

Joonatan Sahlstedt

# Osinkopolitiikka

Toimialakohtaiset osingonjakosuhteet

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Liiketalouden koulutusohjelma

Opinnäytetyö

Huhtikuu 2017

Tekijä Otsikko	Joonatan Sahlstedt Osinkopolitiikka. Toimialakohtaiset osingonjakosuhteet
Sivumäärä Aika	36 sivua + 1 liite Huhtikuu 2017
Tutkinto	Tradenomi
Koulutusohjelma	Liiketalous
Suuntautumisvaihtoehto	Laskenta ja rahoitus
Ohjaaja	Lehtori Timo Riikkilä
<p>Tämän opinnäytetyön tarkoitus oli selvittää, esiintyykö eri toimialojen välillä eroavuuksia osinkopolitiikassa. Tämän lisäksi opinnäytteen tavoitteena oli luoda kattava kuva osinkopolitiikasta. Lisäksi opinnäytetyö pyrki vastaamaan tutkimuskysymyksiin, jotka liittyivät osinkopolitiikkaan. Toimialojen osinkopolitiikoita vertailtiin osingonjakosuhteen perusteella. Tutkimuskysymyksiin haettiin vastauksia teorian ja aiempien tutkimusten pohjalta.</p> <p>Toimialakohtainen vertailu tehtiin keräämälle tiedot Helsingin pörssin yhtiöiden osingonjakosuhteista. Näistä muodostettiin keskiarvot toimialoille ja keskiarvot laskettiin vielä erikseen eri kokoluokan yhtiöille. Koko pörssin tiedot kerättiin vuodelta 2015. Pidemmän aikavälin tarkasteluun tiedot rajattiin pörssin suuriin yhtiöihin. Nämä tiedot kerättiin vuosilta 2011–2015. Opinnäytetyön tutkimuskysymykset kysyivät osinkojen tarkoitusta, merkitystä ja sitä, millä keinoin osinkopolitiikkaa voidaan toteuttaa ja vaikuttaako osinkopolitiikka yhtiön arvoon.</p> <p>Tutkimuksen tulokset osoittivat, että Helsingin pörssin yhtiöiden välillä esiintyy eroja osinkopolitiikan toteuttamisessa. Koko pörssin tiedoista havainnoitiin eri kokoluokan yhtiöiden välillä olevia eroja osingonjakosuhteessa. Pienempien yhtiöiden huomattiin maksavan pienemmän osan tuloksestaan osinkoina kuin keskisuurten tai suurten yhtiöiden. Suuret yhtiöt maksoivat eniten osinkoja tulokseensa nähden. Vertailtaessa Helsingin pörssistä saatuja osingonjakosuhteita S&amp;P 500 -yhtiöiden osingonjakosuhteisiin huomattiin, että osingonjakosuhteet olivat Helsingin pörssissä keskimäärin huomattavasti korkeampia kuin S&amp;P 500 -listaukseen kuuluvilla yhtiöillä. Opinnäytetyössä saatiin vastauksia siinä esitettyihin tutkimuskysymyksiin. Tutkiessa aihetta huomattiin, että osinkopolitiikan aiheista on mahdoton antaa yksiselitteisiä vastauksia. Osinkopolitiikka on ollut kiistelty aihe jo pitkän ajan alan tutkijoiden keskuudessa.</p>	
Avainsanat	osingot, osinkopolitiikka, yritysrahoitus, osingonjakosuhte, osakkeet

Author Title	Joonatan Sahlstedt Dividend Policy. Dividend Payout Ratios by Industry
Number of Pages Date	36 pages + 1 appendices April 2017
Degree	Bachelor of Business Administration
Degree Programme	Business Administration
Specialisation option	Accounting and Finance
Instructor	Timo Riikkilä, Senior Lecturer
<p>The purpose of the present was to find out whether there are differences between industries in terms of dividend policy. In addition, this thesis aimed at creating a comprehensive overview on dividend policy.</p> <p>The theoretical part of the thesis focused on the purpose and meaning of dividends, how dividend policy can be implemented and if it affects the value of the company. The industry-specific comparison was conducted by comparing the payout ratios of the companies in the Helsinki Stock Exchange. Averages were formed for various sectors and for different sized companies. The data from the Helsinki Stock Exchange were collected for year 2015. A longer-term review of the information from the Helsinki Stock Exchange was limited to large companies. This data was collected from years 2011–2015.</p> <p>The results of the study showed that discrepancies exist in dividend payout ratios in different sectors. The study found that there are differences between companies of different sizes. Smaller companies tend to pay a smaller portion of their earnings as dividends compared to medium-sized or major companies. Major companies pay the biggest part of their earnings as dividends. When comparing the data from the Helsinki Stock Exchange to the data from S&amp;P 500 companies, the study discovered that the dividend ratios were significantly higher on the Helsinki Stock Exchange.</p>	
Keywords	dividends, dividend policy, payout ratio, stocks

## Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Aihe	1
1.2	Tavoite, tutkimusongelma ja -kysymykset	1
1.3	Tutkimusmenetelmä ja työn rakenne	2
2	Osinkopolitiikan toteuttaminen	3
2.1	Päätös osingoista	3
2.2	Osingonjako	3
2.3	Osinkopolitiikat	5
2.3.1	Osingonmaksu käteisosinkona	5
2.3.2	Rahastoanti	6
2.3.3	Takaisinostot	7
2.3.4	Osinko jäljelle jäävistä varoista	8
2.3.5	Nollaosinko	9
2.3.6	Tasainen ja vakaa osinko	9
2.3.7	Vakiona pysyvä osingonjakosuhte	10
2.3.8	Lintnerin malli	10
2.4	Osinkoaristokraatit	11
3	Osingon merkitys	12
3.1	Arvonmääritys	12
3.1.1	Osinkoperusteinen malli	12
3.1.2	Gordonin malli	13
3.2	Osinkojen irrelevanttius	14
3.2.1	Millerin ja Modiglianin irrelevanttiusteoreema	14
3.2.2	Teoreeman toimiminen	15
3.2.3	Teoreema käytännössä	16
3.3	Clientele-efekti	16
3.4	Signalointi	17
3.4.1	Osinkojen vakaus	18
3.4.2	Signaalit markkinoille	18
3.4.3	Takaisinostojen aiheuttamat signaalit	19
4	Osinkopolitiikat Helsingin pörssissä	20
4.1	Poimintoja vuosikertomuksista	20

4.2	Poikkeavat osinkopolitiikat	20
4.2.1	Basware Oyj	21
4.2.2	Citycon Oyj	21
4.2.3	Raisio Oyj	21
4.2.4	Elisa Oyj	22
5	Osinkopolitiikat muissa pörsseissä	23
6	Osingonjakosuhteet toimialoittain	24
6.1	Osingonjakosuhteet	24
6.2	Osingonjakosuhteet 2015 Helsingin pörssissä	24
6.3	Osingonjakosuhteet 2011–2015 Helsingin pörssissä	26
7	Vertailu ja havainnot	28
7.1	Historialliset osingonjakosuhteet	28
7.2	Havainnot toimialoittain	30
8	Yhteenveto	31
8.1	Osingon ja osinkopolitiikan merkitys	31
8.1.1	Osingon tarkoitus	32
8.1.2	Osinkopolitiikan toteuttaminen	32
8.1.3	Osinkojen merkitys	33
8.1.4	Osinkopolitiikan vaikutus osakkeen arvoon	34
8.2	Osinkopolitiikan eroavaisuudet eri toimialojen välillä	34
	Lähteet	37
	Liitteet	
	Liite 1. Osingonjakosuhteet 2011–2015 yhtiöittäin	

# 1 Johdanto

## 1.1 Aihe

Opinnäytetyön aihe valikoitui mielenkiinnosta rahoitusalaa sekä sijoittamista kohtaan. Osingoista on aikaisemmin tehty opinnäytetöitä, mutta ne ovat keskittyneet enimmäkseen osinkosijoittamiseen tai osinkojen verotuksellisiin aiheisiin. Tämä tutkimus tutkii osingonjakoa ja sen merkitystä yrityksen arvon kannalta.

