella pyritään parantamaan osakkeen likviditeettiä. Mitä kalliimmaksi osakkeen hinta muodostuu, sitä vähemmän niillä käydään kauppaa. Splittauksen myötä osakkeiden arvossa ei kuitenkaan tapahdu mitään muutosta, vaan osakkeiden määrän tuplaantuessa kurssi puolittuu. (Ankelo 2019.)

Omien osakkeiden takaisinostolla yritys viestittää markkinoille osakkeidensa aliarvostuksesta. Tällä pyritään kurssinousuun ja aliarvostuksen korjaantumiseen. Muita syitä omien osakkeiden takaisinostolle voi esimerkiksi olla tuottavien investointikohteiden puute, henkilökunnan palkitsemisjärjestelmä sekä suunnitteilla oleva yritysosto, jota halutaan rahoittaa yrityksen omilla osakkeilla. (Blomster 2017.)

### 3 Osingonjakopolitiikka

Osinkopolitiikalla tarkoitetaan yrityksen käytäntöä maksaa osinkoa osakkeenomistajilleen. Osinkopolitiikassa määritetään osingonjakosuhte, eli kuinka suuren osuuden voitoistaan yritys maksaa osinkoina omistajilleen. (Chen & Scott 2020.) Myös päätös olla maksamatta osinkoa lukeutuu osinkopolitiikkaan. Osinkopolitiikan ja osakkeen arvon välisestä yhteydestä on kaksi vastakkaista teoriaa.

Suomessa yleisin tapa jakaa osinkoa on kerran vuodessa ja se tapahtuu keväällä tilinpäätöksen julkistamisen ja yhtiökokouksen jälkeen. Sijoittajaa ei välttämättä kiinnosta osinkojen taso, vaan se, että yritys ilmoittaa osingonjakopolitiikkansa selkeästi. Aktiivista osinkopolitiikkaa noudattavan yrityksen maksama osingon määrä korreloi vahvasti tilikauden tuloksen kanssa. Passiivista osinkopolitiikka noudattava yritys puolestaan ei muuta osingon suuruutta tilikauden mukaan vaan maksaa suhteellisen kiinteän määrän. (Knüpfer & Puttonen 2017, 199.) Osingonjakopäätöksen taustalla voidaan ajatella olevan sekä puutteelliset investointimahdollisuudet, että ylimääräisten kassavarojen jakaminen (Knüpfer & Puttonen 2017, 202).

Mitkä asiat vaikuttavat yrityksen valitsemaan osinkopolitiikkaan? Yksi asia on yrityksen toimiala. Mikäli yritys on toimialalla, jossa vaaditaan suuria investointeja, jakavat ne yleensä pienempää osinkoa. Myös alan riskisyys ja syklisyys vaikuttaa maksettavan osingon määrään. Osinko pidetään pienenä, jotta sitä ei jouduttaisi pienentämään tulevaisuudessa. Lisäksi yrityksen ”luonne” ja ikä vaikuttaa osinkopolitiikkaan. Kypsään ikään päässyt yritys ei enää vaadi yhtä tiheästi kasvuinvestointeja. Mikäli yrityksellä on paljon velkaa, saattaa se suosia pienemmän osingon maksamista. (Watson & Head 2010, 314-315.)

#### 3.1 Osakeyhtiö

Isojen yritysten yleisin yritysmuoto on osakeyhtiö, joka on myös yritysmuodoista kehittynin ja monimutkaisin. Sen perustajia voi olla yksi tai useampi henkilö. Osakeyhtiö voi olla julkinen (Oyj) tai yksityinen (Oy). Osakeyhtiölain perusteella yksityisen osakeyhtiön osakepääoman on oltava vähintään 2500 euroa, kun taas julkisen osakeyhtiön 80 000 euroa. Ainoastaan julkisen osakeyhtiön osakkeet noteerataan pörssissä. (Niskanen & Niskanen 2016, 13.)

Osakeyhtiössä osakepääoma jakaantuu moneen yhtä suureen osaan, joita kutsutaan osakkeiksi. Tässä yhtiössä ylintä päätösvaltaa käyttää yhtiökokous. Osakkaat kokoontuvat minimissään kerran vuodessa yhtiökokoukseen. Yhtiökokouksen tehtävänä on valita osakeyhtiölle hallitus, joka taas nimittää kyseiselle yhtiölle toimitusjohtajan. Päätökset yhtiökokouksissa tehdään enemmistö periaatteella. Vaikka osakkeilla on yleensä samanlainen äänioikeus, poikkeuksena tähän on Helsingin pörssissä osakesarjoja, jotka antavat erilaisen äänimäärän. (Minilex a. Osakeyhtiö yritysmuotona.)

Osakeyhtiö on itsenäinen verovelvollinen. Osakeyhtiötä verotetaan sen hetkisen yhtiöverokannan mukaisesti. Tilikauden kertyneestä voitosta tai osasta siitä voidaan jakaa osinkoina osakkeen omistajille heidän osakeomistuksensa mukaan. Osingon saajan verotukseen vaikuttaa se, että onko yhtiö yksityinen vai julkinen. Verotukseen vaikuttaa myös se, onko osingonsaaja yksityishenkilö vai jokin toinen yritys. Toinen verotukseen vaikuttava tekijä on yrityksen luonne ja omistusosuus toisessa yrityksessä. (Osakeyhtiön tuloverotus. 2020.)

### 3.2 Yhtiökokous

Osakeyhtiön kaikkein tärkeintä päätöksentekomenettelyä kutsutaan yhtiökokoukseksi. Kyseisessä kokouksessa päätetään kaikista seikoista, joihin hallituksella ei ole valtuuksia osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen mukaan. Lyhykäisyydessään yhtiökokouksella tarkoitetaan kaikkien osakkeenomistajien kutsumista päättämään asioista, jotka on määriteltävä kokouskutsussa. Joka ikisellä osakkeenomistajalla on omistamiensa osakkeiden mukainen äänimäärä käytettävänä tässä kokouksessa. Tämä mahdollistaa osake per ääni demokratian toteutumisen jokaisessa osakeyhtiössä. (Minilex b. Osakeyhtiön varsinainen yhtiökokous.)

Osakeyhtiön yhtiökokous on jokavuotinen kokous, joka on pidettävä kuuden kuukauden aikana tilikauden päättymisen jälkeen. Tämä velvollisuus perustuu osakeyhtiölakiin, jossa säädetään tarkemmin kokouksen päätettävistä asioista. Tämän takia yhtiökokous on pakollinen jokaiselle osakeyhtiölle. Yksi tärkeimmistä asioista, joita yhtiökokouksessa päätetään, on tilinpäätöksen vahvistaminen, jossa sen pitää hyväksyä tilinpäätösdokumentit päteviksi. Yhtiökokouksessa päätetään myös taseen osoittamasta voitosta. Tässä yleensä pohditaan sitä, kuinka paljon osinkoa voidaan mahdollisesti jakaa. Toinen vaihtoehto on säästää osa voitoista tulevia investointeja varten. (Minilex b. Osakeyhtiön varsinainen yhtiökokous.)

On hyvä muistaa, että päätöstä osakeyhtiön voitonjaosta ei tee yhtiön toimitusjohtaja tai hallitus vaan tämän tekee yhtiökokous hallituksen ehdotuksesta. Pienemmätkin osakkeenomistajat voivat vaikuttaa osakkeen suuruuteen. Osakeyhtiölain perusteella omistajat, jotka edustavat kymmenesosaa osakkeista, voivat yhtiökokouksessa vaatia maksettavaksi osinkona vähintään puolet tilikauden voitosta. (Knüpfer & Puttonen 2017, 204.)

Helsingin pörssissä yhtiöt jaotellaan kolmeen erilaiseen ryhmään markkina-arvonsa mukaan. Nämä ryhmät ovat Suuret yhtiöt (Large Cap), Keskisuuret yhtiöt (Mid Cap) sekä Pienet yhtiöt (Small Cap). Kuten olemme aiemmin maininneet, tulemme työssämme perehtymään nimenomaan Large Cap-yhtiöihin. Large Cap-yhtiöksi kutsutaan sellaista yritystä, jonka markkina-arvo ylittää yli miljardin euron. Yritysten markkina-arvot analysoidaan aina puolivuositain 1 tammikuuta sekä 1 heinäkuuta. Analyysi pohjautuu ”yritysten osakkeiden marraskuun ja toukokuun kaupankäyntimäärillä painotettuun keskikurssiin”. (Pörssin uusi osakeryhmittely on kuin vaatekaupasta tuttu. 2006.)

### 3.3 Osingonjakamisen syyt

Sijoittajille korkean osingonmaksu on tärkeää siksi, että se viestittää yrityksen taloudellisesta vakavaraisuudesta. On hyvä huomioida se, että yritykset, jotka jakavat osinkoa tasaiseen tahtiin ovat olleet vakavaraisempien yritysten joukossa. Kuten aiemmassa kappaleessa totesimme, yritykset, jotka jakavat osinkoa ovat sijoittajille houkuttelevampi sijoituskohteet. Osinkoa jaetaan myös sen takia, koska se lisää osakkeiden kysyntää. Sijoittajat ovat kiinnostuneita osingosta niistä saatavan tulon takia. Yritysten maksama osinko viestittää myös yrityksen johdon uskomuksesta tulevien kausien tuloksesta.

Omalle pääomalle on tyypillistä se, ettei siihen liittyviä velvoitteita kirjoiteta paperille. Yritykset eivät ole sopimusoikeuden perusteella velvollisia maksamaan minkäänlaista tuottoa sijoittajalle tai edes palauttamaan pääomaa. Osakkeiden arvonmäärityksessä on paljon epävarmuutta siksi, ettei yrityksellä ole velvollisuutta maksaa sijoittajille minkäänlaista tuottoa. (Knüpfer & Puttonen 2017, 93.)

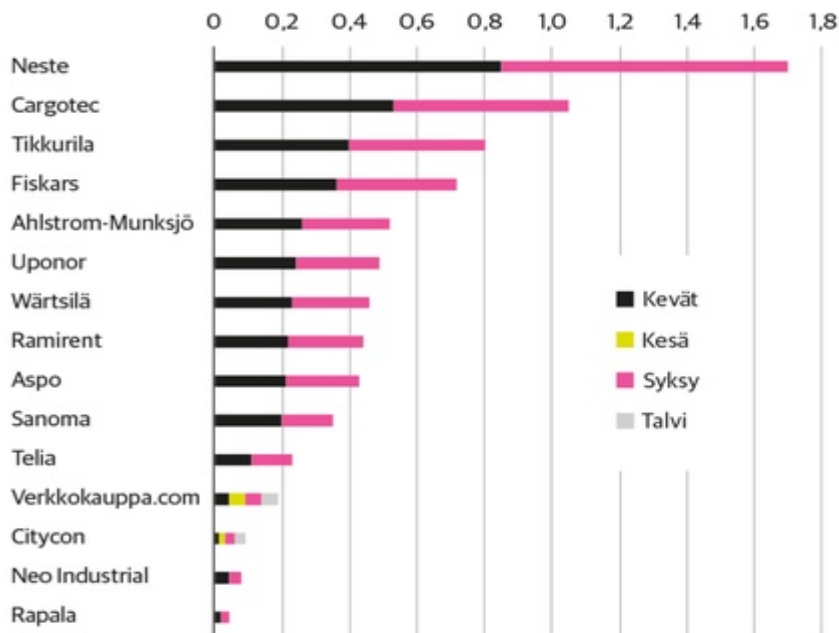
### 3.4 Osingonjakamisen tiheys

Perinteisesti Suomalaiset yritykset, jotka ovat Helsingin pörssissä maksavat osingon kerran vuodessa. Tiheimmillään osinkoa maksetaan neljä kertaa vuodessa eli kvartaaleittain. Tämä käytäntö on ollut vallitseva amerikkalaisissa yrityksissä. On hyvä huomioida, että osingonmaksutiheys ei vaikuta vuositasolla osingon määrään. Helsingin pörssiyrityöiden maksutiheydessä on havaittavissa uusi trendi. Esimerkkinä voidaan todeta Fis-kars, joka maksaa osinkoa puolivuositain. (Osinkoa monta kertaa vuodessa? Näiltä yhtiöiltä sitä saa. 2018.)

Yritys hyötyy osingon maksun hajauttamisesta siten, ettei isoa maksuerää tarvitse maksaa kerran vuodessa. Näin ollen osingonmaksu jakautuu tasaisemmin koko vuodelle. Pahimmassa tilanteessa yritys ei ole kyennyt maksamaan osinkoja ilman, että olisi hakenut lainaa. Nykypäivänä osinkojen hajauttaminen on kansainvälinen trendi, joka rantautunut Suomeen. Ensimmäisinä osingon maksua useammassa erässä toivoivat isot ulkomaiset sijoittajat. Myöhemmin kotimaiset sijoittajat ovat seuranneet tätä trendiä. Osinkojen hajauttamisen myötä yrityksen kassanhallinta tehostuu siksi, että vältetään rahoituskuluja lisääviltä lainoilta. Hajauttaminen helpottaa myös yritysten investointien tekemistä. (Remes 2019.)

## Neste maksaa kaksi osinkoa tänä vuonna

Tiheämmin osinkoa maksavat pörssiyritykset vuonna 2018, euroa



Kuvio 4. Helsingin pörssiyritysten osinkojen maksutiheys (Osinkoa monta kertaa vuodessa? Näiltä yhtiöiltä sitä saa. 2018).

Yllä olevasta kuviosta 4 voidaan todeta, että vuonna 2018 yhä useampi Helsingin pörssissä oleva yhtiö maksoi osinkoa enemmän kuin kerran vuodessa. Yksi tulkinta tälle ilmiölle on se, että vaikutteita on otettu amerikkalaisista yrityksistä. Kuvan yrityksistä Verkkokauppa ja Citycon olivat siirtyneet vuosineljänneksittäin maksettavaan osinkoon. (Osinkoa monta kertaa vuodessa? Näiltä yhtiöiltä sitä saa. 2018.)

### 3.5 Osingonjakosuhde

Halutessaan yritys voi maksaa kaiken tilikaudelta kertyneen voiton omistajilleen osinkoina. Mikäli haukuttelevia investointeja on tarjolla, voi yritys käyttää kaikki voittonsa investointeihin. Yleisin vaihtoehto lienee näiden kahden välimuoto eli osa voitoista maksetaan osinkoina omistajilleen ja loput sijoitetaan takaisin yritykseen investointeina. Kaiken voiton investoiminen on yleisintä nuorilla ja pienikokoisilla yrityksillä. Mikäli kyseessä ei ole nuori tai pieniyritys, on sille oltava hyvät perusteet, ettei osinkoa makseta. Jos osinkoa ei makseta useampana vuotena, alkaa se jo vaikuttaa negatiivisesti osakkeen arvoon sekä yrityksen imagoon.

Yleensä markkinat reagoivat muutokseen osingonmaksussa. Kasvanut osinko nähdään positiivisena asiana, jolla viestitetään yhtiön elinvoimaisuudesta. Pienentynyt osinko puolestaan tulkitaan monesti huonona uutisena, viestittäen vain negatiivisia asioita yrityksen tilasta. Tämä ei kumminkaan kerro koko totuutta asiasta. Kasvanut osinko voi kertoa myös siitä, ettei houkuttelevia investointikohteita ole. Tämä ei ole pitkällä aikavälillä hyvä asia yrityksen tulevaisuuden kannalta. Samalla logiikalla pienentynyt osinko voi viestiä siitä, että yrityksellä on hyviä investointikohteita tarjolla. Markkinat reagoivat negatiivisesti pienentyneeseen osinkoon, vaikka yritys kertoisikin ennakkoon, miksi sitä pienennetään. Tiedottamisesta huolimatta osakkeen hinta putoaa markkinoilla tämän seurauksesta. (Watson & Head 2010, 308-309.)