Yksi yritysten keskeisimmistä rahoituspolitiikan päätöksistä on se, kuinka liiketoiminnasta syntyneet voitot käytetään yrityksen ja sen omistajien hyväksi. Yksi osakeyhtiöiden keskeisimmistä periaatteista on tuottaa voittoa. Yrityksen tarpeiden mukaan voittoja voidaan jakaa omistajille tai käyttää tuleviin investointeihin. Yrityksen omistajilleen jakamasta voitto-osuudesta käytetään käsitettä osinko.

Osingot kiinnostavat sijoittajia sekä muita yrityksen sidosryhmiä, koska osingolla voi olla vaikutusta yrityksen arvoon, maksukykyyn ja sen tulevaisuuden rahoituspäätöksiin. Tasaista osinkoa maksava yritys voidaan nähdä rahoittajien silmin vähemmän riskialttiina kohteena, jolloin yrityksen on helpompi saada tarvittaessa uutta pääomaa halvemmalla hinnalla.

Osingot ovat jatkuvasti esillä talousmaailmassa. Suomessa ne ovat esillä erityisesti keväällä, kun osinkoehdotuksia laaditaan. Yritysten harjoittama voitonjakopolitiikka on yksi keskeisimpiä yritysrahoituksen osa-alueita. Aihetta on tutkittu vuosikymmenten ajan, mutta kuitenkin aihe herättää edelleenkin ristiriitaisia ajatuksia useissa tutkijoissa. Yrityksen osingonjakokyky on merkittävä valintaperuste sijoittajille heidän miettiessään, minkä yrityksen osakkeita ostaisi. Tämän vuoksi osinkopolitiikka on aiheena.

## 1.2 Tavoite, tutkimusongelma ja -kysymykset

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on välittää lukijalleen monipuolisesti tietoa yritysten harjoittamista osinkopolitiikoista. Kattavan kuvan saamiseksi työssä käydään läpi teoriaa, esitellään aiempia tutkimuksia ja tarkastellaan millaisia osinkopolitiikoita yhtiöt ovat käytännössä asettaneet. Osinkopolitiikoiden tarkastelu keskittyy pääosin Helsingin

pörssissä listattuihin yhtiöihin, mutta työssä tullaan myös tarkastelemaan hiukan muihin pörsseihin listattuja yhtiöitä. Aihealueen käsittelyn lisäksi työ pyrkii vastaamaan tutkimusongelmaan ja tutkimuskysymyksiin. Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset esitellään seuraavaksi.

Tutkimuksen pääongelmana on selvittää, onko eri toimialoilla mahdollisia eroja osinkopolitiikoiden suhteen. Selvitys tapahtuu keräämällä aineistoksi osingonjakosuhteita Helsingin pörssiin listatuilta yhtiöiltä. Kerätyn aineiston perusteella pyritään tekemään havaintoja eri toimialojen väliltä. Pääongelman lisäksi työ pyrkii vastaamaan seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- Mikä on osingon tarkoitus?
- Miten osinkopolitiikkaa voidaan toteuttaa?
- Osingonmaksulla merkitys sijoittajille?
- Vaikuttaako osinkopolitiikka osakkeen arvoon?

### 1.3 Tutkimusmenetelmä ja työn rakenne

Työ on tehty laadullisena eli kvalitatiivisena tutkimuksena. Tässä työssä pyritään luomaan käsitys tutkittavasta aiheesta, kvalitatiivisen tutkimuksen tavoitteena on saada monipuolista tietoa ja siten lisätä ymmärrystä aiheeseen (ks. Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006). Aihealuetta käsitellään teorian avulla, tällöin päättelyt tullaan tekemään teorian pohjalta. Laadullisessa tutkimuksessa aineisto kerätään harkitusti ja tarkoituksenmukaisesti. Tällöin kerättyä aineistoa pystytään ja pyritään tutkimaan perusteellisesti. Tutkimusaineiston tavoitteena on olla kattava, edustava ja luotettava, näin ollen sen pohjalta voidaan tehdä merkityksellisiä ja perusteltuja havaintoja.

Tämä opinnäytetyö koostuu kahdesta osasta: teoreettisesta ja tutkimusongelmaa käsittelevästä osasta. Teoreettisessa osassa käydään läpi osinkopolitiikan piirteitä ja termejä. Osassa pyritään myös löytämään vastauksia aiemmin esitettyihin tutkimuskysymyksiin teorian pohjalta. Toisessa työn osassa pyritään vastaamaan tutkimuksen pääongelmaan kerättyjen tunnuslukujen avulla. Tunnuslukuna tutkimuksessa on osingonjakosuhte, jonka pohjalta havaintoja pyritään tekemään. Osingonjakosuhteet, joita tutkimusta varten on kerätty, rajoittuvat Helsingin pörssissä toimiviin yhtiöihin. Pidemmän aikavälin luvut on kerätty vielä pienemmästä rajauksesta, joka sijoittuu pörssin suuriin ja muutamaankin keski-suureen yhtiöön.

Johdantoluku taustoittaa työtä ja sen tavoitteita. Työn toisessa luvussa käydään ensin läpi aiheeseen liittyvää teoriaa. Tämän jälkeen tarkastellaan osingon vaikutuksesta osakkeen arvoon teorian ja aikaisempien tutkimusten pohjalta. Seuraavaksi siirrytään tarkastelemaan tarkemmin Helsingin pörssissä olevien yhtiöiden harjoittamia osinkopolitiikoita ja löytämään niistä yhtäläisyyksiä tai poikkeavuuksia tai molempia. Tämän jälkeen otetaan lyhyesti tarkasteluun myös muissa maissa toimivien pörssi yhtiöiden osinkopolitiikoita, pääosin Yhdysvaltain markkinoilla toimivien yhtiöiden. Sen jälkeen tutkimus siirtyy tarkastelemaan toimialakohtaisia osingonjakosuhteita, ja havainnoimaan niissä esiintyviä ilmiöitä. Lopuksi työssä esitetään yhteenvetona tutkimuksen tulokset ja havainnot.

## **2 Osinkopolitiikan toteuttaminen**

### **2.1 Päätös osingoista**

Yksi osakeyhtiön toiminnan keskeisimmistä periaatteista on tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen. Tuotettu voitto aiheuttaa yhtiölle yhden sen tärkeimmistä rahoitukseen liittyvistä päätöksistä: Kuinka käyttää voitto parhaalla mahdollisella tavalla osakkeenomistajien varallisuuden kannalta? (Niskanen & Niskanen 2007, 11.)