### 3.6 Arvo- ja kasvusijoittaja

Arvosijoittaja ostaa yhtiöiden osakkeita, jotka ovat aliarvostettuja markkinoilla. Toisin sanoen nämä yhtiöt ovat halvempia kuin niiden todellinen arvo. Arvosijoittaja ostaa osakkeita niiden ollessa halpoja ja odottaa, että ne nousevat todelliseen arvoonsa. Tässä strategiassa sijoittaja ostaa myös kalliita sekä laadukkaita osakkeita, kunhan niiden hinta on pienempi kuin todellinen arvo. (Makkonen 2018.)

Kyseisessä strategiassa sijoittajan tulisi myydä osakkeensa silloin kun niiden arvostus on korkea. Sijoitustyyliiltään arvosijoittaminen on passiivista sijoittamista. Tämä tyyli vaatii sijoittajilta paljon kärsivällisyyttä, koska yleensä ostettuja osakkeita pidetään omassa salkussa pitkän ajan. Tämän takia erilaisia toimeksiantoja ei tehdä useasti. (Hujanen 2019, 23.)

Ensisijaisesti arvosijoittajat pyrkivät fundamenttianalyysin avulla määrittämään yrityksen osakkeen oikean arvon. Tätä analyysiä hyväksikäyttäen sijoittajat vertailevat osaketta nykyiseen markkinahintaan, josta he tekevät lopulta johtopäätöksen onko kyseinen osake markkinoilla oikein hinnoiteltu. (Tiira 2018, 15.)

Hyödyllisimmät tunnusluvut, joita arvosijoittaja hyödyntää omassa strategiassaan ovat P/E-luku sekä P/B-luku. P/E-luvun avulla tarkastellaan osakkeen hintaa suhteessa yrityksen osakekohtaiseen tulokseen. P/E-luku voidaan laskea esimerkiksi jakamalla osakkeen pörssikurssi osakekohtaisella nettotuloksella, jota kutsutaan myös nimellä EPS eli earnings per share. Yleensä P/E- lukua tutkitaan vertailemalla sitä pörssin nykyiseen tai

historialliseen keskiarvoon. Kun osake ylittää keskiarvon, on se silloin ylihinnoiteltu. (Aho 2018.)

Kääntäen ajateltuna keskiarvon alapuolella osake voi olla alihinnoiteltu. P/B-luku eli kirja-arvo lasketaan jakamalla yrityksen markkina-arvo sen kirjanpidollisella omalla pääomalla. Tämä tunnusluku kuvaa yrityksen osakkeen hinnan suhteesta yrityksen tasearvoon eli siitä minkä arvoisena markkinat pitävät yrityksen tasetta. Edellä mainittuja tunnuslukuja tutkiessa arvosijoittaja ei ole kiinnostunut yrityksistä, joiden P/B tai P/E-luku on todella alhainen vaan yrityksistä, joiden kyseiset tunnusluvut ovat matalia suhteessa fundamenttien perusteella hyväksyttävään kertoimeen. (Aho 2018.)

Matala P/B-luku voi kertoa arvosijoittajalle sen, että osake on aliarvostettu. Tämä perustuu siihen, että kirjanpidollinen oma pääoma on jostain syystä arvostettu liian matalaksi. Tässä on kuitenkin hyvä huomioida se, että alhaisen P/B-luku ja laskenut osakekurssi voi olla signaali yhtiön kohdistuvista taloudellisista ongelmista. (Tiira 2018, 20.)

Kasvusijoittajaa voidaan kutsua arvosijoittajan vastapuoleksi, sillä se ostaa voimakkaasti kasvaneita yhtiöitä. Sijoitustyyliiltään kasvusijoittaja hakee kohteiltaan nopeaa ja kovaa tuottoa. Kääntöpuolena nopeille ja koville tuotoille on kova riski. Kasvusijoittaja kiinnostaa eniten potentiaalinen arvonnousu. Eniten kasvupotentiaalia on yrityksissä, joiden tulevaisuuden tuottopotentiaaliin kuuluu paljon epävarmuutta. Tässä strategiassa sijoittaja ei odota osinkotuottoja toisin kuin arvosijoittamisessa. (Erkkilä 2019.) Alla olevasta kuvassa havainnollistetaan kasvusijoittajan suosimaa kohdetta.





Kuvio 5. Kasvusijoittajan suosima kohde (Makkonen 2018).

Kasvuyhtiöt kasvavat nopeammin kuin keskimääräinen pörssiyritys ja ne tarjoavat korkeaa tuottopotentiaalia. Kasvuyhtiön arvo ei perustu nykyiseen tulokseen vaan niiden tulevaisuuden kasvuodotuksiin. (Heikkilä 2020.) Toisin sanoen osakkeen hinta perustuu kasvuodotuksiin eikä tasaiseen osingonmaksuun. Suurin riski kasvusijoittamisessa on kasvun tyrehtyminen. (Heikkilä 2020.)

Sijoittajat ovat valmiita maksamaan kasvuyhtiöstä korkeaa hintaa. Sijoittajat odottavat tuloskasvun olevan voimakasta ja tämän takia osakkeen odotettu tuotto on korkea. Tämä on toisaalta myös riski, mikäli tuloskasvu pysähtyy, sillä sen seurauksena osakekurssi putoaa voimakkaasti. Toinen riski on se, että kasvuyhtiön osakekurssi nousee liian korkealla. Näin ollen odotettu tuotto laskee eikä edes hyväkään tulosparannus riitä. (Heikkilä 2020.)

Kasvuyhtiöiden odotetaan kasvavan nopeammin kuin markkinoiden keskiarvoyritys. Näiden yritysten osakkeita sanotaan kasvuosakkeiksi. Yleistettynä kasvu yritykset eivät maksa osinkoa, sillä ne haluavat sijoittaa voitot takaisin yritykseen. Näin ollen yritys voi kasvaa voimakkaammin. Kasvuosakkeita ostavat sijoittajat uskovat saavansa voittoa sillä, että osakkeen hinta nousee tulevaisuudessa ja myyvät osakkeet. Kasvuosakkeiden mahdollisuus tappiolle on suurempi kuin arvo-osakkeilla, varsinkin jos yritys ei pysy kasvuennusteen mukana. Kasvuosakkeissa on suurin mahdollinen tuotto ja riski sijoittajalle. (Heikkilä 2020.)

Kasvuyhtiöitä löytyy kaikista kolmesta kategoriasta Small-, Medium- ja Large Cap -yrityksistä. Kyseiset osakkeet säilyvät kasvuosakkeina siihen asti, että analyytikot uskovat niiden saavuttaneen kasvupotentiaalinsa. Yleensä kasvuyhtiöillä on ainakin yksi kilpailuetu, kuten patenti. Pysyäkseen kilpailijoidensa edellä, kasvuyhtiöt sijoittavat voittonsa takaisin yritykseen. (Chen. 2020.)

Kasvuosakkeiden riskisyyteen vaikuttaa se, ettei osinkoa yleensä makseta tai maksetaan alhaista osinkoa. Siispä sijoittajat saavat tuottoa pitkän ajan kuluttua, mikäli yhtiön kasvu on ollut riittävää. Osinkopolitiikan takia sijoittajat eivät juurikaan hyödy kasvuosakkeista lyhyellä aikavälillä. Tästä poiketen sijoittajat voivat saada pitkällä aikavälillä merkittävää voittoa osakkeen arvon noususta johtuvilla pääomatuloilla. Tämä edellyttää sitä,

että sijoittaja myy omistamansa osakkeet, kun uskoo niiden kasvun olevan huipussaan. (What are Growth Stocks?)

### 3.7 Osinkojen verotus

Verotuksella on olennainen osa kaikkeen sijoittamiseen liittyvissä asioissa (Osakkeet ja verotus – Kuinka myyntivoittojen ja osinkojen verotus toimii? 2020). Käsittelemme tässä ainoastaan osinkojen verotusta pörssiyhtiössä, sillä tämä on olennainen tutkimuksemme kannalta. Lisäksi jätämme tarkastelun ulkopuolelle ulkomaisten osakkeiden verotuksen, sillä paneudumme kotimaisten Large Cap-yritysten osingonmaksuun.

Pörssiyhtiön, eli listatun yhtiön osingosta osa on veronalaista ja osa verotonta tuloa. Sijoittajan saamasta osingosta 15 prosenttia on verotonta tuloa ja 85 prosenttia on veronalaista pääomatuloa. Pääomatulon veroprosenttiin vaikuttaa saatavan tulon määrä. Pääomatulon veroprosentti on 30prosenttia aina 30 000 euroon asti. Kaikesta yli 30 000 euroa ylittävästä osasta maksetaan veroa 34 prosenttia. (Listatuista yhtiöistä saadut osingot. 2020.) Osingosta maksettavan veron määräksi muodostuu siis joko 25,5 prosenttia tai 28,9 prosenttia. Osingon maksava pörssiyhtiö pidättää ja tilittää verottajalle ennakkopidätyksenä 25,5 prosenttia maksetun osingon kokonaismäärästä. (Kalluinen 2020.)

Verottajan ohjeistuksen mukaan ennakkopidätys tulisi tehdä, kun osinko on nostettavissa. Ennakkopidätys täytyy ilmoittaa ja maksaa seuraavan kausiveroilmoituksen jälkeen, jolloin osinko on ollut nostettavissa. Osinkotulot verotetaan samana vuonna kuin osingot ovat nostettavissa. Vaikka osingonsaajalle ei makseta ollenkaan osinkoa, suoritetaan ennakkopidätys tästä huolimatta. Kuten aiemmassa kappaleessa totesimme, pörssiyhtiön maksamasta osingosta suoritetaan 25,5 prosentin ennakkopidätys. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että pörssiosakkeen omistaja arvo-osuustililleen ennakkopidätyksen jälkeisen summan. Toisin sanoen ennakkopidätys vähennetään osingosta automaattisesti, josta tieto menee verottajalle automaattisesti. (Osakkeet ja verotus - Kuinka myyntivoittojen ja osinkojen verotus toimii? 2020.)

### 3.8 Cliente effect

Sijoittajat voivat suosia joko osinkoja tai osakkeen arvonnousua eri tavoin. Yksi peruste näille eroille on se, että verotus saattaa erota sijoittajien välillä. Sijoittaja, joka maksaa osingoistaan alhaisempaa veroprosenttia, suhtautuu osingonmaksuun positiivisemmin kuin korkeampaa veroprosenttia maksava sijoittaja. Edellisistä sijoittajista jälkimmäinen kallistuu todennäköisemmin arvonnousun kannalle. Erilaista osingonjakopolitiikkaa noudattaville yrityksille syntyy tämän seurauksesta erilaisia asiakaskuntia. On mahdollista, että yritykset pyrkivät tunnistamaan omistajiensa verorakenteen ja määrittämään osinkopolitiikkansa sen pohjalta. (Niskanen & Niskanen 2016, 153-154.)

Cliente-efektille on myös muita selityksiä kuin verotukselliset syyt. Osingot ovat arvonnousua helpompi tapa saada tuloa. Lisäksi maksetuista osingoista saa säännöllistä kasvavirtaa, mikä on varsinkin piensijoittajien mieleen. On myös huomionarvoista, ettei osinkoihin liity transaktiokustannuksia. Sijoittajien preferensseihin vaikuttaa myös pääomamarkkinoiden likviditeetti. Mikäli kaupankäynti osakkeilla on vähäistä, jää vaihtoehtoista jäljelle osingonmaksu sijoittajille. (Niskanen & Niskanen 2016, 153-154.)

### 3.9 Osinkopolitiikan vaikutus yrityksen arvoon

Vaikka osinkopolitiikan vaikutuksesta yrityksen arvoon on kaksi ristiriitaista teoriaa, voidaan todeta, että osinkopolitiikalla on kassavarojen kautta vaikutusta yrityksen arvoon. Yrityksen kassan ei tulisi olla suurempi kuin mikä olisi optimaalista liiketoiminnan kannalta. Ylimääräisille kassavaroille saatava tuotto jää usein alhaiseksi. Tämän seurauksesta oman pääoman tuottoaste laskee. Mikäli yrityksen varoja ei käytetä mahdollisimman tuottoisasti, sijoittajien tuottovaatimus jää täyttämättä. Tämän takia yrityksen markkina-arvo laskee. Siispä ylimääräisten kassavarojen jakaminen osinkoina parantaa pääomille saatavaa tuottoa. Tämä mahdollistaa sen, että sijoittajat voivat sijoittaa varat tuottavampiin kohteisiin. (Knüpfer & Puttonen 2017, 202.)

Mikäli suuri osa voitoista jätetään yritykseen sisään, johdon ei tarvitse perustella investointeja yhtä tarkasti, jos rahoitusta hankittaisiin hakemalla lainaa tai osakeanneilla. Tämän seurauksena yritysjohton tavoitteena on pitää iso osa voitosta yrityksen sisällä. Rahoitusteoriassa tälle ongelmalle on nimenä ”ilmainen pääoma”. Mikäli investointeja ei tarvitse perustella yhtä tarkasti, saattaa tämä johtaa kannattamattomiin investointeihin.

Osakkeenomistajat voivat yrittää ehkäistä tätä ongelmaa vaatimalla kunnolliset perustellut ehdotukselle, jossa osinkoja maksetaan vain pieni osa tuloksesta. (Knüpfer & Puttonen 2017, 205.) Sijoittajat eivät vaadi yritykseltä osinkoja, mikäli heille perustellaan se, että yritys kykenee sijoittamaan varat keskimäärin paremmin kuin mitä sijoittajat itse pysyisivät (Knüpfer & Puttonen 2017, 201).

## 4 Tutkimuksen toteutus

Tässä luvussa käsittelemme sitä, miten keräsimme tutkimuksessa käytettävän aineiston dataa. Dataa keräsimme muun muassa Kauppalehden sivuilta sekä tutustumalla yritysten yhtiökokousten pöytäkirjoihin. Aineiston keräämisen jälkeen siirryimme tämän tiedon käsittelyyn. Tämän luvun myöhemmässä kappaleessa havainnollistamme kaavioiden avulla muun muassa osinkojen maksutiheyttä, osingonmaksun viivästymistä, hajautettua osingonmaksua, pienentyntä sekä suurentunutta osinkoa. Osingonmaksusta tehdyt taulukot ja kaaviot löytyvät liitteestä 1.

### 4.1 Osinkohistoria Kauppalehden sivuilta

Ennen osinkohistorian tutkimista, tarkistimme mitkä kaikki Helsingin pörssin yrityksistä kuuluivat Large Cap luokkaan. Kaiken kaikkiaan kyseiseen luokkaan lukeutui 32 eri toimialan yritystä. Osalla tarkasteltavista yrityksistä on kaksi osakesarjaa, joten nämä mukaan laskettuina määrä on 37. Olennainen lähde tämän selvittämisessä oli Kauppalehden sivu. Kauppalehden sivuilta löysimme kohdan ”osinkohistoria”. Kirjoittamalla yrityksen nimen hakukenttään saimme selville kyseisen yrityksen osinkohistorian. Tämän jälkeen laadimme kaavion Exceliin, johon syötimme tiedot yritysten osinkohistoriasta. Listasimme nämä yritykset Nasdaq Helsingin mallin mukaisesti. Tässä listassa oli pieniä eroja yritysten järjestysten suhteen verrattuna Kauppalehden sivuihin. Teimme jokaiselle vuodelle (2017-2020) oman kaavion, johon kirjasimme maksumäärän sekä maksupäivän. Myöhemmissä luvuissa kerromme, miten käytimme näitä kaavioita hyödyksi tutkimuksessamme.