Päätökset yhtiössä säilytettävästä voitto-osuuden määrästä ja osakkeenomistajille maksettavasta voitto-osuudesta eli osingosta muodostavat yhtiön osinkopolitiikan. Säilytettävää voittoa yhtiö käyttää sen tulevaisuuden kasvuun eli investointeihin, yritysostoihin ym. Osinkopolitiikan pitäisi paitsi parantaa yrityksen arvoa, ja samalla myös maksimoida osakkeenomistajien varallisuutta. Porterfield (1965) ehdotti, että varallisuuden maksimointi voidaan saavuttaa vain, jos uuden osakkeen hinta plus osinko on suurempi tai yhtä suuri kuin edellisen kauden osakekurssi (Porterfield 1965, teoksessa Watson & Head 2013, 320.)

### **2.2 Osingonjako**

Suomessa osingonjakoa säätelee osakeyhtiölaki. Osakeyhtiölain 13 luvun 3 §:n mukaan jaon pitää perustua tilinpäätökseen, joka on viimeksi vahvistettu. Myös yhtiön taloudellisessa asemassa tapahtuneet oleelliset muutokset, jotka ovat tapahtuneet ti-

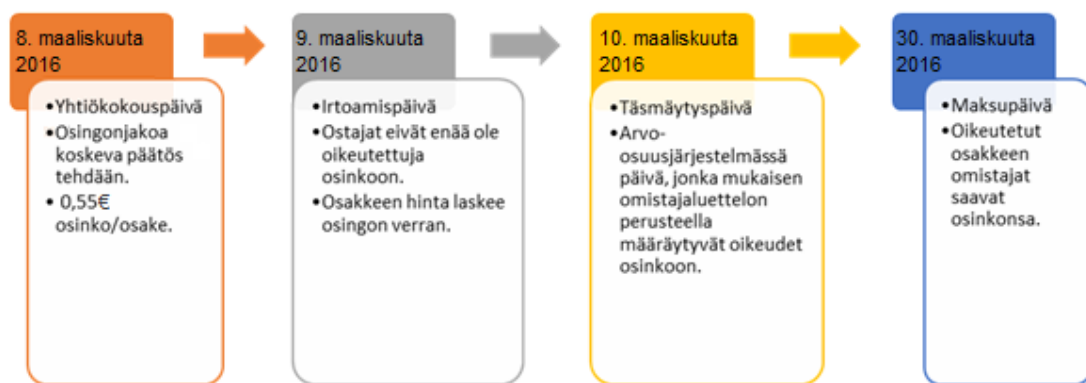


linpäättöksen laatimisen jälkeen, tulee ottaa huomioon jaossa. Yhtiöllä tulee olla ta- seessaan vapaasti jaettavaa pääomaa, jonka jakaminen ei saa uhata yhtiön maksuky- kyä. Osinkoa ei voi jakaa, jos tiedetään että osingonjako voi aiheuttaa maksukyvyttö- myyttä.

Osakeyhtiölain 13 luvun 6 §:n mukaisesti päätös jakaa osinkoja tehdään yhtiökokouk- sessa. Yhtiökokous ei kuitenkaan voi päättää jaosta ilman hallituksen hyväksyntää tai päättää suuremman määrän jakamisesta kuin hallitus on esittänyt. 7 §:n mukaan yhtiön tulee kuitenkin jakaa vähintään puolet tilikauden voitosta, jos yhtiökokouksessa vähin- tään kymmenesosa osakkeenomistajista tätä vaatii.

Tyypillisesti kotimaiset, ja muut pohjoismaiset yhtiöt jakavat osinkoja kerran vuodessa keväällä yhtiökokouksen yhteydessä. (Oksaharju 2012.) Valtaosa Britannian yrityksistä maksaa osingot kahdesti vuoden aikana, kun taas Yhdysvalloissa osingot maksetaan useimmiten kerran kvartaalissa (Watson & Head 2013, 317).

Tuoton jakaminen omistajille voidaan tavallisesti toteuttaa kahdella eri tavalla. Ensim- mäinen tapa on osingonmaksu, eli yhtiö määrittää osingon osakekohtaisesti, jolloin omistajat saavat käteistä suhteessa osakkeitaan kohden. Toinen tapa on ostaa takaisin omia osakkeitaan ja mitätöidä niitä. Tällöin osakkeiden määrä pienenee ja omistajien osuus yhtiöstä kasvaa. (Valtonen 2015.)



Kuvio 1. Osingonjaon päivämäärät esimerkki Amer Sports 2016 (Amer Sports 2017, 12–13).

Kuviosta 1 nähdään esimerkki tyypillisestä osingonmaksuprosessista Suomessa. Osingon saadakseen osake on ostettava ennen irtoamispäivää, joka on yleensä yhtiö- kokouksen jälkeinen päivä. Osakkeen myyminen irtoamispäivänä tai sen jälkeen oi-

keuttaa osinkoon, koska tällöin se on edelleen merkittynä osakasluetteloon täsmäytyspäivänä.

### 2.3 Osinkopolitiikat

Yrityksen päätös osingon maksamisen tavasta määrittää sen osinkopolitiikan. Passiivista osinkopolitiikka harjoittavat muuttavat harvemmin osingon määrää, vaikka tuloksessa tapahtuisikin suuria muutoksia. Aktiivista osinkopolitiikkaa harjoittavilla taas osinkoon heijastuu tilikauden tulos.

Seuraavissa alaluvuissa esitellään eri osingonmaksutapoja sekä keinoja toteuttaa osinkopolitiikkaa. Osinkopolitiikka muodostuu pitkälti säilytettävän ja osinkoina maksettavan osuuden suhteesta, joten esiteltävissä tavoissa esiintyy passiivisempia keinoja toteuttaa osinkopolitiikkaa sekä aktiivisempia keinoja. Kun on saatu tehtyä päätös osingon määrästä, tulee miettiä, millä keinoin se maksetaan osakkeenomistajille. Seuraavassa alaluvussa esitellään tavanomaisin tapa maksaa osinko.

#### 2.3.1 Osingonmaksu käteisosinkona

Osingonmaksu käteisenä on monille tutuin osingon saamisen tapa. Yleensä osinko maksetaan rahana osakkeenomistajien tileille. Käytännössä siis, jos on päätetty maksaa osinkoa 1 € per osake, sijoittaja saisi 100 osaketta omistamalla 100 € osinkoa ennen verotusta. Käteisosinko maksetaan säännöllisesti omistajille eri markkinoilla vallitsevan käytännön mukaan. Lisäksi yritys voi maksaa ylimääräisen käteisosingon säännöllisen käteisosingon lisäksi. Säännöllinen käteisosinko perustuu toistuvuuteen, minkä vuoksi sen pienentäminen voi aiheuttaa hämmennystä sijoittajien keskuudessa. Ylimääräisellä käteisosingolla voidaan taas osoittaa, että sen toistuvuus ei ole varmaa.

Perinteisen käteisosingon lisäksi osinko voidaan maksaa myös muilla keinoilla. Maksettavan käteisosingon sijaan jaettava voitto-osuus voidaan käyttää osakkeiden ostamiseen takaisin markkinoilta. Myös rahastoannit ja osakkeen pilkkomiset eli splitit ovat keinoja vaikuttaa osinkoon.

### 2.3.2 Rahastoanti

Osingonmaksu rahastoannin muodossa muuttaa yrityksen vapaita omia pääomia osakepääomaksi. Tällöin osakkeenomistajien hallussa olevien osakkeiden määrä kasvaa. Rahastoanneilla voidaan viestiä osakkeenomistajille paranevasta tulontuottokyvystä. (Niskanen & Niskanen 2007, 153.)

Yhtiö hyötyy tästä siinä määrin, että se antaa mahdollisuuden pitää rahat, jotka olisi muuten maksettu osinkoina. Samalla yhtiön nettovelkaantumisaste laskee hiukan. Teoriassa myöskään osakkeen arvon ei pitäisi muuttua rahastoannin seurauksena, koska se korvaa osingon, joka olisi aiheuttanut irtoamispäivänä arvon laskua osingon verran. (Watson & Head 2013, 333.)

Rahastoantia ei voida pitää todellisena osinkona, koska tällöin raha ei liiku ulos yrityksestä. Koska anti lisää osakkeiden määrää, laskee olemassa olevien osakkeiden määrä. Anti on yleensä ilmaistu suhteena. Esimerkiksi kahden prosentin annissa osakkeenomistaja saa yhden uuden osakkeen jokaista omistamaansa 50 osaketta kohden. (Ross & Westerfield & Jaffe 2002, 496.)

### 2.2.3 Splitit

Splitti jakaa osakkeen nimellisarvon kahteen tai useampaan osaan. Osakkeenomistajalle X tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että jos hän omistaa yhtiön osakkeita 5 kpl osakkeen arvon ollessa 100 €/kpl, yhtiö ehdottaa osakkeen jakamista niin, että osakkeenomistaja saa yhtä osaketta kohden yhden uuden. Splitin jälkeen osakkeenomistaja X:llä on 10 kpl osakkeita, mutta nyt niiden arvo on 50 €/kpl. Yhteisarvon pysyy näin samana.

Splitti tapahtuu yleensä silloin, kun yhtiön johto uskoo yhtiön tulevaisuuteen ja johto haluaa alentaa korkealle noussutta osakkeen hintaa. Tarkoituksena on parantaa likviditeettiä, eli muun muassa pienten sijoittajien on helpompi ostaa halvempaa osaketta (Niskanen & Niskanen 2007, 153). Esimerkiksi New Yorkin pörssiin listatun Berkshire Hathaway (BRK.A) osaketta ei ole koskaan splitattu, ja sen yksi osake maksoi 2016 syyskuun alussa noin 225 350 dollaria. Voidaan siis todeta, että osake on piensijoittajilta tavoittamattomissa. Lisäksi Berkshire Hathaway osakkeen päiväkaupankäynti liikkuu muutamissa sadoissa kappaleissa, joten se ei ole likviditeetiltaan parhaita osakkeita.

Suomessa taas esimerkiksi Kone on pilkkonut osakettaan useaan otteeseen. Viimeisin on tapahtunut vuonna 2013, kun Koneen osake on ollut Helsingin pörssin kallein. Koneen splitti tapahtui suhteella, jossa jokaista A-sarjan osaketta kohden sai yhden uuden A-sarjaan osakkeen ja yhtä B-sarjan osaketta kohden yhden uuden B-sarjan osakkeen. Tällöin osakemäärä tuplaantui ja osakkeen arvo puolittui. (Kone 2013.)

Splitti ennen täsmäytyspäivää tarkoittaa osakkeenomistajalleen lisää osakkeita, mutta samalla pienempää osakekohtaista osinkoa. Täsmäytyspäivän jälkeen tapahtuva splitti pitää osakekohtaisen osingon samana. Molemmissa tapauksissa todellinen rahana maksettava osinko tulee olemaan sama. Tämän vuoksi annin tavoin splittiä ei voida pitää todellisena osinkona, koska raha ei liiku yrityksestä ulos.

### 2.3.3 Takaisinostot

Kuten aiemmin todettiin, tuottoa voidaan jakaa omistajille myös omien osakkeiden takaisinoston muodossa. Osakkeiden takaisinostot ovat olleet arkipäiväinen asia Yhdysvalloissa jo pidemmän aikaa. Osakkeenomistajat hyötyvät saamalla yhtiöstä ylijäämävaroja, joita he voivat käyttää tehokkaammin. Koska takaisinosto pienentää liikkeellä olevien osakkeiden määrää, osakekohtainen tulos (EPS = earning per share) paranee. Näin jäljelle jäävien osakkeiden arvo paranee. Yhdysvalloissa takaisinostojen suosiota on puoltanut niiden kevyempi verotus osinkoihin nähden. (Watson & Head 2013, 335.)

Seuraavassa esitellään esimerkki takaisinoston vaikutuksesta osakekohtaiseen tulokseen ja yhtiön osakkeen arvoon.

Yhtiö X on laskenut liikkeelle 200 000 osaketta, ja nyt se aikoo pienentää osakekantaansa 5 % eli se ostaa takaisin 10 000 osaketta. Yhtiön nettotulos on 1 000 000 € ja sen osakkeen arvo on 40 €.

Osakekohtaiseksi tulokseksi saadaan  $1\,000\,000/200\,000=5$  €.

Uudessa tilanteessa osakkeita on liikkeellä aiempaa pienempi määrä. Uudeksi osakekohtaiseksi tulokseksi saadaan  $1\,000\,000/190\,000=n.5,26$  €.

Voittokerrointa eli P/E-lukua käytetään ilmaisemaan osakeyhtiön hinnan ja tuloksen suhdetta. P/E lasketaan jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella.

Vanha P/E  $40 \text{ €} / 5 \text{ €} = 8$ . Koska Yhtiö X:n osakkeilla käydään kahdeksan kertaista kauppaa suhteessa osakekohtaiseen tulokseen, uudeksi osakkeen arvoksi saadaan  $5,26 \text{ €} * 8 = 42,08 \text{ €}$ . Näin voidaan todeta, että Yhtiö X:n arvo sekä osakekohtainen tulos kasvoivat takaisinoston yhteydessä. (Janssen 2015.)

Yhtiö voi toteuttaa takaisinostot ostamalla osakkeitaan takaisin avoimilta markkinoilta senhetkisen hinnan mukaan, jotkut yhtiöt koettavat sijoittaa takaisinostonsa hetkiin jolloin, osakkeen arvon koetaan olevan alhainen. Yhtiöt voivat myös tehdä osakkeenomistajille tarjouksen, jossa he ilmoittavat, paljonko osakkeita ostetaan takaisin ja mihin hintaan. Tämänlaisissa tapauksissa tarjouksen hintaan on yleensä lisätty preemio markkinahinnan päälle. Jos omistajat eivät halua myydä haluttua määrää osakkeita, yhtiö voi pidentää tarjousaikaa tai peruuttaa takaisinosto tarjouksensa. (Gitman & Zutter, 2012, 567.)

Historiassa osinkojen verotus on ollut luovutusvoittoja korkeampaa, joten takaisinostot ovat mahdollistaneet osakkeenomistajille verohyötyjä. Osakkeenomistajalle, joka ei osallistu takaisinostoon, ei aiheudu veroseuraamuksia rahana maksettavista osingoista tai luovutusvoitosta. Näin takaisinosto osto kasvattaa omistajan arvoa ilman, että siitä seuraisi verotettavaa tuloa, toisin kuin osingoista. (Gitman & Zutter 2012, 568.)