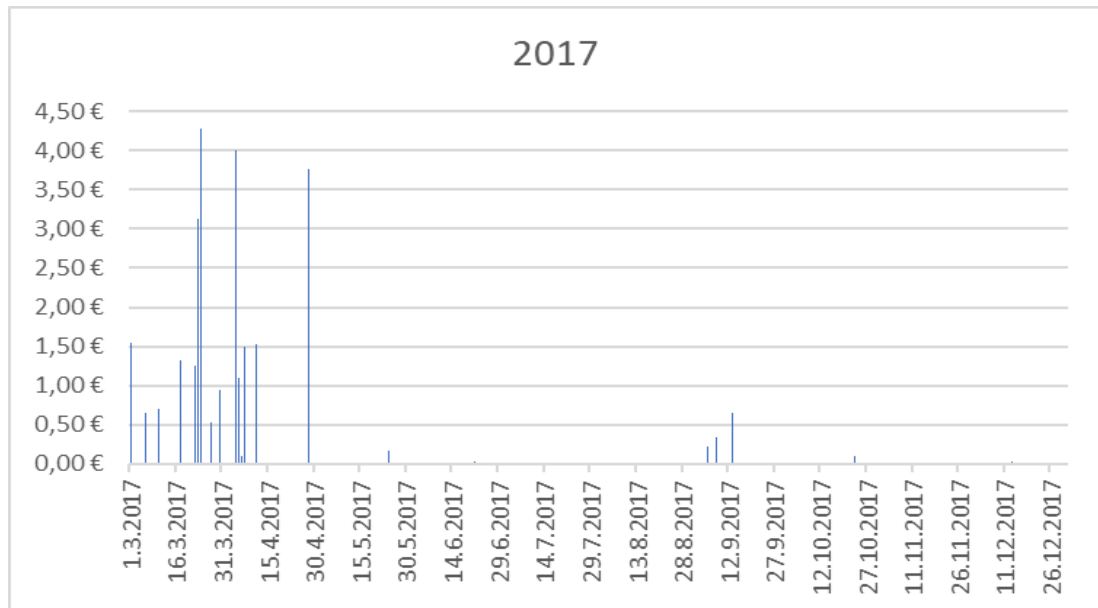
## 4.2 Yhtiökokousten pöytäkirjat

Tiedonkeruun seuraavassa vaiheessa perehdyimme tarkasteltavien yritysten yhtiökokousten pöytäkirjoihin. Tämä on perusteltua siksi, että kyseisistä asiakirjoista tulee ilmi maksettavan osingon määrä, ajankohta sekä muita oleellisia yksityiskohtia. Yritysten yhtiökokousten pöytäkirjat löytyivät helposti heidän omilta kotisivuiltaan. Luomaamme Excel tiedostoa katsoessa huomasimme, että vuoden 2020 osalta joidenkin yritysten kohdalla osingonmaksussa oli tapahtunut muutoksia. Ainoa oikea lähde teoriamme vahvistamiselle olivat yhtiökokousten pöytäkirjat. Kyseisissä pöytäkirjoissa kerrotaan esimerkiksi päätöksestä lykätä osingonmaksua tai maksaa osinko useammassa erässä kuin aiemmin.

## 4.3 Osinkojen maksutiheys 2017—2020

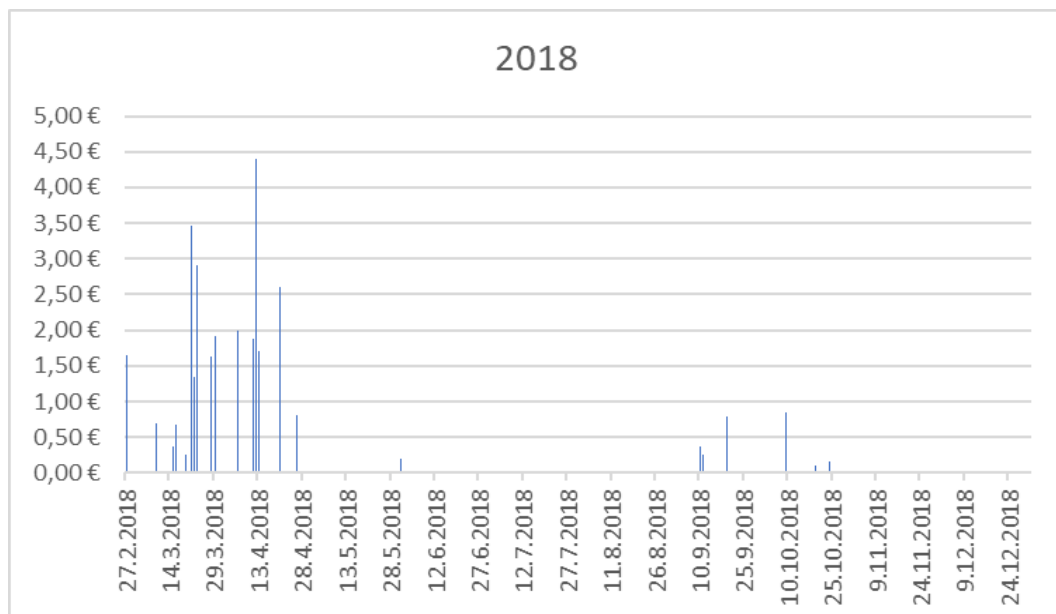
Alla olevissa kuvioissa havainnollistetaan tarkasteltavien yritysten osingonmaksun jakautumista kalenterivuodelle. Kuvioissa ei ilmoiteta erikseen jokaisen yrityksen maksamaa osinkoa, vaan samana päivänä tapahtuneet osingonmaksut on summattu yhteen. Näin ollen osa pylväistä on merkittävästi muita korkeampi. Korkeilla pylväillä kuvataan siis vilkkaita osingonmaksupäiviä. Kuvio havainnollistaa hyvin sen, että vilkkaimmat osingonmaksu päivät vuonna 2017 osuivat maalisi- ja huhtikuulle. Vuoden vilkkaimmat päivät olivat 23.3, 24.3, 4.4 sekä 28.4.

Kuvioita tutkittaessa nähdään se, ettei huhtikuun jälkeen makseta juurikaan osinkoa. Tämä pohjautuu suurimmaksi osaksi siihen, että Suomessa on ollut käytäntönä jakaa osinkoa kerran vuoteen. Osingonmaksu on yleensä tapahtunut edellisen vuoden tilinpäätöksen hyväksymisen ja yhtiökokouksen jälkeen. Usein nämä ovat tapahtuneet maalisi- sekä huhtikuussa.



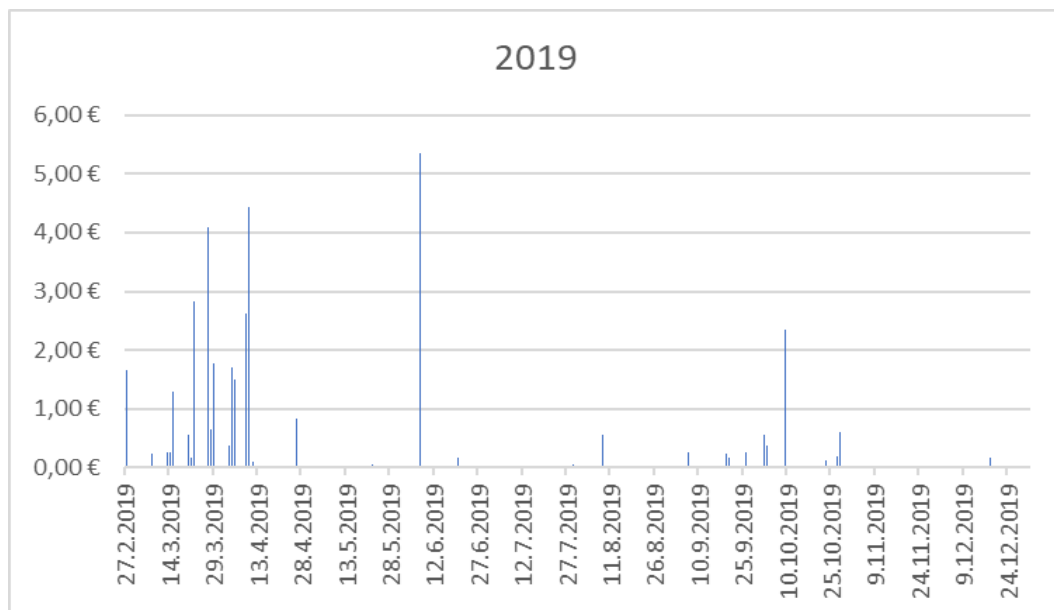
Kuvio 6. Osinkojen maksutiheys 2017.

Vertaamalla aikaisemman vuoden kuvaajaa huomataan, että vuonna 2018 osingonmaksu on ollut tasaisempaa. Vuonna 2018 vilkkaimmat osingonmaksu päivät olivat välillä 21.3—20.4. Vaikka tällä välillä on neljä selkeästi korkeampaa pylvästä, eivät erot muihin pylväisiin ole yhtä merkittäviä kuin edellisenä vuonna. Yhteistä edellisen vuoden kanssa oli se, ettei huhtikuun jälkeen osinkoa juurikaan maksettu.



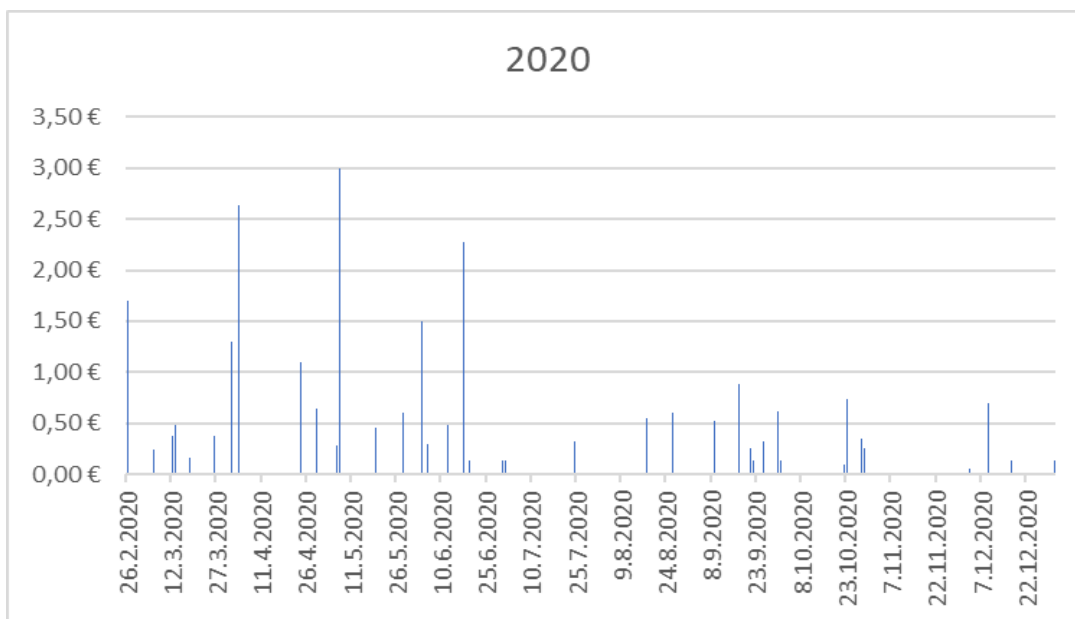
Kuvio 7. Osinkojen maksutiheys 2018.

Tutkittaessa vuoden 2019 diagrammia voidaan todeta se, että erot pylväiden korkeudessa ovat kasvaneet edelliseen vuoteen verrattuna. Huomion arvoista on, että vuonna 2019 vilkkain maksupäivä osuu kesäkuulle. Myös loppuvuodelle osui aikaisempia vuosia vilkkaampi maksupäivä, joka oli 23.10. Eroista huolimatta vuosi 2019 noudatti yleistä trendiä, eli valtaosa osingoista maksettiin maaliskuussa. Suurin osa korkeista pila-reista oli aikavälillä 27.3-11.4. Vuoden 2019 havainnot vahvistavat sen, että osa isoista suomalaisista yrityksistä on alkanut hajauttamaan osingonmaksua.



Kuvio 8. Osinkojen maksutiheys 2019.

Verrattuna aikaisimpiin vuosiin, ei vuonna 2020 maksettu läheskään samaa määrää osinkoa maaliskuussa. Vuoden 2020 diagrammista huomataan, että selkeimmät maksupiikit osuivat 24.4, 19.5 ja 19.6. Toinen havainto tästä kyseisestä diagrammista on se, että osingonmaksu loppuvuonna oli jakautunut useammalle päivälle. Euromääräisesti verrattuna vuoden 2020 suurimmat piikit osingonmaksussa jäivät kumminkin edellisen vuoden piikkejä pienemmiksi.



Kuvio 9. Osinkojen maksutiheys 2020.

## 5 Tutkimustulokset

Tässä luvussa käydään läpi työmme tutkimustulokset. Kuviot on otettu liitteestä 2. Työssä tutkimme vuoden 2020 osingonjakoa muutamasta eri näkökulmasta. Nämä olivat osingonmaksun viivästyminen, osingon hajautus, pienentynyt ja kasvanut osinko sekä yritykset, jotka eivät ollenkaan jakaneet osinkoa. Tutkimuksessa vertailimme vuoden 2020 lukuja aikaisemman vuoden vastaaviin lukuihin. Tässä luvussa käsitellään ainoastaan havaitut muutokset. Muutosten ja koronaviruspandemian mahdollista yhteyttä pohditaan vasta seuraavassa luvussa.

Yksi työssä tutkittu osio oli vertailla vuoden 2019 ja 2020 osingonmaksun ajankohtia keskenään. Tutkimuksessa huomasimme, että tarkasteltavan 37 yrityksen osakesarjasta 12 osingonmaksu oli viivästynyt. Tutkimuksessa myöhästymiselle käytetty kriteeri oli se, että viivästystä edelliseen vuoteen oli yli kuukausi. Alla olevasta kaavioista nähdään hyvin se, että viidellä yrityksellä osingonmaksu oli viivästynyt kahdella kuukaudella verrattuna edelliseen vuoteen. Seuraavaksi yleisintä oli kolmen kuukauden viivästyminen ja tähän lukeutui neljä eri yritystä. Jäljelle jäävät yritykset eivät muodosta keskenään mitään yhteistä kategoriaa. Lopuilla kolmella yrityksellä osingonmaksu viivästyi neljä, viisi ja yhdeksän kuukautta.



Kuviosta 10 nähdään, että vuonna 2020 osingonmaksu viivästyi eniten Nordealla. Todellisuudessa Nordea ei maksanut osinkoa vuonna 2020. Syynä tähän oli Euroopan Keskuspankin suositus siitä, etteivät pankit ylipäätänsä maksaisi osinkoa. Alun perin suositus oli voimassa 1.10.2020 saakka, mutta Euroopan Keskuspankki muutti suositusta kestämään 1.1.2021 asti. Nordean varsinainen yhtiökokous vuonna 2020 antoi hallitukselle luvan päättää, että tilikaudelta 2019 osinkoa voidaan maksaa enintään 0,40 euroa osaketta kohden. Nordean kotisivuilta kävi ilmi, että he ovat valmiita maksamaan osinkoa 1.1.2021 jälkeen. Nordea arvioi tilannetta uudelleen, mikäli Euroopan Keskuspankilta tulee uusia suosituksia. (Nordea Q&A. 2020.)

Huhtamäen tapauksessa yhtiön hallitus tiedotti maaliskuussa pistävänsä osingonmaksun toistaiseksi jäihin. Yhtiökokouksessa päätettiin hallituksen ehdotuksesta, ettei päätöstä osingonjaosta tehtäisi yhtiökokouksessa, vaan asiasta päättäisi hallitus myöhemmin harkintaansa käyttäen. Hallitukselle annettiin valtuutus päättää enintään 0,89 euron osakekohtaisen osingon maksamisesta. Tämä osinko voidaan jakaa yhdessä tai useammassa erässä. Osingonmaksun jäihin laittamista ei olisi voinut ennustaa pelkkien tunnuslukujen avulla, sillä yhtiön tase ja velkaantumisaste olivat hyvässä kunnossa. Indesin pääanalyytikko arvioi keväällä 2020, että Huhtamäki jakaisi osingon myöhemmin. Osingonjakaminen edellyttää sitä, että koronaviruspandemian vaikutukset olisivat selvillä. (Viljakainen 2020.)