#### 2.3.4 Osinko jäljelle jäävistä varoista

Osinko määräytyy jäljelle jäävistä varoista, kun yhtiön investointeja koskevat rahoituspäätökset on tehty. Näin ollen osingonjakosuhte (payout ratio) saattaa vaihdella vuosittain huomattavasti. Jos yhtiöllä ei ole investointikohteita tarjolla niin se voi jakaa osinkona koko tuloksen. Samoin jos investointikohteita on paljon, niin osingonjakosuhte saattaa olla nollassa. (Niskanen & Niskanen 2007, 152.)

Osingonjakosuhte lasketaan jakamalla osakekohtainen osinko yhtiön tuloksella per osake. Osingonjakosuhte kertoo tuloksesta ulos maksettavasta osuudesta ja millainen osa säilytetään yrityksessä. Yrityksen tuottaessa 10 miljoonaa vuonna x, se käyttää 7 miljoonaa investointiin ja päättää jakaa jäljellä jäävät tulot omistajilleen sen osingonjakosuhteeksi tulee 30 %. Seuraavana vuonna yritys tekee yhtä suuren tuloksen, mutta

nyt sillä ei ole yhtä paljon investointikohteita tarjolla, joten se käyttää vain 1 miljoonan investointeihin ja loput maksetaan osinkoina. Tässä tapauksessa osingonjakosuhte nousee 90 %, joten investointien puute näkyi huomattavana osingonjakosuhteen nousuna.

Edellä esitettyä keinoa toteuttava yhtiö harjoittaa aktiivista osinkopolitiikkaa, koska jaettavan osuuden määrän vaikuttaa tulos ja investointien rahoitus. Tuloksessa tapahtumien muutosten vuoksi yhtiöllä ei ole aina käytettävissä samanlaista rahamäärää investointeihin, eikä investoinnitkaan vaadi vuosittain samaa rahamäärää. Tällöin voittonjakoon jäävään rahaosuuteen heijastuu tulos ja investoinnit, jolloin osingon määrä voi vaihdella vuosittain.

### 2.3.5 Nollaosinko

Yhtiö voi päättää olla maksamatta osinkoa ollenkaan. Tällaista politiikka harjoittava yhtiö pystyy uudelleensijoittamaan kaikki voittonsa. Nolla osinko voi enemmistön osalta olla täysin mahdoton hyväksyä, koska osakkeenomistajat odottavat tuottoja itselleen. Nollaosingon käyttöönotto voi olla hyväksyttävää uudella yhtiöllä, jolla on suuri määrä investointimahdollisuuksia tarjolla toimintansa alussa. (Watson & Head 2013, 327.)

Nollaosinko ei aina kerro heikosti hoidetusta yhtiöstä, joka ei pysty tuottamaan. Pidättyminen osingonjaosta voi myös olla yhtiöltä tietoinen ratkaisu, jos se aikoo keskittyä kasvuun. Esimerkiksi Berkshire Hathway ei ole maksanut osinkoa sitten vuoden 1967. Yhtiön johtaja Warren Buffettin mielestä on lupaavampaa kohdentaa tulos muilla tavoin. Yhtiö haluaa investoida voittovarojaan yhtiön tehokkuuden parantamiseen, uusiin tuotteisiin ja palveluihin, parantaa vanhoja tuotteita ja palveluita sekä edelleen erottaa itseään kilpailijoista. Buffett ja muut yritysjohtajat ajattelevat, että panostaminen takaisin omaan yhtiöön luo enemmän pitkäaikaista arvoa kuin maksamalla suoraan osakkeenomistajille. (Hutchinson 2016.)

### 2.3.6 Tasainen ja vakaa osinko

Monella yhtiöllä on käytössä tasaisen osingon politiikka, jossa osakekohtainen osinko pysyy samana tuloksen vaihtelusta riippumatta. Tällöin osingonjakosuhte voi vaihdella voimakkaastikin tuloksen vaihtelun myötä. Tasaista osinkoa maksava yritys voi kasvat-

taa maksettavaa osinkoa tasaista tahtia vuosittain. Tasaisen mallin tulee perustua yhtiön pitkän tähtäimen kehitykseen. (Watson & Head 2013, 327.)

Vakaalla osingolla tarkoitetaan johdonmukaisuutta tai vaihtelevuuden puutetta yhtiön osinkovirroissa. Tämä tarkoittaa sitä, että tietty määrä osinkoa maksetaan ulos säännöllisesti. Vakaa osinkopolitiikka on yleisesti hyväksytty politiikka, ja useat yritykset käyttävät sitä. Kun otetaan huomioon seuraavia seikkoja, vakaa osinkopolitiikka voidaan todeta toimivaksi: sijoittajat näkevät jatkuvat osingot hyvänä lähteenä tarpeilleen, osinkojen vakaus vähentää osakkeen riskialttiutta ja näin ollen osakkeen arvo sijoittajalle kasvaa, monien rahoituslaitosten, rahastojen ym. säännöt saattavat rajoittaa sijoituksia yhtiöihin joilla on hyvä ja vakaa osinkohistoria, tällöin rahoituslaitosten merkittävä voima markkinoilla voi parantaa osakkeen arvoa. (Jain & Singh & Yadav 2013, 163–165.)

### 2.3.7 Vakiona pysyvä osingonjakosuhte

Osinko määräytyy tuloksen kehittymisen perusteella, eli voiton vaihtelu aiheuttaa myös osingon vaihtelua. Osingonjakosuhteen pitäminen vakiona toimii tasaisen tuloskehityksen toimialoilla (Niskanen & Niskanen 2007, 153). Kun osingonjakosuhte pysyy samana, niin sijoittaja tietää mitä odottaa. Näin sijoittaja tietää, että hän saa tietyn osan tuloksesta, riippumatta siitä kuinka suuri tulos kulloinkin on.

Jotkut yhtiöt esittävät osinkopolitiikakseen jakavansa esimerkiksi 50 % tuloksesta osinkoina omistajilleen vuosittain. Toteutuessaan osingon ja tuloksen suhde pysyy vakiona vuosittain. Tulevaisuuden näkymät ja mahdolliset tuloksen vaihtelut tulisivat tällöin olla ennustettavissa, koska muuten vaihtelu osingoissa voi heitellä runsaasti. Mahdolliset investoinnit tai niiden puuttuminen voi muuttaa rahan tarvetta, jolloin suurempi tai pienempi osa tuloksesta tarvitaan investointien rahoittamiseksi. Tällöin osingonjakosuhdetta joudutaan miettimään uudelleen. Sen vuoksi osingon ja tuloksen suhdetta vakiona suosiva osinkopolitiikka ei ole pitkällä aikavälillä kovin yleinen.

### 2.3.8 Lintnerin malli

Vuonna 1956 John Lintner tutki osingonjakoa Yhdysvaltojen markkinoilla. Lintner huomasi, että iso osa yhtiöistä jakaa tulonsa sijoittajille ja niillä on käytössä osingonjakoon politiikka, joka perustuu pitkän aikavälin keskimääräiseen osingonjakoon. Malli esittää,

että yrityksen tiettyinä vuonna jakama osinko määräytyy vakaan osingonjakosuhteen mukaisten tavoiteosinkojen ja edellisvuosien osinkojen keskiarvon perusteella. Tämän vuoksi osingot eivät heittele vaan pysyvät suhteellisen tasaisena. (Niskanen & Niskanen 2007, 153.)