Valmet oli maksanut osingon vuosina 2017—2019 maaliskuun lopussa. Alun perin Valmetin varsinaisen yhtiökokouksen piti olla 19.3.2020. Muutama päivä ennen tätä yhtiö tiedotti peruvansa yhtiökokouksen ja siirtävänsä sen toiseen ajankohtaan. (Valmet 2020 a.) Huhtikuussa yhtiö ilmoitti, että yhtiökokous pidetään 16.6.2020. (Valmet 2020 b). Edellä mainitun perusteella on syytä olettaa, että viivästynyt osingonmaksu johtui yhtiökokouksen siirtämisestä.

Myös Kemira oli maksanut osingon vuosina 2017—2019 maaliskuun lopussa. Kemira tiedotti helmikuussa, että yhtiökokous pidettäisiin 25.3.2020. (Kemira Oyj 2020 a.) Yhtiö ilmoitti lykkäävänsä varsinaista yhtiökokoustaan 18.3.2020 koronaviruspandemian vuoksi. (Kemira Oyj 2020 b). Lopulta Kemiran varsinainen yhtiökokous saatiin pidettyä 5.5.2020. Tästä johtuen osingonmaksu tapahtui vuonna 2020 poikkeuksellisesti vasta toukokuussa. (Kemira Oyj 2020 c.)

Cargotecilla on syklinen osake. Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeen kurssi seuraa vahvasti maailmantalouden suhdanne muutoksia, joka näkyi myös Cargotecin kohdalla vuonna 2020. Cargotecin alkukevään tulokseen vaikutti negatiivisesti lisääntynyt markkinaepävarmuus sekä koronaviruspandemia. Näiden vaikutus näkyi yhtiön liiketuloksessa, joka laski tammi-maaliskuun aikana 31 prosenttia. Koronaviruspandemia myötä yhtiön liiketoiminta hidastui Kiinassa. Hidastuminen johtui muun muassa tehtaiden toimimisesta alhaisemmalla kapasiteetillä. (Erkkilä 2020.)

Lisäksi komponenttien saatavuus heikentyi alkukeväällä. Yrityksen toimialan syklisyydestä johtuen vuoden 2020 toisen vuosineljänneksen kysynnän ennakoitiin olevan haasteellista. Alkukeväällä 2020 Cargotecin arvion mukaan yrityksen toisen kvartaalin vertailukelpoinen liikevoitto ja kassavirta olivat merkittävästi pienemmät kuin aikaisempina vuonna. (Erkkilä 2020.)

Helmikuun alussa Cargotec ilmoitti pitävänsä yhtiökokouksen 17.3.2020. (Cargotec Oyj 2020 a.). Päivää ennen kaavailtua yhtiökokousta Cargotec ilmoitti peruvansa yhtiökokouksen koronaviruspandemian takia ja siirsi sen myöhäisemmälle ajankohdalle. (Cargotec Oyj 2020 b.). Cargotec sai lopulta pidettyä varsinaisen yhtiökokouksensa 27.5.2020. (Cargotec Oyj 2020 c.). Tässäkin tapauksessa voidaan olettaa, että viivästyneen osingonmaksun taustalla oli yhtiökokouksen viivästyminen koronaviruspandemian takia.

Neles arvioi vuonna 2020 koronaviruspandemian johtuvan merkittäviä riskejä toiminnalleen. Yhtiön mukaan Suomen hallituksen määräämät varotoimenpiteet hankaloittavat tuotteiden ja palveluiden kysynnän ennustettavuutta. Kahden ensimmäisen kvartaalin aikana Neles pyrki varmistamaan liiketoimintansa kannattavuutta kustannussäästötoimenpiteillä. Yritys kiinnitti paljon huomiota nettokäyttöpääoman hallintaan. (Neleksen osavuosikatsaus 1. tammikuuta – 30. syyskuuta, 2020. 2020.) Edellä käsiteltyjen tapausten pohjalta voimme todeta, että mikäli yrityksen yhtiökokousta on lykätty, viivästyy myös sen osingonmaksu verrattuna sen aikaisempiin vuosiin. Tämä johtuu siitä, että yleensä yhtiökokous päättää osingonmaksusta. Toisin sanoen osinkoa ei voida jakaa ennen kuin yhtiökokousta on pidetty.



Kuvio 10. Osingonmaksun viivästyminen kuukausina.

Toinen työssä tutkittu osa-alue oli osingon aleneminen. Alla olevassa kaaviossa osingon alenemista on kuvattu prosentteina. Kaiken kaikkiaan 37 yrityksen osakesarjasta kymmenellä yrityksellä osingonmäärä oli pienentynyt vuonna 2020 verrattuna vuoteen 2019. Fiskarsin osingonmaksun osalta löysimme poikkeaman vuoden 2019 kohdalla. Tällöin Fiskars oli jakanut poikkeuksellisesti kolme kertaa osinkoa vakiintuneen kahden sijasta.

Lisäksi kesäkuun osingonmaksussa huomioimme kiinnitti sen osingon suuruus. Tällöin osinkoa oli maksettu 5,35 euroa, joka oli todella merkittävä määrä verrattuna muina ajankohtina maksettuihin osinkoihin. Kaikki muut osingot tällä aikavälillä on ollut alle euron. Syy 5,35 euron osingonmaksuun oli se, että Fiskarsin hallitus oli päättänyt jakaa melkein kaikki omistamansa Wärtsilä osakkeensa ylimääräisenä osinkona osakkeenomistajilleen. Näitä Wärtsilän osakkeita oli lähes 32 616 653 kappaletta. Hallitus käytti jakosuhdetta 5:2, jonka myötä jokainen osakkeenomistaja sai kaksi Wärtsilän osaketta kutakin viittä omistamaansa yhtiön osaketta kohden. Mikäli tätä poikkeavaa Wärtsilän osakkeista aiheutuvaa osingonmaksua ei huomioitaisi, olisi Fiskarsin osinko todellisuudessa kasvanut vuonna 2020.

Keskon osakkeen tutkiminen paljasti sen, että vuoden 2020 osingon taustalla oli splitti. Syy splittaukseen on se, että Keskon hallitus haluaa parantaa yhtiön osakkeen likvidi-

teettiä. Splittauksen myötä osakkeenomistajille annettiin jokaista omistettua A tai B osaketta kohden kolme uutta vastaavaa osaketta. Jotta 2020 vuoden osingot saadaan vertailukelpoisiksi vuoden 2019 osinkojen kanssa, tulee niiden arvo kertoa neljällä. Tämä muunnos huomioiden sijoittajan Keskolta vuonna 2020 saatu osinko oli todellisuudessa suurempi kuin aikaisempaa vuotena.

Koronaviruksen merkittävin vaikutus Sampo konserniin on tapahtunut sen sijoitusten kannalta. Maaliskuun myllerrys rahoitusmarkkinoilla laski konsernin sijoitustuottoja. Markkinaheilunnan voimakkuudesta kertoo se, että konsernin tulos laski tammi-maaliskuussa 954 miljoonaa euroa tappiolliseksi. Vertailukohtana voidaan käyttää aikaisemman vuoden tulosta, joka oli 561 miljoonaa euroa voitollista. (Poikkeuksellinen Q1. 2020.)

Toukokuussa Sammon hallitus teki päätöksen peruuttaa aikaisemman ehdotuksensa 2,20 euron osinkokohtaisesta osingosta. Uusi ehdotus on 1,50 euroa osinkoa per osake. Päätöksen taustalla oli rahoitusmarkkinoiden kasvanut epävarmuus ja muutokset Sammon sisäisissä osingoissa. Vuonna 2020 Sampo oli saanut sisäisiä osinkoja vain Tompanmarkilta. Sisäisten osinkojen määrä oli 48 miljoonaa euroa. Ilman koronaviruspandemian vaikutuksia sisäisten osinkojen arvioitu määrä olisi ollut 568 miljoonaa euroa. (Poikkeuksellinen Q1. 2020.)

Sammon hallitus oli hyödyntänyt valvontaviranomaisten ajankohtaiset kannanotot osinkoehdotuksessaan. Hallitus uskoo, ettei uusi osinkoehdotus heikennä yhtiön toiminta- tai maksukykyä. Uuden osinkoehdotuksen takia Sammon vakavaraisuus parantui huomattavasti. Alustavia lukuja käyttämällä huhtikuun 2020 lopussa konsernin vakavaraisuussuhde oli 187 prosenttia. Aikaisemmalla osinkoehdotuksella laskemalla vakavaraisuussuhde olisi ollut 178 prosenttia. (Poikkeuksellinen Q1. 2020.)

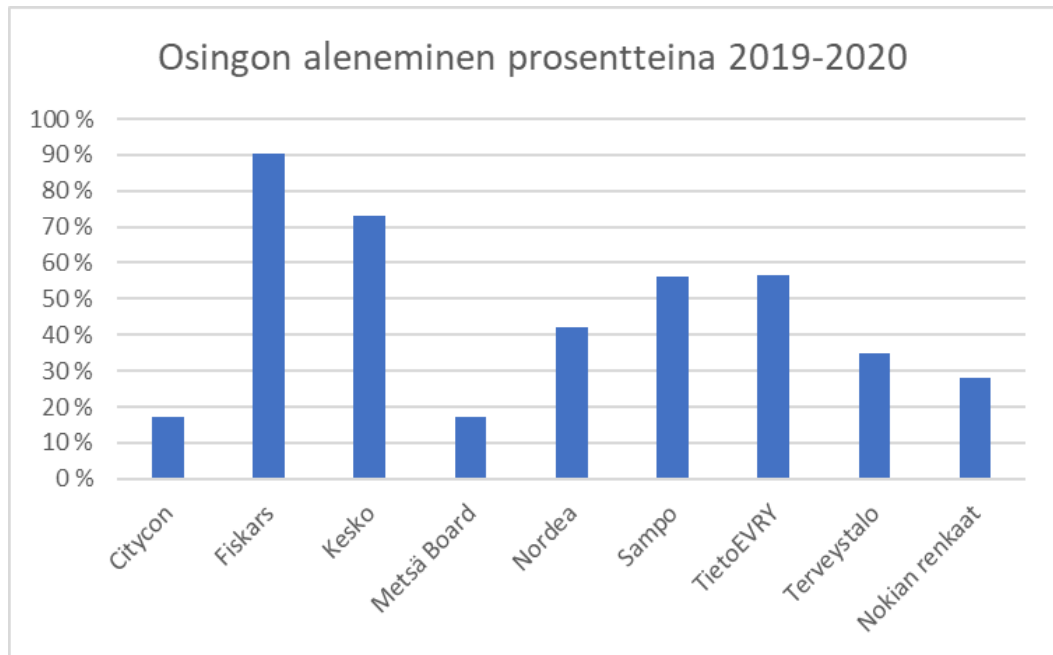
Kuten jo useampi aiemmin käsitelty yritys myös TietoEVERY:n yhtiökokous päätti olla jakamatta osinkoa varsinaisen yhtiökokouksen päätöksellä. Yhtiökokous antoi hallitukselle luvan päättää harkintansa mukaan myöhempänä ajankohtana yhteensä maksimissaan 1,27 euron osakekohtaisen osingon jakamisesta yhdessä tai useammassa erässä. (TietoEVERY Oyj 2020 a.) TietoEVERY oli päättänyt heinäkuussa 0,635 euron osakekohtaisesta osingosta. Osingon ensimmäinen erä 0,3175 euroa osakkeelta maksettiin elokuussa. Osingon toinen erä oli määrältään yhtä suuri ja se maksettiin lokakuussa. (TietoEVERY Oyj 2020 b.)

Koronaviruspandemian aiheuttamasta epävarmuudesta markkinoilla johtuen TietoEVERY oli käynnistänyt kattavan määrän säästötoimenpiteitä, joilla se pyrki muuttamaan kustannustehokkuuttaan. Maaliskuun lopulla yritys kertoi peruuttavansa vuoden 2020 taloudellisen ohjeistuksensa vedoten koronapandemiasta johtuvaan epävarmuuteen markkinoilla. Säästötoimista esimerkkeinä ovat kaikkien ulkoisten rekrytointien lopettaminen sekä ostojen, kuten kannettavien tietokoneiden hankkiminen, lykkääminen. (TietoEVERY Oyj 2020 c.)

Kesäkuussa 2020 TietoEVERY ilmoitti laskevansa liikkeelle 300 miljoonan euron vakuudettoman joukkovelkakirjalainan. Kyseisen joukkovelkakirjalainan maturiteetti on viisi vuotta ja se erääntyy 17.6.2025. Tälle velkakirjalle ominaista on se, että sille maksetaan kiinteä 2 prosentin vuotuinen korko. Lainan liikkeeseenlaskusta saadut varat käytetään 300 miljoonan euron siltarahoituslainan jälleen rahoitukseen. Kyseinen laina liittyy joulukuussa 2019 tapahtuneeseen Tieto Oyj:n ja EVERY ASA:n sulautumiseen. (TietoEVERY Oyj 2020 d.)

Terveystalo on pyrkinyt minimoimaan koronaviruspandemian vaikutuksen toimintaansa poikkeusoloissa. Yritys on varmistanut liiketoimintansa kannattavuuden esimerkiksi lykkäämällä investointeja, jäädyttämällä palveluostoja sekä lomauttamalla henkilöstöä. (Terveystalo-konsernin osavuosikatsaus 1.1.—30.9. 2020.)

Toukokuussa Cityconin hallitus teki päätöksen pienentää osingonmäärää. Lisäksi hallitus pohti mahdollisuutta maksaa osinkoa yhtiön osakkeina. Tällä toiminnalla yritys haluaa viestittää sitoutuneisuudestaan velkaantuneisuuden vähentämiseen ja suojellakseen yhtiön investointitason luottoluokituksia. Hallituksen päätöksellä vuoden 2020 osingonjakoa muutettiin pääomapalautuksien osalta. Osinkoa päätettiin maksaa enintään 0,5375 euroa osakkeelta. (Puolivuosikatsaus tammikuu-kesäkuu. 2020.)



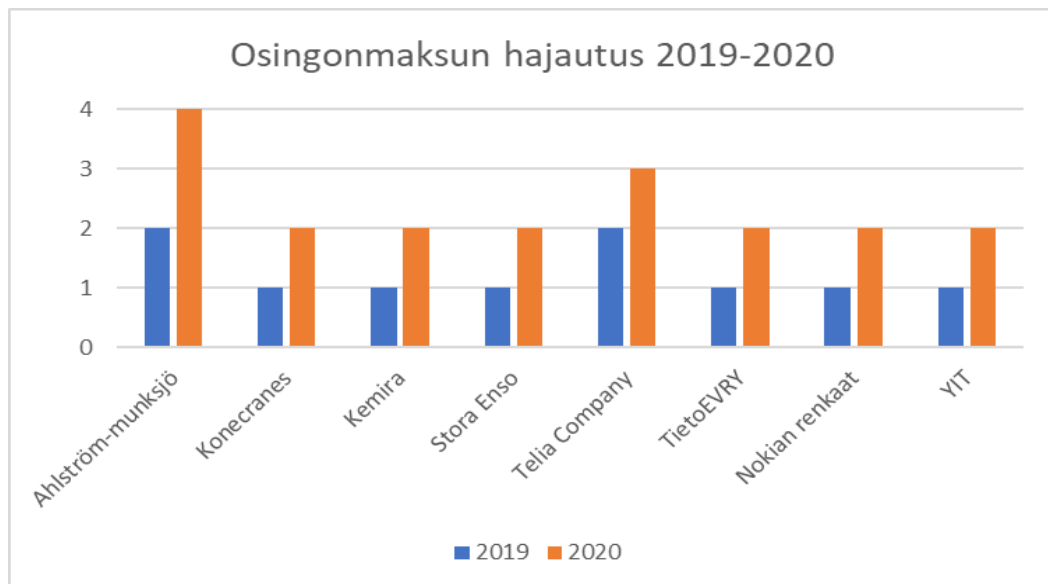
Kuvio 11. Osingon aleneminen prosentteina 2019-2020.

Yksi olettamuksista oli se, että yritykset saattaisivat hajauttaa osingonmaksuaan ensimmäistä kertaa vuonna 2020. Näin ollen tutkimuksessa vertailtiin osingonmaksu käytäntöjä vuosina 2019-2020. Toisin sanoen tutkimme sitä, olivatko yritykset maksaneet osingon useammassa erässä vuonna 2020. Kaiken kaikkiaan kahdeksan yritystä oli maksanut osinkoa useammin vuonna 2020. Näistä yrityksistä kuusi oli maksanut osinkoa kerran 2019 ja kahdesti 2020. Alle olevasta diagrammista käy hyvin ilmi se, että Telia Company siirtyi kahdesta osingonmaksukerrasta kolmeen. Myös Ahlström-Munksjö oli maksanut osinkoa vuonna 2019 kahdesti, mutta siirtyi maksamaan osinkoa kvartaaleittain vuonna 2020.

Ahlström-Munksjön vuoden 2020 yhtiökokouksen pöytäkirjasta kävi ilmi, että yhtiön hallitus päättää erikseen toisen, kolmannen ja neljännen osingonmaksu erästä. Kyseisessä pöytäkirjassa todetaan, että ” hallitus suorittaa siten yhtiön taloudellista asemaa koskevan arvioinnin ja maksukykyisyydestin toisen, kolmannen ja neljännen osinkoerän osalta kunkin erän maksamisen yhteydessä silloin vallitsevan tai odotettavissa olevan tilanteen mukaan”. (Ahlström-Munksjö Oyj 2020.).

Stora Enson yhtiökokouksen pöytäkirjassa todetaan, että osinkoa maksetaan 0,15 euroa. Yhtiökokouksessa hyväksyttiin ehdotus siitä, että hallitus päättää enintään 0,35 euron osakekohtaisen osingon jakamisesta. Pöytäkirjan mukaan toisesta osinkoerän jakamisesta päätetään myöhemmin, jolloin olisi parempi kuva koronapandemian vaikutuksista Stora Enson liiketoiminnan kannattavuuteen. Yhtiökokouksen valtuutus mahdollisti myös osingonjakamisen useammassa erässä.

Lopuilla kuudella yrityksellä kaikilla yhteistä oli se, että yhtiökokous oli siirtänyt päätöksen osingonmaksusta hallituksen päätettäväksi. Nokian renkaiden tapauksessa mainitsemisen arvoista oli se, että hallitus oli muuttanut osinkoehdotustaan yhtiökokoukselle. Kyseisen yrityksen pörssitiedotteessa todettiin, että uuden ehdotuksen taustalla oli koronapandemian aiheuttama epävarmuus yrityksen toimialalla. (Nokian Renkaat Oyj: Hallitus päättänyt muuttaa osinkoehdotustaan yhtiökokoukselle. Kokouspaikka vaihdettu. 2020.)



Kuvio 12. Osingonmaksun hajautus 2019—2020.

Päätimme myös tutkia, oliko joidenkin yritysten osingonmäärä kasvanut olosuhteista huolimatta vuonna 2020. Poikkeuksellisesta vuodesta huolimatta 37 yrityksestä kymmenellä yritykselle osingonmäärä oli kasvanut. Tutkimuksessa tarkastelimme osingon euromääräistä sekä prosentuaalista kasvua. Euromääräisesti tarkasteltua kasvua oli 0,05-0,27 euroa. Prosentuaalisesti osingot olivat kasvaneet 3-48 prosenttia. Näistä Koneen osinko oli kasvanut vähinten, kun taas eniten oli kasvanut YIT.

Prosentuaalisesti voimakkaammin osinkoa kasvaneella YIT:llä yhtiökokous päätti hallituksen ehdotuksella, että osinkoa jaettaisiin 0,28 euroa osakkeelta. Yhtiön hallitus päätti, että osinko maksettaisiin kahdessa eri erässä. YIT päätti maksaa ylimääräisen osingon samana päivänä kuin aiemmin ilmoitetun osingon toisen maksuerän yhteydessä. Ylimääräisen osingon määrä oli 0,12 euroa osakkeelta. YIT:n vuoden 2020 osingonmäärä oli yhteensä 0,40 euroa osakkeelta. Aikaisempana vuotena osinkoa maksettiin 0,27 euroa osakkeelta. YIT:n vahvuutena on hyvä tase, joka mahdollistaa tasaisen osingonmaksun. (Erkkilä 2020.)

Nesteen toimitusjohtajan mukaan koronaviruspandemia romahdutti öljytuotteet-liiketoiminnan. Kysynnän voimakas väheneminen aiheutti ylitarjontaa, joka puolestaan vaikutti liiketoiminnan kannattavuuteen. Uusiutuvien tuotteiden vahva liikevoitto johtui siitä, että niiden kysyntä säilyi hyvänä olosuhteista huolimatta. Vuoden 2019 liikevoittoa paransi yhdysvaltalainen takautuva Blender's Tax Credit – verohelpotuspäätös. (Nesteen tilinpäätöstiedote 2020. 2020.) Nesteen hyvään liiketulokseen vaikutti myös se, että yhtiön MY uusiutuvaa dieseliä laajennettiin kaikkiin Baltian maihin, Alankomaihin sekä Oregoniin. (Erkkilä 2020.)

Yksi selittävä tekijä Kojamon osingon kasvuun on se, että liikevaihto oli kasvanut edelliseen vuoteen verrattuna. Kojamon liiketoiminta muodostuu pääsääntöisesti asuntosiirtamisesta, mutta yritys vuokraa myös kivijalkaliikkeitä. Yritys päätti joustaa vuokranmaksussa siten, että asiakkaille myönnettiin huhti-toukokuun vuokriin korotonta lisämaksuaikaa vuoden loppuun asti. Koronaviruspandemiasta huolimatta Kojamo päätti korottaa osien kiinteistöjen vuokria 2—3 prosenttia. (Vuokrajähti Kojamo lupaa koronasta kärsiville yrittäjille vain maksuaikaa – jakaa 84 miljoonaa euroa osinkoa. 2020.) Yrityksen liikevaihto tammi-syyskuulta 2020 oli kasvanut 2,3 prosenttia. Lisäksi yrityksen nettovuokratuotto oli kasvanut 3,5 prosenttia kyseisen ajanjakson aikana. (Kojamo Oyj: Kojamo Oyj:n osavuosisikatsaus 1.1.–30.09.2020. 2020.)

Kojamon johto totesi, ettei koronaviruspandemialla ole suurta vaikutusta yhtiön toimintaan, vaan he arvioivat liikevaihdon kasvavan vuonna 2020 2—5 prosenttia. Kojamon kasvavaa liiketulosta tukee myös heinäkuussa solmittujen uusien vuokrasopimusten määrä. Koemme, että Kojamon kasvaneen osingon taustalla on muutamia syitä. Ensinnäkin vuoden 2019 tilikausi oli hyvä. Toiseksi yrityksen toimialan näkymät eivät huonon-



tuneet mitenkään merkittävästi vuonna 2020. Näistä syistä johtuen oli perusteltua maksaa osinkoa tilikauden 2019 mukaisesti. (Kojamo Oyj: Kojamo Oyj:n osavuositiedote 1.1.–30.09.2020. 2020.)

Sanoma Oyj konsernin liikevaihto kasvoi 835 miljoonaan euroon vuoden 2020 kolmannen kvartaaliin menneessä. Sanoma Oyj:n mukaan koronaviruspandemialla oli ollut vaikutusta tiettyyn osaan yrityksen liiketoiminnasta. Konsernin monipuolisesti harjoittama liiketoiminta lievensi pandemian vaikutuksia jonkin verran. (Sanoma Oyj 2020 a.) Sanoma Oyj on ilmoittanut osinkopolitiikkansa olevan jakaa kasvavaa osinkoa. Jaettava osinko on 40–60 prosenttia vuosittaisesta vapaasta rahavirrasta. (Sanoma Oyj 2020 b.) Sanoman tapauksessa kasvaneeseen osinkoon on vaikuttanut edellisen kauden vahva tulos sekä yrityksen vahva osinkopolitiikka, josta yhtiö haluaa pitää tiukasti kiinni.



Kuvio 13. Osingon kasvu prosentteina 2020.

Tutkimuksessa tarkastelimme myös yrityksiä, jotka eivät maksaneet ollenkaan osinkoa omistajilleen vuonna 2020. Tarkasteltavista 37 yrityksen osakesarjasta kaiken kaikkiaan neljä yritystä ei maksanut osinkoa kyseisenä vuonna. Nämä neljä yritystä olivat Nordea, Nokia, Outokumpu sekä SSAB. Tutkimuksen seuraavana vaiheena oli lähteä selvittämään syitä miksi yhtiöt eivät maksaneet osinkoa ollenkaan. Nämä syyt löytyivät tutkimalla yhtiöiden pöytäkirjoja. Nokian tapauksessa yhtiön hallitus päätti olla jakamatta

osinkoa, koska edellisen tilikauden tulos oli tappiollinen. (Nokia Oyj:n varsinainen yhtiökokous. 2020). Outokummun yhtiökokouksessa päätettiin, että hallitus päättäisi myöhemmin osingonmaksusta. Kokouksessa sovittiin myös, että osakekohtainen osinko olisi enintään 0,10 euroa ja se voitaisiin jakaa yhdessä tai useammassa erässä. Tutkimuksen kannalta oli mielenkiintoista huomata se, että yhtiön jakokelpoiset varat olivat noin 2,3 miljoonaa euroa, eikä tästä huolimatta osinkoa maksettu ollenkaan. (Outokumpu Oyj:n varsinainen yhtiökokous. 2020). SSAB:n hallitus oli muuttanut maaliskuussa ehdotustaan osingonmaksusta. Uusi ehdotus oli se, ettei osinkoa makseta ollenkaan. Tämän päätöksen taustalla oli koronapandemian aiheuttama epävarmuus toimialassa sekä ylipäättänsä talouteen. (SSAB's Board of Directors decides to withdraw the dividend proposal. 2020). Kuten aiemmin työssä on todettu Nordean tapauksessa olla jakamatta osinkoa, oli Euroopan Keskuspankin suositus siitä, etteivät pankit jakaisivat osinkoa vuonna 2020.

Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että Metsä Boardin taloudellinen tilanne on pysynyt vakaana. Lainoilla on hyvä maturiteetti ja Metsä Board on säilyttänyt vakaan maksukyvyn. Osa yrityksen tuotevalikoimasta ovat kriisitilanteissa defensiivisiä. Tämän ansiosta yhtiön rahavirta on pysynyt runsaana, joka on antanut yritykselle taloudellista liikkumavaraa. Yritys on laatinut useita varatoimia turvatakseen työntekijöiden terveyden sekä liiketoiminnan kannattavuuden. Vaikka yrityksellä on varatoimenpiteitä, voi niistä huolimatta aiheutua häiriöitä tuotantoon tai toimitusketjuun. Koronaviruspandemian negatiiviset vaikutukset maailmantalouteen voivat heijastua myös Metsä Boardin tuotteiden kysyntään ja sitä kautta yhtiön kannattavuuteen. (Metsä Boardin vuoden 2020 tammi-kesäkuun vertailukelpoinen liiketulos oli 94 miljoonaa euroa. 2020.)

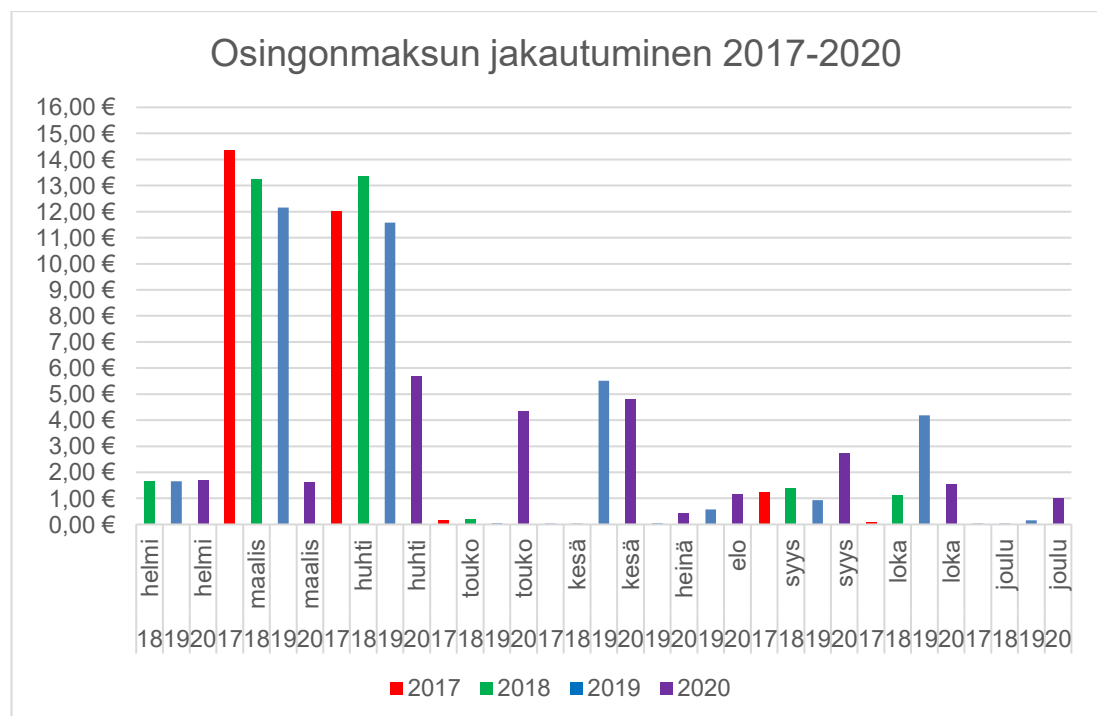
Citycon laski liikkeelle joukkovelkakirjalainan korotuksen tarkoituksenaan parantaa likviditeettiään. Joukkovelkakirjalainan varat käytetään muun muassa lyhytaikaisen velan sekä luottolimitin takaisin maksuun. Yritys onnistui myös kiristämään hinnoitteluaan. Cityconin toiminnassa koronaviruspandemian vaikutukset heijastuivat vuokratuottojen laskuina. Tämän takia yritys teki tappiota 5,9 miljoonaa euroa.

Maaliskuun aikana YIT:n toimintaympäristö muuttui äkillisesti koronaviruspandemian takia. Pandemian takia YIT käynnisti äkilliset toimenpiteet, jotta heidän toimintansa jatkuisi. YIT reagoi talouden hidastumiseen useilla säästötoimenpiteillä. Näihin lukeutui muun muassa kaikkien toimistohenkilöiden lomauttaminen kahdeksi viikoksi. Lisäksi konsernin

johto ja hallitus leikkasivat palkkioitaan. Epävarmuudesta johtuen asuntojen aloituspäätökset lykättiin kuukaudella, jotta kysynnän uusi taso tiedettäisiin. Muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta YIT:n työmaat olivat pysyneet olosuhteista huolimatta hyvin käynnissä. (YIT:n osavuosisikatsaus 1.1-31.3. 2020.)

Alla olevassa kuvassa on havainnollistettu tarkastelun kohteena olevien yritysten osingonmaksun ajallista jakautumista. Samassa kuvassa on kaikkien tarkastelu vuosien diagrammit vierekkäin, jotta vuosien vertaileminen keskenään olisi helpompaa. Pääpiirteisesti vuodet 2017 ja 2018 olivat hyvin samanlaiset. Kuvan perusteella voidaan todeta, että kahtena ensimmäisenä tarkasteluvuotena osingonjako painottui maaliskuu- ja huhtikuulle. Vuoden 2019 kohdalla on havaittavissa selkeä hajauttamistrendi. Vuonna 2019 uudet merkittävät maksukuukaudet olivat kesäkuu sekä lokakuu.