Lintner esittää myös, että osinkopolitiikoissa esiintyy myös toimialakohtainen efekti. Toimialaan saattaa heijastua tekijöitä kuten, investointimahdollisuudet, vakaat tulokset ja tulorahoitus saatavuus. Nämä tekijät vaikuttavat yleisesti osinkopolitiikkoihin, ja samalla toimialalla tekijät saattavat pysyä samoilla tasoilla eri yrityksiä tarkasteltaessa. Lintner tarkoittaa toimialakohtaisella efektilä etenkin sen aiheuttamaa seuraamiseksi. Tämä tarkoittaa, että yritykset seuraavat todennäköisesti muita samalla toimialalla toimivia yrityksiä, jolloin myös muiden saman toimialan yritysten osinkopolitiikat heijastuvat yrityksen osinkopolitiikkaan. (Dempsey & Laber & Rozeff 1993, 4–5.)

#### 2.4 Osinkoaristokraatit

Osinkoaristokraateiksi kutsutaan yhtiöitä, jotka ovat kasvattaneet osinkoan yli 25 vuoden ajan Yhdysvalloissa tai 10 vuoden ajan Euroopassa. Aristokraatit ovat yleensä kasvattaneet osinkojaan tasaisen mallin mukaan, ja niitä pidetään yleisesti hyvin vakaina yhtiöinä. Sijoittajan kannalta kasvava osinko merkitsee yhtiön jatkuvaa kehitystä. Tällöin johdon täytyy keskittyä omistaja-arvon maksimoinnin jatkuvaan kasvattamiseen. (Oksaharju 2013.)

Osinkoaristokraatteja ovat Yhdysvaltojen markkinoilla mm. öljy-yhtiö Exxon Mobil Corporation (XOM), joka on kasvattanut osinkoja jo 33 vuotta yhtäjaksoisesti finanssikriiseistä ja öljyonnettomuuksista huolimatta. The Coca-Cola Company (KO) on kasvattanut osinkojaan jo huimat 54 vuotta. Osinkoaristokraattien osinkopolitiikoita voidaan pitää passiivisina, koska tulosten vaihteluista huolimatta ne nostavat osingon määrää vuodesta toiseen.



### 3 Osingon merkitys

#### 3.1 Arvonmääritys

Päätös säilytettävän rahan ja osinkona maksettavan rahan suhteesta on tullut yhä tärkeämpi päätös itsessään. Päätös kertoo paljon sijoittajille, muun muassa yhtiön johdon näkemyksiä tulevaisuuden kehityksestä. Osinko ja sen odotettu kehitys ovat osalle sijoittajista yksi keskeisimmistä kriteereistä sijoituksilleen. Sen vuoksi liiketaloustieteessä on tutkittu ja kehitetty arvonmääritys malleja, jotka muodostuvat vahvasti tai pelkästään osingon perusteella. (Leppiniemi 2008, 38.)

Seuraavaksi esitellään kaksi mallia, joissa käytetään osinkoa arvonmääritykseen. Ensimmäisenä esiteltävä on osinkoperusteinen malli, tämä malli on tullut tunnetuksi jomelkein 80 vuotta sitten. John Burr Williams esitteli teoreettisia ja matemaattisia ideoitaan aiheesta vuonna 1938 ilmestyneessä kirjassaan. Toisena arvonmääritysmallina esitellään Gordonin malli, joka perustuu vahvasti Williamsin esittelemään malliin.

##### 3.1.1 Osinkoperusteinen malli

Osakkeen hinnan taustalla on tulevaisuuden kassavirrat, jotka muodostuvat osakkeenomistajille tulevista osingoista. Näin osinkovirtojen nettonykyarvolla voidaan määrittää hinta osakkeelle. (Niskanen & Niskanen 2007, 127.) Williamsin (1938) yksikertaisella kaavalla osakkeen arvo saadaan seuraavasti:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

$V_0$ =Osakkeen arvo arvonmäärityshetkellä

$D_t$ =Odotettu osinko vuonna  $t$

$r$ =sijoittajan tuottovaatimus

Mallissa kaikki sijoittajan tulot tulevat pelkästään maksetuista osingoista, joten sijoittajalle myyntitulona tulevaa kassavirtaa ei tule huomioitua. Lisäksi malli ei ota huomioon

yrittäjiä, jotka eivät maksa osinkoa ollenkaan. Yrityksen käyttäessä kaikki tulot kasvuun, malli antaa osakkeen arvoksi nollan. (Niskanen & Niskanen 2007, 128.)

Muuttamalla kaavan seuraavaan muotoon saadaan ratkaistuksi ongelma, jos yritys ei käytä kaikkia voittojaan osingon maksuun.

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+r)} = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{P_1}{(1+r)} \quad (2)$$

Tässä mallissa  $P_0$  on osakkeen arvo hetkellä 0,  $P_1$  on osakkeen arvo vuoden lopulla, ja  $D_1$  on vuoden 1 osinko. Kaavan osakkeen arvo syntyy vuoden 1 lopussa, ja muodostuu tästä eteenpäin diskontatuista osingoista. (Niskanen & Niskanen 2007, 128.)

Olellista kaavan toimimiseksi on se, että yritys maksaa osinkoja tulevaisuudessa. Yrityksen lopullisen päämäärän tulee olla osingonmaksu osakkailleen, ja voiton tulee olla vain keino saavuttaa se. On mahdollista, että voitto jätetään yritykseen kannattavien investointien varalta. Kannattavien investointien lopullinen tarkoitus on tulot osingonmaksua varten tulevaisuudessa. Muuten yrityksen voitot ovat pois osakkeenomistajilta. (Williams 1938, 57.)

### 3.1.2 Gordonin malli

Tasaista osingon kasvua harjoittavan yhtiön arvon voi määrittää seuraavalla kaavalla:

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g} \quad (3)$$

Kaava perustuu aiemmin esitettyyn Williamsin malliin, ja kaava tunnetaan Gordonin mallina. Mallissa tulevan osinkovirran nykyarvo määritetään viimeksi saatujen osinkojen, tuottovaatimuksen sekä kasvutekijän perusteella. Kaava perustuu sijoittajien kiinnostukseen osinkojen kasvusta. (Niskanen & Niskanen 2007, 131.)

Gordonin mallia voidaan pitää paranneltuna versiona osinkoperusteisesta mallista. Tässä malli ottaa huomioon osingon, sijoittajan tuottovaatimuksen ja osingon oletetun

kasvuvauhdin. Mallissa kuitenkin oletetaan osingon kasvun olevan tasainen, joten osingon kasvun ei tulisi heilahdella, vaikka markkinoilla esiintyisikin suhdannevaihtelua ja tuloksen vaihtelua. Kaavan ongelma onkin se, että osingon ei voida olettaa nousuvan tasaisesti pitkällä aikavälillä. On kuitenkin todennäköisempää, että osingot kasvavat kuin että ne pysyvät samana vuosittain, joten Gordonin malli on kehittyneempi versio osinkoperusteisesta mallista, vaikkakin sen olettamukset eivät todellisuudessa ole täysin realistisia.

### 3.2 Osinkojen irrelevanttius

Taloustieteen piirteisiin kuuluu näkökulmat, johon osinkopolitiikkakin mukautuu. Yksi ryhmä uskoo sijoittajien suosivan korkeita osinkoja. Toinen ryhmä näkee päinvastoin, he kokevat korkeiden osinkojen heikentävän arvoa, koska osinkoja verotetaan myyntivoittoja tiukemmin. Näiden näkökulmien väliin jää ryhmä, joka julistaa osinkopolitiikan merkitsemättömäksi. (Brealey & Myers & Allen 2011, 426.)

Tutkijat ovat kiistelleet osinkojen merkityksestä jo pitkään, ratkaisua kiistaan ei ole vielä löydetty. Osa uskoo osinkojen olevan hyvästä, osa osoittaa osinkojen aiheuttavan enemmän veroja, jonka vuoksi tulisi suosia takaisinostoja ja osa kokee, että niin kauan kuin osinko ei vaikuta investointeihin, niin osinkopolitiikalla ei ole mitään merkitystä. Näin ollen ei ole yksiselitteistä kasvattaako osingot yhtiöiden arvoa vai ei. Brealey, Myers ja Allen ovatkin listanneet osinkopolitiikan yhdeksi taloustieteen kymmenestä ratkaisemattomasta ongelmasta. (Brealey & Myers & Allen 2011, 906–907.)

#### 3.2.1 Millerin ja Modiglianin irrelevanttiusteoreema

Vuonna 1961 Merton Miller ja Franco Modigliani julkaisivat artikkelin teoriasta, jossa todettiin, että osinkopolitiikka ei vaikuta yrityksen arvoon. Osinkoa maksavat yhtiöt tarjoavat osakkeenomistajilleen pienemmän mahdollisuuden hinnan nousulle, koska maksettava osinko laskee yhtiön kurssia. Tällöin ollaan tilanteessa, jossa osingonjaon myötä osakkeenomistajan kasvu kumoutuu, koska investoinnit pitää voittojen sijaan rahoittaa uudella osakepääomalla. Teorian mukaan vain tulontekokyvyllä ja liikeriskillä on merkitystä yhtiön arvon kannalta. (Niskanen & Niskanen 2007, 147; Miller & Modigliani 1961, 411–433.)

Teoreeman oletuksilla yhtiöllä on arvoa, vaikka se ei maksaisi ollenkaan osinkoja. Itseasiassa arvo on sama, vaikka osinkoja olisikin maksettu. Osinkojen maksu voi jopa tuhota arvon, kun verohaitat otetaan huomioon. (Black 1976, 5.)

Vaikka Millerin ja Modiglianin mukaan osinkopolitiikalla ei olisi merkitystä, osingonmaksu ei kuitenkaan voisi olla satunnaista tai arvaamatonta. Osinkopolitiikan tulisi mukautua yrityksen elinkaareen. Alkuvaiheessa käytettävissä oleva kassavirta käytetään saatavilla oleviin investointeihin. Kun yritys kasvaa niin positiivisen netto nykyarvon omaavia investointi mahdollisuuksia tulee vähemmän. Tällöin ”ylimääräinen” raha on jaettava osakkeenomistajille. Koska investoinnit pitää rahoittaa, joko tuloksella, lainanrahalta tai uudella osakepääomalla, niin osingon maksamisella ei tule olemaan merkitystä. Tällöin investointiin tarvittava rahoitus kumoaa korkeamman osingonjaon vaikutuksen osakkeen arvosta. (Brealey & Myers & Allen 2011, 426–431.)

Tämä teoreeman on vastakkain mallien kanssa, jotka perustavat osakkeen arvonmäärityksen osinkoon. Aiemmin esitellyt Williamsin ja Gordonin arvonmääritysmallit ovat näin ollen teoreeman mukaan irrelevantteja.

### 3.2.2 Teoreeman toimiminen

Modiglianin ja Millerin teoreema osinkopolitiikan merkityksettömyydestä voidaan havaita seuraavalla esimerkillä. Yhtiö tietää, ettei sillä ole tulossa positiivisen nettoarvon investointeja ja se tietää tekevänsä kassavirtaa 100 000 € edestä ja samoin tiedetään tapahtuvan ensi vuonna. Yhtiön on jaettu 1000 osakkeeseen. Yrityksen jakaessa koko kassavirta osinkoina, saadaan osinkoperusteisella osakkeen arvon määrittämisellä seuraava diskonttokoron ollessa 10 %  $((100\,000 + 100\,000/1,1) / 100) = n.190,91$  €

Yhtiö päättääkin jakaa osinkoa 110 000 € edestä, joten nyt se joutuu keräämään 10 000 €. Kerätäkseen 10 000 € järjestetään osakeanti, uudet osakkaat vaativat ensi vuonna 11 000 € (=10 000 €\*1,1) enemmän osinkoa, koska he eivät saa osinkoaan tänä vuonna. Vanhat osakkaat joutuvat maksamaan tämän takaisin uusille osakkaille, näin vanhoille osakkeenomistajille muodostuu sama 190,91 € osakkeen arvoksi  $((110\,000 + 89\,000/1,1) / 100)$ . Näin ollaan tilanteessa, jossa ulos jaettavalla osingon ajoittumisella ei ole vaikutusta yhtiön arvoon.

### 3.2.3 Teoreema käytännössä

Käytännössä teoreemaa voidaan kyseenalaistaa, koska sen toimiminen vaatisi, että markkinat olisivat täydelliset. Mallin toimiminen vaatii kaikkien sijoittajien ajattelevan rationaalisesti. Malli ei myöskään ota huomioon transaktiokustannuksia, jotka tulevat kaupankäynnistä eikä myöskään verotusta. Näin ollen osingonjaon merkitsemättömyyttä ei voida todeta reaali maailmassa. (Watson & Head 2013, 320–326.)

Teoreettisesti täydelliset markkinat vaatisivat seuraavien olettamuksien täyttymisen (Malkamäki & Martikainen 1990, 28–31):

- Markkinoilla on täydellinen kilpailutilanne eli kaikki toimijat tekevät kauppaa markkinahinnoilla.
- Markkinat ovat kitkattomat, eli kaupankäynti ei aiheuta vero- ja transaktiokustannuksia. Kaikki varat ovat jaollisia ja myytävissä.
- Informaatio on täydellistä, eli kaikki tietävät kaiken, tieto on kaikkien saatavilla ilmaiseksi ja uusi informaatio tulee samanaikaisesti kaikkien tietoisuuteen.
- Kaikki maksimoivat omaa hyötyään eli toimivat rationaalisesti.

Täydellisten markkinoiden olettamuksien täytyminen on tosielämässä vaikeaa. On esimerkiksi hyvin epätodennäköistä, että kaikki toimisivat rationaalisesti. Sijoittajat toimivat usein omien intressiensä mukaisesti, jolloin oman hyödyn maksimointi ei toteudu täydellisesti. Markkinoiden epätäydellisyyden olemassa olon vuoksi Modiglianin ja Millerin väitös osinkopolitiikan irrelevanttisuudesta ei toimi tosielämässä.