Vuoden 2020 kuvaaja erottuu selkeästi muista vuosista. Vertailemalla vuosien 2017 ja 2020 osingonmaksua maaliskuussa huomataan merkittävä ero. Aikaisemmista vuosista poiketen vuoden 2020 vilkkain osingonmaksu kuukausi oli huhtikuu. Vuoden 2020 seuraavat kaksi vilkkainta osingonmaksu kuukautta olivat touko- ja kesäkuu. Nämä vilkkaat osingonmaksu kuukaudet selittyvät sillä, että iso osa kevään yhtiökokouksista jouduttiin perumaan ja pitämään myöhäisempänä ajankohtana. Vuoden jälkimmäisestä puoliskosta huomaa, että siinä on selkeästi useampia osingonmaksu kuukausia.



Kuvio 14. Osingonmaksun jakautuminen.

## 6 Johtopäätökset

Yksi olettamuksistamme oli se, että vuonna 2020 aikaisempaan useampi yritys alkaisi maksamaan osinkoa useammassa erässä kuin aikaisempaan vuonna. Huomasimme tiedonkeruu prosessin alkuvaiheessa, että osa yrityksistä oli alkanut hajauttamaan osingonmaksujaan jo ennen vuotta 2020. Kuten työssä on jo aiemmin todettu, on osingonmaksun hajauttaminen suomeen rantautunut kansainvälinen trendi. Tämä kyseinen trendi yleistyy vuosi vuodelta. Tästä johtuen emme voineet olla varmoja oliko koronaviruspandemialla vaikutusta yritysten osingonmaksun hajauttamiseen. Epäilimme, että osalla yrityksistä yksi päätökseen vaikuttavasti tekijöistä oli koronaviruspandemia ja sen aiheuttama taloudellinen epävarmuus. Yritysten yhtiökokousten pöytäkirjoista havaitsimme, että monesti hallitus päättäisi myöhemmin harkintansa mukaan osingonmaksun mahdollisista seuraavista eristä. Toisin sanoen yhtiökokouksessa ei päätetty kaikkien osingonmaksun eristä. Tulkitsimme tämän siten, että näin yritykset varautuivat tulevaisuuden näkymien huonoon ennustettavuuteen.

Arvelimme, että osa yrityksistä ei maksaisi ollenkaan osinkoa koronaviruspandemian keskellä taloudellisen epävarmuuden takia. Neljästä yrityksestä yhden päätös olla jakamatta osinkoa selittyi sillä, että aikaisempi tilikausi oli tappiollinen. Nordea oli valmis maksamaan osinkoa, mutta päätti noudattaa Euroopan Keskuspankin ohjetta. Kyseisessä ohjeistuksessa kehoitettiin pankkien pidättäytyvän osingonmaksusta. Outokummun hallituksella oli valtuus päättää yhtiön osingonmaksusta ja lopulta hallitus päätyi siihen, ettei osinkoa maksettaisi. SSAB:n hallitus esitti, ettei osinkoa maksettaisi ollenkaan. Uuden ehdotuksen taustalla sanottiin suoraan olevan koronaviruspandemian vaikutukset talouteen.

Pidimme todennäköisenä sitä, että joidenkin yritysten osingonmäärä pienenesi. Keskon tapauksessa osingon aleneminen ei johtunut koronaviruspandemiasta. Merkittävän osingon alenemisen syynä oli osakkeiden splittaaminen. Kiinnitimme huomiota Keskon osingon alenemiseen, sillä yrityksen toimialalla meni vuonna 2020 paremmin kuin ennen koronaviruspandemiaa. Tässä tapauksessa oli loogista olettaa, että etätyöskentelyyn ja opiskeluun siirtyminen lisäisi päivittäistavara-kauppojen liikevaihtoa. Sammon hallitus sanoi, että pienentyneet osingon taustalla oli osasyynä kasvanut epävarmuus rahoitusmarkkinoilla. Meidän olettamuksemme oli, että edellä kuvailtu epävarmuus olisi koronaviruspandemiasta aiheutunut. TietoEVERY ei perustellut pienentyntä osinkoa. Yri-

tys oli kumminkin ilmoittanut aiemmin käynnistävänsä säästötoimenpiteitä koronaviruspandemian takia. Edellisen lauseen perusteella päättelimme, että näiden kahden asian välillä olisi yhteys.

Tutkimuksessa selkeästi havaittavissa oleva trendi oli se, että useampi yritys oli siirtynyt hajauttamaan osingonmaksuaan vuonna 2020. Kaikkien yleisintä oli osingonmaksun siirtyminen yhdestä erästä kahteen erään. Telia Company siirtyi kahdesta erästä kolmeen sekä Ahlström-Munksjö kahdesta erästä neljään erään. Osingonmaksuun ja talouden epävarmuudesta kertoo se, että yhtiökokouksissa ei päätetty osingonmaksun kaikista eristä. Yleistä oli se, että yhtiökokous päätti osingonmaksun ensimmäisestä erästä, mutta antoi vastuun seuraavien maksuerien päätöksestä hallitukselle.

Toinen yleinen käytäntö oli se, että yhtiökokouksessa sovittiin hallituksen päättävän kaikista osingonmaksueristä. Lähes poikkeuksetta yhtiökokousten pöytäkirjoissa todettiin, että yhtiön hallitus päättäisi myöhemmin harkintansa mukaan osingonmaksun loppuista eristä. Osassa tapauksessa yhtiökokouksessa määritettiin maksimi määrä osinkoa, jonka hallitus voisi myöhemmin jakaa osakkeenomistajilleen.

Vertailun vuoksi tutkimme osingonmaksuaan jo ennen vuotta 2020 hajauttaneiden yritysten yhtiökokousten pöytäkirjoja. Huomasimme, että yhtiökokouksessa päätettiin suoraan osingonmaksun kaikkien erien maksupäivästä ja määrästä. Näissä tapauksissa päätöstä osingonmaksun seuraavien erien maksamisesta ei jätetty hallituksen päätettäväksi. Ainoa poikkeus tähän oli lisäosinko, josta päätti erikseen yhtiön hallitus. Tämän perusteella oletamme, että vuonna 2020 osingonmaksun hajautuksen päätöksen taustalla oli koronaviruspandemian aiheuttama taloudellinen epävarmuus.

Koemme päätöksenteon lykkäämisen johtuvan kevään yhtiökokousten aikaan vallinneesta epävarmuudesta, jolloin koettiin isojen päätösten tekemisen liian riskisenä. Keväällä 2020 koronaviruspandemian kestoa ei voitu vielä arvioida eikä myöskään sen vaikutuksia oman yrityksen toimintaympäristöön. Arvelimme, että kyseiset yritykset halusivat jättää tietynlaista puskuria kassaansa siltä varalta, että taloudellinen tilanne huononisi merkittävästi. Mikäli yritys siirtyi hajauttamaan osingonmaksuaan vuonna 2020, saisi se pitää osan osingonmaksuun tarkoitetusta voittovarasta joitakin kuukausia lisää itsellään.

Dividend House salkunhoitaja Antti Lahtisen mukaan vuoden 2020 osinkojen kokonaismäärään ei odoteta isoa pudotusta. Lahtinen totesi jo keväällä 2020, että osa yrityksistä oli jo muuttanut osinkoesitystään siten, että hallitukselle annettiin valtuutus päättää osingosta myöhemmin. Tällä menettelyllä voitaisiin välttyä siltä, että osinko jouduttaisiin perumaan kokonaan. Osingon peruuttaminen voi olla paras ratkaisu yrityksen kannalta, mikäli sen liiketoiminta pysähtyy äkillisesti. Näissä tapauksissa yritykset eivät pysty muuttamaan kustannustasoaan samassa tahdissa. Nämä johtavat siihen, että yrityksen kassavirta muuttuu negatiiviseksi. Huonon taloudellisen tilanteen pitkittyminen saattaa ajaa yritykset kassakriisiin. Helpompia keinoja tämän välttämiseksi ovat osingon peruuttaminen tai sen siirtäminen. Jokaisen yrityksen hallitus pohtii osingonjakoa yrityksen omasta näkökulmasta merkittävimpien osakkeenomistajien kanssa. (Mustonen 2020.)

Tarpeen tullen omistajat voivat päättää yhtiökokouksessa poikkeavasta osingosta. Osingonmaksua on tukenut vuonna 2020 jaetut yritystuet. Moni yrityksistä valtuutti hallituksen päättämään osingonsuuruudesta ja maksuajasta myöhemmin. Tämä tuo joustavuutta yrityksen toimintaan siten, ettei osinkoa jouduta kokonaan perumaan. Taloudellisen tilanteen parantuessa yritys voi maksaa osingon alkuperäisen suuruisena tai tilanteen huonontuessa peruuttaa sen kokonaan. Pörssiyrityksistä noin 35 prosenttia oli ilmoittanut vuonna 2020, että ne olisivat joka tapauksessa pidättäytyneet osingonmaksusta. (Mustonen 2020.)

Alma Talentin analyytikko Ari Rajala uskoo monen yrityksen voivan muuttaa myöhemmin alkuperäisen osinkoehdotuksen hallituksen valtuutukseksi. Osinkoa jakaville pörssiyrityksille on ominaista se, että niillä on vahva tase, jatkuva maksuvalmius sekä turvattu rahoitus. Tämän myötä laki ei estä osingonjakoa. Keväällä 2020 peruutettujen osinkojen tiedossa ollut määrä oli 413 miljoonaa euroa. Tämä ei ole merkittävä verrattaessa osinkojen kokonaismäärää, joka oli yhteensä 11 miljardia euroa. Mikäli rahoituksen saaminen hankaloituu, voivat hyvänkin likviditeetin omaavat yritykset rajoittaa osingonjakoa. Päätöksen taustalla voi olla muitakin syitä kuten psykologiset syyt, lomautukset sekä yhteistoimintamenettelyt. (Mustonen 2020.)

Osakeyhtiöissä päätös osingonjakamisesta tehdään yleensä varsinaisessa yhtiökokouksessa enemmistöpäätöksellä. Jaettavien osinkojen määrä pohjautuu viimeisimmän vahvistetun tilinpäätöksen mukaiseen jakokelpoisten voittovarojen määrään. Yrityksen tulee osingonjaosta päättäessään huomioida mahdolliset muutokset yrityksen taloudellisessa tilanteessa, jotka ovat tapahtuneet tilinpäätöksen laatimisen jälkeen. Yritys ei saa jakaa

osinkoa silloin, jos sen tiedetään olevan maksukyvytön jaosta päätettäessä tai jako johdattaa maksukyvyttömyyteen. Päätettäessään osingonjaosta yrityksen hallituksen tulee huomioida arvioinnissaan sillä hetkellä tiedossa olevat velvoitteet, kuten erääntyvät velat. Maksukykyisyydesti perustuu arvioon yrityksen maksukyvyistä, joka tehdään jakohetkellä. Tästä johtuen arviointi tulisi tehdä mahdollisimman lähellä jakopäätöstä. KPMG:n mukaan hallitukselle annetaan valtuutus päättää osingonjaosta tilanteissa, joissa yhtiön tulevaisuuteen liittyy epävarmuutta. Valtuutuksen saaneen hallituksen tulee arvioida yhtiön maksukyky uudelleen päättäessään mahdollisesta osingonjaosta. (Koronavirus, yhtiökokoukset ja osingonjako – miten yhtiö toimii poikkeusoloissa? 2020.)

OP Marketsin erikoisasiantuntija Joonas Heinola mukaan osingot olivat vaakalaudalla keväällä 2020. Yritykset, jotka eivät olleet pitäneet yhtiökokouksiaan alkukeväällä pystyivät vielä muuttamaan osinkopäätöstään. Tämä johtui siitä, että osinkoehdotus vahvistetaan yhtiökokouksessa. Yritykset voivat jakaa joko pienempää osinkoa tai peruuttaa sen kokonaan. Heinolan mukaan koronaviruspandemiasta aiheutuvan epävarmuuden vallitessa on viisas päätös investoida voittovarot takaisin yritykseen osingonmaksun sijasta. Tällaista pitkäjänteistä ajattelua arvostavat ainakin sijoittajat, joilla on pitkä sijoitushorisontti. (Heinola 2020.)

Osinkotuottojen maantieteelliset sekä toimialakohtaiset erot olivat voimistuneet ennen koronaviruspandemian alkamista. Pandemia kasvatti näitä eroja entisestään. Suuret teknologia yhtiöt olivat vahvoilla jo ennen pandemian puhkeamista. Toisena ääripäänä olivat lentoyhtiöt, joiden asema oli huonompi jo ennen pandemian puhkeamista. (Wesanko 2020.)

Tutkimustulostemme kanssa samassa linjassa oli myös Helsingin Seudun Kauppamarkin johtaja Marko Silenin spekulatiot keväältä 2020. Silen antoi kolme erilaista esimerkkiä, miten yhtiökokous voi toimia osinkopäätöksen kanssa vuonna 2020. Näistä ensimmäisessä yhtiökokous päättää olla jakamatta osinkoa ja voi palata asiaan myöhemmin ylimääräisessä yhtiökokouksessa. Seuraava vaihtoehto on jakaa varsinaisen yhtiökokouksen jälkeen pienempi määrä osinkoa ja mahdollisesti myöhemmin lisää ylimääräisen yhtiökokouksen jälkeen. Viimeisessä esimerkissä yhtiökokous valtuuttaa yhtiön hallituksen päättämään osingonjaosta myöhempänä ajankohtana tilanteen selkiytyttyä. (Silen 2020.)

## Lähteet

Ahlström – Munksjö Oyj 2020. Varsinaisen yhtiökokouksen pöytäkirja. <https://www.ahlstrom-munksjo.com/globalassets/investors/corporate-governance/agm/yhtiokokouspoytakirja-2020.pdf>. Luettu 24.01.2021.

Aho, Jarkko 2018. Arvosijoittaja, vältä nämä väärinkäsitykset. <https://www.nordnet.fi/blogi/arvosijoittaja-valta-nama-vaarinkasitykset/>. Luettu 22.11.2020.

Wesanko Tero 2020. Osinkoteema – aina ajankohtainen. <https://www.alexandria.fi/ajankohtaista/osinkoteema-aina-ajankohtainen/>. Luettu 28.01.2021.

Ankelo, Johannes. 2019. Osakeanti- Yhtiön keino hankkia pääomaa. Päivitetty 19.02.2019. <https://www.sijoitustieto.fi/sijoitusartikkelit/osakeanti-yhtion-keino-hankkia-paaomaa>. Luettu 16.11.2020.

Blomster, Henri. 2017. 7 syytä miksi osinkojen maksu ei kannata. Päivitetty 29.05.2017. <https://www.salkunrakentaja.fi/2017/05/7-syyta-osinkojen-maksu-ei-kannata/>. Luettu 16.11.2020.

Business Finlandin jatkokyselyt asiakasyrityksille paljastivat valtavan avuntarpeen. Business Finland 2020 a. <https://www.businessfinland.fi/ajankohtaista/uutiset/tiedotteet/2020/business-finlandin-jatkokyselyt-asiakasyrityksille-paljastivat-valtavan-avuntarpeen>. Luettu 30.01. 2021.

Business Finlandin korona-avustusvaltuuksia korotettiin 700 miljoonaan euroon. Business Finland 2020 b. <https://www.businessfinland.fi/ajankohtaista/uutiset/tiedotteet/2020/business-finlandin-korona-avustusvaltuuksia-korotettiin-700-miljoonaan-euroon>. Luettu 30.01.2021.

Business Finlandille uusi TKI – laina koronatilanteen helpottamiseksi. Business Finland 2020 c. <https://www.businessfinland.fi/ajankohtaista/uutiset/tiedotteet/2020/business-finlandille-uusi-tki-laina-koronatilanteen-helpottamiseksi>. Luettu 30.01.2021.

Mikä on osinko? Capital. <https://capital.com/fi/osinko-maaritelma>. Luettu 15.11.2020.

Cargotec Oyj 2020 a. Cargotec Oyj: Kutsu varsinaiseen yhtiökokoukseen 2020. <https://www.cargotec.com/fi/nasdaq/stock-exchange-release/2020/cargotec-oyj-kutsu-varsinaiseen-yhtiokokoukseen-2020/>. Luettu 22.01.2021.

Cargotec Oyj 2020 b. Cargotec peruuttaa varsinaisen yhtiökokouksensa tiistailta 17.3.2020 ja siirtää sen myöhemmin ilmoitettavaan ajankohtaan. <https://www.cargotec.com/fi/nasdaq/stock-exchange-release/2020/cargotec-peruuttaa-varsinaisen-yhtiokokouksensa-tiistailta-17.3.2020-ja-siirtaa-sen-myohemmin-ilmoitettavaan-ajankoh-taan/>. Luettu 22.01.2021.



Cargotec Oyj 2020 c. Cargotecin varsinaisen yhtiökokouksen 2020 päätökset. <https://www.cargotec.com/fi/nasdaq/stock-exchange-release/2020/cargotecin-varsinaisen-yhtiokokouksen-2020-paatokset/>. Luettu 22.01.2021.

Chen, James & Scott, Gordon. Dividend Policy. Päivitetty 19.11.2020. <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendpolicy.asp>. Luettu 16.11.2020.

Chen, James 2020. Growth stock. Päivitetty 01.05.2020. <https://www.investopedia.com/terms/g/growthstock.asp>. Luettu 22.11.2020.

Puolivuosikatsaus tammikuu-kesäkuu. Citycon 2020. [https://www.citycon.com/sites/default/files/citycon\\_puolivuosikatsaus\\_h1\\_2020.pdf](https://www.citycon.com/sites/default/files/citycon_puolivuosikatsaus_h1_2020.pdf). Luettu 24.01.2021.

What are Growth Stocks? Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/growth-stocks/>. Luettu 22.11.2020.

Diskonttaus. Pankkiasiat. <https://pankkiasiat.fi/diskonttaus>. Luettu 16.11.2020

Erkkilä, Jorma 2019. Kasvusijoittajan kolme perussääntöä. <https://www.salkunrakentaja.fi/2019/12/kasvusijoittajan-kolme-perussaantoa/>. Luettu 22.11.2020.

Yritysten maksuvaikeudet koronapandemiassa – laskelmia yritysaineistolla. Euro ja talous 2020. <https://www.eurojatalous.fi/fi/2020/1/yritysten-maksuvaikeudet-koronapandemiassa-laskelmia-yritysaineistolla/>. Luettu 30.01.2021.

Haataja, Tomi. Osinkoharha syö sijoittajan varallisuutta. Päivitetty 27.07.2017. <https://www.salkunrakentaja.fi/2017/07/osinkoharha-syo-sijoittajan-varallisuutta/>. Luettu 15.11.2020

Hayes, Adam & Kindess, David. Päivitetty 10.08.2020. <https://www.investopedia.com/terms/g/gordongrowthmodel.asp>. Luettu 15.11.2020.

Heikkilä Tarja 2014. Kvantitatiivinen tutkimus. <http://www.tilastollinentutkimus.fi/1.TUTKIMUSTUKI/KvantitatiivinenTutkimus.pdf>. Luettu 26.12.2020.

Heikkilä, Timo 2020. Mikä on kasvuyhtiö? <https://www.sijoittaja.fi/60142/mika-on-kasvuyhtio/>. Luettu 22.11.2020.

Silen, Marko 2020. Korona ja osingonjako. <https://helsinki.chamber.fi/korona-ja-osingonjako/#4f5188cf>. Luettu 28.01.2021.

Huhtamäki 2020. Huhtamäki Oyj:n hallitus muuttaa ehdotustaan varsinaiselle yhtiökokoukselle taseen osoittaman voiton käyttämisestä. <https://www.huhtamaki.com/fi/media/nasdaq/stock-exchange-release/2020/huhtamaki-oyjn-hallitus-muuttaa-ehdotustaan-varsinaiselle-yhtiokokoukselle-taseen-osoittaman-voiton-kayttamisesta/>. Luettu 20.01.2021.

Hujanen, Antto 2019. Arvosijoittaminen Helsingin pörssissä 2007—2018. <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/105450/1554718871.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu 20.11.2020.

Huovinen Henri 2016. Kvantitatiivinen analyysi. <https://www.osakeliitto.fi/wp-content/uploads/2016/01/Kvantitatiivinen-analyysi-1.pdf>. Luettu 25.12.2020.

Vuokrajätti Kojamo lupaa koronasta kärsiville yrittäjille vain maksuaikaa – jakaa 84 miljoonaa euroa osinkoa. Iltasanomat 2020 <https://www.is.fi/taloussanomat/porssiuutiset/art-2000006460531.html>. Luettu 25.01.2021.

Kalluinen, Janne 2020. Kuinka paljon osingosta menee veroa? <https://www.taloustaito.fi/blogit/janne-kalluinen/kuinka-paljon-osingosta-menee-veroa/#8e787094>. Luettu 25.11.2020.

Mustonen, Antti 2020. Korona iskee osinkoihin, mutta tuleeko kokonaispottiin iso lovi? – ”Nähtäneen lisää muutoksia”. <https://www-kauppalehti-fi.ezproxy.metropolia.fi/uutiset/korona-iskee-osinkoihin-mutta-tuleeko-kokonaispottiin-iso-lovi-nahtaneen-lisaa-muutoksia/29052a81-6db8-4883-a21c-9b15a230af71>. Luettu 28.01.2021.

Kemira 2020 a. Kutsu Kemira Oyj:n varsinaiseen yhtiökokoukseen 2020. <https://www.kemira.com/fi/yritys/media/uutishuone/tiedotteet/kutsu-kemira-oyjn-varsinaiseen-yhtiokokoukseen-2020/>. Luettu 21.01.2021.

Kemira 2020 b. Kemira Oyj:n varsinaista yhtiökokousta lykätään koronaviruspandemian vuoksi. <https://www.kemira.com/fi/yritys/media/uutishuone/tiedotteet/kemira-oyjn-varsinaista-yhtiokokousta-lykataan-koronaviruspandemian-vuoksi/>. Luettu 21.01.2021.

Kemira 2020 c. Kemira Oyj:n hallitus on päättänyt osingon ensimmäisen erän, 0,28 euroa osakkeelta, maksamisesta. <https://www.kemira.com/fi/yritys/media/uutishuone/tiedotteet/kemira-oyjn-hallitus-on-paattanyt-osingon-ensimmaisen-eran-028-euroa-osakkeelta-maksamisesta/>. Luettu 21.01.2021.

Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa 2017. Moderni rahoitus. 9., uudistettu painos. Alma Talent, Helsinki.

Kojama Oyj: Kojamo Oyj:n osavuosisikatsaus 1.1 – 30.9.2020. Kojamo 2020 <https://kojamo.fi/uutiset-ja-tiedotteet/kojamo-oyj-kojamo-oyjn-osavuosisikatsaus-1-1-30-9-2020/>. Luettu 25.01.2021.

Koronavirus, yhtiökokoukset ja osingonjako – miten yhtiö toimii poikkeusoloissa? KPMG 2020 <https://home.kpmg/fi/fi/home/Pinnalla/2020/03/miten-koronavirus-vaikuttaa-yhtiokokouksiin-ja-osingonjakoon.html>. Luettu 28.01.2021.

Kuittinen, Mikko. Ukrainan kriisin vaikutukset YIT Oy:n osakkeen arvoon. 16.04.2015 <https://lutpub.lut.fi/bitstream/handle/10024/116112/Kandidaatintutkielma.pdf?sequence=2>. Luettu 16.11.2020.

Makkonen, Jeremias 2018. Sijoittaminen for dummies osa 5: Sijoitusstrategiat. <https://www.jeremiasmakkonen.fi/sijoittaminen-for-dummies-osa-5-sijoitusstrategiat/>. Luettu 20.11.2020.

Metsä Boardin vuoden 2020 tammi-kesäkuun vertailukelpoinen liiketulos oli 94 miljoonaa euroa. Metsä Board 2020. <https://www.metsaboard.com/Media/Porssi-ja-lehdistotiedotteet/Pages/tiedote.aspx?EncryptedId=357A5A6F15545511&Title=MetsaBoardin-vuoden2020tammikesakuunvertailukelpoinenliiketulosoli94miljoonaaeuroa>. Luettu 26.01.2021.

Minilex a. Osakeyhtiö yritysmuotona. <https://www.minilex.fi/a/osakeyhti%C3%B6-yritysmuotona>. Luettu 16.11.2020.

Minilex b. Osakeyhtiön varsinainen yhtiökokous. <https://www.minilex.fi/a/osake-yhti%C3%B6n-varsinainen-yhti%C3%B6kokous>. Luettu 18.11.2020.

Mitchell, Cory. Target payout ratio. Päivitetty 06.05.2019. <https://www.investopedia.com/terms/t/target-payout-ratio.asp>. Luettu 15.11.2020.

Neleksen osavuositiedote 1. tammikuuta – 30. syyskuuta, 2020. Neles 2020. <https://www.neles.com/fi/yritys/media/uutiset/2020/10/neleksen-osavuositiedote-1.-tammikuuta--30.-syyskuuta-2020/>. Luettu 22.01.2021.

Nesteen tilinpäätöstiedote 2020. Neste 2020. <https://news.cision.com/fi/neste/r/nesteen-tilinpaaostiedote-2020,c3279890>. Luettu 25.01.2021.

Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi. 2016. Yritysrahoitus. 7.-8. Painos. EDITA, Helsinki.

Nokia Oyj:n varsinainen yhtiökokous. Nokia 2020. [https://www.nokia.com/sites/default/files/2020-05/FINAL\\_AGM\\_2020\\_P%C3%B6yt%C3%A4kirja.pdf](https://www.nokia.com/sites/default/files/2020-05/FINAL_AGM_2020_P%C3%B6yt%C3%A4kirja.pdf). Luettu 26.01.2021.

Nokian renkaat Oyj: hallitus päättänyt muuttaa osinkoehdotustaan yhtiökokoukselle. Kokouspaikka vaihdettu. Nokian renkaat 2020. Päivitetty 27.03.2020. <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/uutinen/nokian-renkaat-oyj-hallitus-paattanyt-muuttaa-osinkoehdotustaan-yhtiokokoukselle-kokouspaikka-vaihe/#403cddd6>. Luettu 25.01.2021.

Nordea Q&A. 2020. <https://www.nordea.com/fi/tietoa-nordeasta/hyva-hallintotapa/varsinainen-yhtiokokous/qa/> Luettu 20.01.2021.

Oksaharju Jukka 2015. Pari sanaa Gordonin kaavasta ja alkavasta osinkokeväästä. <https://www.nordnet.fi/blogi/pari-sanaa-gordonin-kaavasta-ja-alkavasta-osinkokevaasta/>. Luettu 25.12.2020.

Osakkeet ja verotus – Kuinka myyntivoittojen ja osinkojen verotus toimii? Osakesijoittaja. <https://www.osakesijoittaja.fi/osakesijoittaminen/osinkojen-verotus/>. Luettu 22.11.2020.

Osinkoa monta kertaa vuodessa? Näiltä yhtiöiltä sitä saa. Kauppalehti 2018. Päivitetty 05.10.2018. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/osinkoa-monta-kertaa-vuodessa-nailta-yhtioilta-sita-saa/589d7897-c041-3c14-88d6-93e02545bf63>. Luettu 18.11.2020.

Osinkojen kasvumalli arvon määrittämisen apuna. 2009. <http://www.taloudellinenriippumattomuus.com/2009/09/osinkojen-kasvumalli-arvon-maarityksen.html>. Luettu 15.11.2020.

Heinola, Joonas 2020. Korona pakottaa yhtiökokouksia uudistumaan – miten käy osinkojen? <https://www.op-media.fi/puheenvuorot/puhetta-sijoittamisesta/korona-pakottaa-yhtiokokouksia-uudistumaan---miten-kay-osinkojen/>. Luettu 28.01.2021.

Outotec Oyj:n varsinaisen yhtiökokouksen päätöksiä. Outokumpu 2020. <https://www.globenewswire.com/news-release/2020/03/11/1998796/0/fi/Outotec-Oyj-n-varsinaisen-yhti%C3%B6kokouksen-p%C3%A4%C3%A4t%C3%B6ksi%C3%A4.html>. Luettu 26.01.2021.

Pörssin uusi osakeryhmittely on kuin vaatekaupasta tuttu. Pörssisäätiö 2006. <https://www.porssisaatio.fi/blog/2006/09/29/porssin-uusi-osakeryhmittely-on-kuin-vaatekaupasta-tuttu/>. Luettu 18.11.2020

Remes, Matti 2019. Taloustaito. Miksi yritykset hajauttavat osingonmaksun. <https://www.taloustaito.fi/Rahat/miksi-yritykset-hajauttavat-osingonmaksun/#8e787094>. Luettu 20.11.2020.

Erkkilä, Jorma 2020. Analyytikko: Cargotecin osakkeessa yhä nousuvaraa. <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/06/cargotec-osake-nousuvara/>. Luettu 21.01.2021.

Erkkilä, Jorma 2020. YIT päätti jakaa ylimääräisen osingon - osinkotuotto nousee korkeaksi. <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/09/yit-osinko/>. Luettu 25.01.2021.

Erkkilä, Jorma 2020. Neste löi jopa analyytikoiden kovat tulosenusteet reippaasti. <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/02/neste-loi-jopa-analyytikoiden-kovat-tulosenusteet-reippaasti/>. Luettu 25.01.2021.

Poikkeuksellinen Q1. Sampo 2020. <https://www.sampo.com/fi/sijoittajat/sampo-sijoituskohteena/ir-blogi/poikkeuksellinen-q1/>. Luettu 22.01.2021.

Sanoma Oyj 2020 a. Sanoma Oyj, osavuositarkastus 1.1 – 30.9.2020: Vahva tulos Liiketoimintavaihto kasvoi ja operatiivinen liikevoitto parani. <https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2020/10/sanoma-q3-2020-osavuositarkastus.pdf>. Luettu 25.01.2021.

Sanoma Oyj 2020 b. Vuositarkastus 2019. <https://www.sanoma.com/globalassets/wp-content/uploads/2020/03/sanoma-vuositarastus-2019.pdf>. Luettu 26.01.2021.

Solution Matrix Ltd. Discounted Cash Flow and the Time Value of Money. <https://www.business-case-analysis.com/discounted-cash-flow.html>. Luettu 16.11.2020.

SSAB's Board of Directors decides to withdraw the dividend proposal. SSAB 2020. <https://www.ssab.com/news/2020/03/ssabs-board-of-directors-decides-to-withdraw-the-dividend-proposal>. Luettu 26.01.2021.

Koronan takia on ilmoitettu jo yli 124 000 lomautuksesta Suomessa, ja määrä kasvaa koko ajan – ”hyvin nopealla tahdilla näitä tulee lisää”. Talouselämä 2020. <https://www.talouselama.fi/uutiset/koronan-takia-on-ilmoitettu-jo-yli-124-000-lomautuksesta-suomessa-ja-maara-kasvaa-koko-ajan-hyvin-nopealla-tahdilla-naita-tulee-lisaa/ffc5bd52-4b11-45d9-9d4a-7189acaa25c8>. Luettu 29.01.2021.

Terveystalo-konsernin osavuositarkastus 1.1-30.9.2020. Terveystalo 2020 <https://www.terveystalo.com/Global/Life/Dokumentit/TTALO%202020%20Q3%20osavuositarkastus.pdf>. Luettu 24.01.2021.

TietoEVRY 2020 a. TietoEVRY Oyj: Yhtiökokouksen päätökset 29.4.2020. <https://www.sampo.com/fi/sijoittajat/sampo-sijoituskohteena/ir-blogi/poikkeuksellinen-q1/>. Luettu 23.01.2021.

TietoEVRY 2020 b. TietoEVRY on päättänyt 0,635 euron osakekohtaisesta osingosta. <https://www.tietoevry.com/fi/uutishuone/kaikki-uutiset-ja-tiedotteet/porssitiedotteet/2020/07/tietoevry-on-paattanyt-0635-euron-osakekohtaisesta-osingosta/>. Luettu 23.01.2021.

TietoEVRY 2020 c. TietoEVRY käynnistää useita säästötoimenpiteitä varautukseen koronaviruspandemian vaikutuksiin. <https://www.tietoevry.com/fi/uutishuone/kaikki-uutiset-ja-tiedotteet/uutiset/2020/03/tietoevry-kaynnistaa-useita-saastotoimenpiteita-varautukseen-koronaviruspandemian-vaikutuksiin/>. Luettu 23.01.2021.

TietoEVRY 2020 d. TietoEVRY laskee liikkeeseen 300 miljoonan euron joukkovelkakirjalainan. <https://www.tietoevry.com/fi/uutishuone/kaikki-uutiset-ja-tiedotteet/tiedotteet/2020/06/tietoevry-laskee-liikkeeseen-300-miljoonan-euron-joukkovelkakirjalainan/>. Luettu 23.01.2021.

Tiira, Matias 2018. Arvosijoittaminen ja arvoanomalia – Miksi markkinoiden tehokkuus ei toimi? <http://jultika.oulu.fi/files/nbnfioulu-201805231895.pdf>. Luettu 20.11.2020.

Valmet 2020 a. Valmet peruu varsinaisen yhtiökokouksen torstailta 19.3.2020 ja siirtää sen myöhemmin ilmoitettavaan ajankohtaan. <https://www.valmet.com/fi/media/uutiset/porssitiedotteet/2020/valmet-peruu-varsinaisen-yhtiokokouksen-torstailta-19.3.2020-ja-siirtaa-sen-myohemmin-ilmoitettavaan-ajankohtaan/>. Luettu 20.01.2021.

Valmet 2020 b. Kutsu Valmet Oyj:n varsinaiseen yhtiökokoukseen. <https://www.valmet.com/fi/media/uutiset/porssitiedotteet/2020/kutsu-valmet-oyjn-varsinaiseen-yhtiokokoukseen2/>. Luettu 20.01.2021.

Listatusta yhtiöstä saadut osingot. Vero 2020. Päivitetty 04.01.2021. <https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osingot/listatusta-yhti%C3%B6st%C3%A4-saadut-osingot/>. Luettu 22.01.2020.

Osakeyhtiön tuloverotus. Vero. Päivitetty 01.01.2020. <https://www.vero.fi/yritykset-ja-yhteisot/tietoa-yritysverotuksesta/tuloverotus/osakeyhtio-ja-osuuskunta/verovuosi-2020/>. Luettu 18.11.2020.

Watson, Denzil & Head, Anthony. 2010. Corporate Finance. 5., Painos. Pearson Education Limited, Essex.

YIT:n osavuositiedot 1.1 – 31.3.2020. YIT 2020. <https://www.yitgroup.com/fi/news-repository/porssitiedotteet/yitn-osavuositiedot-1.1.31.3.-2020>. Luettu 26.01.2021.

Yritysten jättösiingot herättävät nyt pahennusta – ”mutta jos osinko jätetään maksamatta, ei siitä kukaan ulkopuolinen hyödy”. Yle 2020. <https://yle.fi/uutiset/3-11286382>. Luettu 29.01.2021.

Osingonmaksut – Kenellä on oikeus osinkoon? Nordnet. <https://www.nordnet.fi/faq/966-osingonmaksut-kenella-on-oikeus-osinkoon>. Luettu 28.12.2020.

Viljakainen, Antti 2020. Huhtamäki peruu näkymänsä ja aikoo laittaa osingon toistaiseksi jäihin. <https://www.inderes.fi/fi/uutiset/huhtamaki-peruu-nakymansa-ja-aikoo-laittaa-osingon-toistaiseksi-jaihin>. Luettu 25.1.2021.

	2017				2018				2019				2020			
Ahlistrom-Munksjä Oyj	17.3.		5.9.		22.3.		11.9.		28.3.		26.9.		26.3.	30.6.	1.10.	31.12.
	0,45 €		0,23 €		0,26 €		0,26 €		0,26 €		0,26 €		0,13 €	0,13 €	0,13 €	0,13 €
	0,68 €				0,52 €				0,52 €				0,52 €			
Cargotec Oyj	2017				2018				2019				2020			
	22.3.				22.3.		11.9.		20.3.		2.10.		28.5.		26.8.	
	0,95 €				0,53 €		0,52 €		0,55 €		0,55 €		0,60 €		0,60 €	
Citycon Oyj	2017				2018				2019				2020			
	23.3.	21.6.	21.9.	13.12.	21.3.	20.6.	19.9.	13.12.	21.3.	20.6.	20.9.	18.12.	18.3.	19.6.	22.9.	17.12.
	0,0325 €	0,0325 €	0,0325 €	0,0325 €	0,0325 €	0,0325 €	0,0325 €	0,0325 €	0,1625 €	0,1625 €	0,1625 €	0,1625 €	0,1625 €	0,1250 €	0,1250 €	0,1250 €
Elisa Oyj	2017				2018				2019				2020			
		7.4.				13.4.				4.4.				3.4.		
		1,50 €				1,65 €				1,75 €				1,85 €		
Fortum Oyj	2017				2018				2019				2020			
		5.4.				29.3.				27.3.				24.4.		
		1,10 €				1,10 €				1,10 €				1,10 €		
Fiskars Oyj Abp	2017				2018				2019				2020			
	10.3.		8.9.		15.3.		10.9.		14.3.	7.6.	6.9.		12.3.		9.9.	
	0,71 €		0,35 €		0,36 €		0,36 €		0,27 €	0,535 €	0,27 €		0,28 €		0,28 €	
Huhtamäki Oyj	2017				2018				2019				2020			
		28.4.				26.4.				26.4.					17.9.	
		0,73 €				0,80 €				0,84 €					0,89 €	
Konecranes Oyj	2017				2018				2019				2020			
	24.3.				28.3.				29.3.				29.3.		12.6.	17.8.
	1,05 €				1,20 €				1,20 €					0,65 €	0,55 €	
Kemira Oyj	2017				2018				2019				2020			
	27.3.				22.3.				22.3.					6.5.		23.10.
	0,53 €				0,53 €				0,53 €					0,28 €		0,28 €
Kesko Oyj A Splitti	2017				2018				2019				2020			
		4.4.				12.4.				9.4.		9.10.		29.4.		30.9.
		2,00 €				2,20 €				1,17 €		1,17 €		0,32 €		0,31 €
Kesko Oyj B Splitti	2017				2018				2019				2020			
		4.4.				12.4.				9.4.		9.10.		29.4.		30.9.
		2,00 €				2,20 €				1,17 €		1,17 €		0,32 €		0,31 €
Kone Oyj	2017				2018				2019				2020			
	1.3.				27.2.				27.2.				26.2.			
	1,55 €				1,65 €				1,65 €				1,70 €			
Kojamo Oyj	2017				2018				2019				2020			
	x	x	x	x	x	x	x	x	15.3.				13.3.			
									0,29 €				0,34 €			
Metsä Board Oyj A	2017				2018				2019				2020			
	24.3.				28.3.				29.3.				29.3.		12.6.	
	0,19 €				0,21 €				0,29 €				0,29 €		0,24 €	
Metsä Board Oyj B	2017				2018				2019				2020			
	24.3.				28.3.				29.3.				29.3.		12.6.	
	0,19 €				0,21 €				0,29 €				0,29 €		0,24 €	
Metso Outotec Oyj	2017				2018				2019				2020			
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	12.3.			
													0,10 €			
Nordea Bank Abp	2017				2018				2019				2020			
	17.3.				16.3.				29.3.				29.3.			
	0,65 €				0,68 €				0,69 €				0,40 €			
Neles Oyj	2017				2018				2019				2020			
	24.3.				23.3.					26.4.		28.10.		20.20.		17.6.
	1,05 €				1,05 €					0,60 €		0,60 €		0,60 €		1,47 €
Neste Oyj	2017				2018				2019				2020			
		6.4.				6.4.		9.10.		3.4.		3.10.		19.5.		23.10.
		1,30 €				0,85 €		0,85 €		0,38 €		0,38 €		0,46 €		0,56 €
							1,70 €				0,76 €			1,02 €		0,92 €
Nokia Oyj	2017				2018				2019				2020			
		24.5.				31.5.				22.5.		29.7.				
		0,17 €				0,19 €				0,05 €		0,05 €		x	x	x
Orion Oyj A	2017				2018				2019				2020			
	23.3.				21.3.				27.3.				27.3.		7.5.	
	1,55 €				1,45 €				1,50 €				1,50 €		1,50 €	
Orion Oyj B	2017				2018				2019				2020			
	23.3.				21.3.				27.3.				27.3.		7.5.	
	1,55 €				1,45 €				1,50 €				1,50 €		1,50 €	
Outokumpu Oyj	2017				2018				2019				2020			
	22.3.				23.3.				28.3.				28.3.		x	x
	0,10 €				0,25 €				0,15 €				0,15 €		x	x
Sanoma Oyj	2017				2018				2019				2020			
	22.3.				23.3.		24.10.		28.3.		27.10.		26.3.			29.10.
	0,20 €				0,20 €		0,15 €		0,25 €		0,20 €		0,25 €			0,25 €
Sampo Oyj A	2017				2018				2019				2020			
		28.4.				20.4.				10.4.	8.8.			3.6.		
		2,30 €				2,60 €				2,85 €	0,57 €			1,50 €		
SSAB A	2017				2018				2019				2020			
	x	x	x	x		11.4.				9.4.				x	x	x
						0,10 €				0,14 €				x	x	x
SSAB B	2017				2018				2019				2020			
	x	x	x	x		11.4.				9.4.				x	x	x
						0,10 €				0,14 €				x	x	x
Stora Enso Oyj A	2017				2018				2019				2020			
		28.4.				29.3.			15.3.					5.6.		9.12.
		0,37 €				0,41 €			0,50 €					0,15 €		0,15+0,2
Stora Enso Oyj R	2017				2018				2019				2020			
		28.4.				29.3.			15.3.					5.6.		9.12.
		0,37 €				0,41 €			0,50 €					0,15 €		0,15+0,2
Telia Company	2017				2018				2019				2020			
		6.4.		23.10.		11.4.		19.10.		11.4.		23.10.		Sility/vaihtui euroihin!		
		0,11 €		0,11 €		0,11 €		0,11 €		0,11 €		0,12 €		0,08 €	0,09 €	0,06 €
TietoEVRY Oyj	2017				2018				2019				2020			
	24.3.				23.3.				22.3.						24.7.	25.9.
	1,37 €				1,40 €				1,45 €						0,32 €	0,32 €
Terveystalo Oyj	2017				2018				2019				2020			
	x	x	x	x		13.4.				5.4.					1.7.	
						0,06 €				0,20 €					0,13 €	
Nokian renkaat Oyj	2017				2018				2019				2020			
		11.4.				11.4.				10.4.				3.4.		28.10.
		1,53 €				1,56 €				1,58 €				0,79 €		0,35 €
UPM-Kymmene Oyj	2017				2018				2019				2020			
	30.3.					6.4.				5.4.				1.4.		
	0,95 €					1,15 €				1,30 €				1,30 €		
Valmet Oyj	2017				2018				2019				2020			
	24.3.				22.3.				22.3.					16.6.		
	0,42 €				0,55 €				0,65 €					0,80 €		
Wärtsilä Oyj Abp (Oikaistu euroina 2017... Splitti?)	2017				2018				2019				2020			
	6.3.		13.9.		9.3.		19.9.		8.3.		19.9.		6.3.		9.9.	
	0,22 €		0,22 €		0,23 €		0,23 €		0,24 €		0,24 €		0,24 €		0,24 €	
YIT Oyj	2017				2018				2019				2020			
	17.3.				19.3.				13.3.				13.3.		21.9.	
	0,22 €				0,25 €				0,27 €				0,14 €		0,14+0,12	

2017		2018		2019		2020	
1.3.	1,55 €	27.2.	1,65 €	27.2.	1,65 €	26.2.	1,70 €
6.3.	0,65 €	9.3.	0,69 €	8.3.	0,24 €	6.3.	0,24 €
10.3.	0,71 €	15.3.	0,36 €	13.3.	0,27 €	12.3.	0,38 €
17.3.	1,32 €	16.3.	0,68 €	14.3.	0,27 €	13.3.	0,48 €
22.3.	1,25 €	19.3.	0,25 €	15.3.	1,29 €	18.3.	0,16 €
23.3.	3,13 €	21.3.	3,46 €	20.3.	0,55 €	26.3.	0,38 €
24.3.	4,27 €	22.3.	1,34 €	21.3.	0,16 €	1.4.	1,30 €
27.3.	0,53 €	23.3.	2,91 €	22.3.	2,83 €	3.4.	2,64 €
30.3.	0,95 €	28.3.	1,62 €	27.3.	4,10 €	24.4.	1,10 €
4.4.	4,00 €	29.3.	1,92 €	28.3.	0,66 €	29.4.	0,64 €
5.4.	1,10 €	6.4.	2,00 €	29.3.	1,78 €	6.5.	0,28 €
6.4.	0,11 €	11.4.	1,87 €	3.4.	0,38 €	7.5.	3,00 €
7.4.	1,50 €	12.4.	4,40 €	4.4.	1,70 €	19.5.	0,46 €
11.4.	1,53 €	13.4.	1,71 €	5.4.	1,50 €	28.5.	0,60 €
28.4.	3,77 €	20.4.	2,60 €	9.4.	2,62 €	3.6.	1,50 €
24.5.	0,17 €	26.4.	0,80 €	10.4.	4,43 €	5.6.	0,30 €
21.6.	0,03 €	31.5.	0,19 €	11.4.	0,113 €	12.6.	0,48 €
5.9.	0,23 €	20.6.	0,03 €	26.4.	0,84 €	17.6.	2,27 €
8.9.	0,35 €	10.9.	0,36 €	22.5.	0,05 €	19.6.	0,13 €
13.9.	0,65 €	11.9.	0,26 €	7.6.	5,35 €	30.6.	0,13 €
23.10.	0,11 €	19.9.	0,78 €	20.6.	0,16 €	1.7.	0,13 €
13.12.	0,03 €	9.10.	0,85 €	29.7.	0,05 €	24.7.	0,32 €
		19.10.	0,11 €	8.8.	0,57 €	17.8.	0,55 €
		24.10.	0,15 €	6.9.	0,27 €	26.8.	0,60 €
		13.12.	0,03 €	19.9.	0,24 €	9.9.	0,52 €
				20.9.	0,16 €	17.9.	0,89 €
				26.9.	0,26 €	21.9.	0,26 €
				2.10.	0,55 €	22.9.	0,13 €
				3.10.	0,38 €	25.9.	0,32 €
				9.10.	2,34 €	30.9.	0,62 €
				23.10.	0,115 €	1.10.	0,13 €
				27.10.	0,20 €	22.10.	0,09 €
				28.10.	0,60 €	23.10.	0,74 €
				18.12.	0,16 €	28.10.	0,35 €
						29.10.	0,25 €
						3.12.	0,06 €
						9.12.	0,70 €
						17.12.	0,13 €
						31.12.	0,13 €

Vuosi	kk	arvo
18	helmi	1,65 €
19	helmi	1,65 €
20	helmi	1,70 €
17	maalis	14,36 €
18	maalis	13,23 €
19	maalis	12,15 €
20	maalis	1,64 €
17	huhti	12,01 €
18	huhti	13,38 €
19	huhti	11,58 €
20	huhti	5,68 €
17	touko	0,17 €
18	touko	0,19 €
19	touko	0,05 €
20	touko	4,34 €
17	kesä	0,03 €
18	kesä	0,03 €
19	kesä	5,51 €
20	kesä	4,81 €
19	heinä	0,05 €
20	heinä	0,45 €
19	elo	0,57 €
20	elo	1,15 €
17	syys	1,23 €
18	syys	1,40 €
19	syys	0,93 €
20	syys	2,73 €
17	loka	0,11 €
18	loka	1,11 €
19	loka	4,19 €
20	loka	1,56 €
17	joulu	0,03 €
18	joulu	0,03 €
19	joulu	0,16 €
20	joulu	1,02 €