### 3.3 Clientele-efekti

Osinko verotuksen vaihdellessa, yrityksille syntyy eri asiakaskuntia. Yrityksen tulee tunnistaa omien omistajien verorakenne ja yrittää luoda osingonjakopolitiikkaa sen perusteella. Jos markkinoilta löytyy jo riittävästi korkeaa osinkoa maksavia yrityksiä, niin osakkeen arvo ei kasva, kun osinkoa kasvatetaan. Tämän vuoksi yritys ei välttämättä halua muuttaa osinkopolitiikkaansa. Tämän kaltaista efektiä kutsutaan clientele-efektiksi, ja se voi esiintyä myös muista kuin verotuksellisista syistä. Esim. tietynlaiset osingonsaajat kuten pankit ja säätiöt haluavat sijoituksiltaan tasaista tuottoa. Osingot ovat helpompi tapa kerryttää tasaista kassavirtaa kuin osakkeiden myyminen. Sijoitusten myynti ei välttämättä ole vartenotettava vaihtoehto osingoille tasaisen kassavirran

kerryttämiseksi, varsinkaan vähäisen kaupankäynnin pääomamarkkinoilla. (Niskanen & Niskanen 2007, 152.)

Yhtiöt joissa on suuria osakkeenomistajia, joilla on vahva äänioikeus seuraavat yleensä osinkopolitiikallaan näiden suurten osakkeenomistajiensa verotusasemaa. Näin ollen verotuksen voidaan olettaa aiheuttavan clientele-efektiä. (Correia Da Silva & Goergen & Renneboog 2004, 57.)

Erityyppiset asiakaskunnat muodostuvat tyypillisesti seuraavasti: yksilöt joilla on korkea verotus suosivat vähäisen osingonmaksun politiikkaa, yksilöt joiden verotus on alhainen suosivat pientä tai keskikokoista osinkoa, verovapaat laitokset suosivat keskikokoista osinkoa ja yritykset korkeaa osinkoa. Korkean verotuksen alla olevat haluavat tietenkin arvon muulla tavalla kuin osinkona, koska siitä seuraisi suurempi veroseuraamus. Todennäköisesti he suosivat kuitenkin pientä osinkoa, jotta he saisivat pientä tuloa tulevaisuuden epävarmuuden vuoksi. Yritykset taas suosivat korkeaa osinkoa, koska myyntivoittaja verotetaan korkeammin. Jos ajatellaan että markkinoilla 40 % sijoittajista suosisi korkeaa osinkoa ja 60 % taas pientä osinkoa. Kuitenkin vain 20 % yhtiöistä maksaa korkeaa osinkoa samalla kun 80 % pientä osinkoa. Tällöin korkean osingon yrityksistä on pulaa, jolloin niiden osakkeista ruvetaan tarjoamaan enemmän samalla kun pienen osingon yhtiöistä ruvetaan tarjoamaan vähemmän. Niin kauan kuin on tarjolla tarpeeksi korkean osingon yrityksiä, yritys ei voi lisätä osakkeen arvoa maksamalla korkeampaa osinkoa. Osakkeen arvoa voidaan kasvattaa vain, jos tyytymättömiä asiakaskuntia on olemassa. (Ross & Westerfield & Jaffe 2003, 515–516.)

### 3.4 Signaali

Osingon kasvattamisella on huomattu olevan myös kasvanut osakkeen arvo samoin kuin laskevalla osingolla laskeva osakkeen arvo. Tästä on voitu tulkita, että osingon määrä ei ole ratkaiseva tekijä, vaan osingon takana oleva tietosisältö. Sijoittajat tulkitsevat kasvavan osingon signaalina paremmasta tuloksesta tulevaisuudessa. Yhtiön johto voi antaa markkinoille ja omistajille signaalin, että tulos kasvaa samassa suhteessa kasvavan osingon kanssa. (Gitman & Zutter 2012, 573.)

### 3.4.1 Osinkojen vakaus

Yritykset voivat muuttaa osinkojensa määrää milloin vain, mutta käytännössä määrää vaihdetaan suhteellisen harvoin. Esimerkiksi General Motors on muuttanut osinkoaan vain kahdeksan kertaa vuosien 1985–2008 aikana. Tänä aikana General Motorsin tulokset ovat vaihdelleet suuresti. Tämän kaltainen kuvio on tyypillistä monelle yritykselle osinkojen suhteen, tämän vuoksi osingot ovat huomattavasti vakaampia yritysten tuotoihin nähden. (Berk & DeMarzo 2011, 575–576.)

Osinkojen korotuksia tapahtuukin paljon useammin kuin osinkojen alennuksia. Yhdysvaltojen markkinoilla vuosien 1971–2001 välillä vain 5,4 % osinkojen muutoksista oli niiden alentamisia, joten tiedon perusteella huomataan osinkojen alentumisien olevan vähäistä. Yritykset miettivät osinkopolitiikan pitkän aikavälin tulonäkemyksien perusteella, näin yritys voi ylläpitää vakaata osinkoa. Näkemyksien parantuessa osinkoja voidaan miettiä uudelleen ja mahdollisesti kasvattaa niiden määrää. Osingon pienentämiseen ei mielellään lähdetä, pienentäminen tarkoittaa yleensä sijoittajille yrityksen tuloksien heikentymistä. (Berk & DeMarzo 2011, 575–576.)

### 3.4.2 Signaalit markkinoille

Aiemmin osingon kasvattamisen todettiin aiheuttavan positiivisia ajatuksia sijoittajien keskuudessa. Yleensä kun osingon kasvattamisesta kerrotaan, niin analyytikot kasvattavat ennusteitaan tuloksista, näin tieto yleensä kasvattaa yrityksen osakkeen arvoa. Benartzi, Michaely ja Thaler tutkivat osingon kasvattamisen vaikutusta osakkeen arvoon aikavälillä 1967 – 1993, osingon kasvattaminen 10 % tai isomalla määrällä huomattiin aiheuttavan 1,34 % nousua osakkeessa heti kasvu ilmoituksen jälkeen. Myös Healyn ja Palepun vuonna 1988 julkaistussa tutkimuksessa osingon kasvun huomattiin aiheuttavan keskimäärin 4 % nousua osakkeen arvossa. (Benartzi & Michaely & Thaler 1997, 1007–1034, teoksessa Berk & DeMarzo 2011, 576; Healy & Palepu 1988, 149–175, teoksessa Brealey & Myers & Allen 2011, 424.)

Samanlainen ilmiö on myös havaittavissa päinvastaisesti, eli silloin kuin ilmoitetaan osingon alentumisista. Benartzi, Michaely ja Thaler huomasivat samaisella aikavälillä 1967 – 1993 ilmoitetuista 10 % tai isommista osingon laskuista aiheutuvat 3,71 % laskun osakkeen arvosta. Healyn ja Palepun tutkimus kertoi osingon maksun kokonaan lopettamisen aiheuttavan keskimäärin 9,5 % tiputuksen osakkeen arvossa. Näiden

tutkimusten lukujen perusteella osingon pienentämisen tai lopettamisen huomataan aiheuttavan suurempaa muutosta osakkeen arvossa kuin osingon kasvattamisen. Tämä voi selittyä osittain sillä, että osingon kasvu voidaan nähdä myös negatiivisena asiana esimerkiksi investointi kohteiden puuttumisena. (Benartzi & Michaely & Thaler 1997, 1007–1034, teoksessa Berk & DeMarzo 2011, 576; Healy & Palepu 1988, 149–175, teoksessa Brealey & Myers & Allen 2011, 424.)

Osingon laskeminen tai poistaminen ei kuitenkaan kaikissa tapauksissa vaikuta negatiivisesti osakkeen arvoon. Iso-Britannialainen vakuutus yhtiö Royal & SunAlliance ilmoitti vuonna 2001 osinkojen leikkauksesta. Vakuutusmaksujen nousu ympäri maailmaa nähtiin yrityksessä kasvu mahdollisuutena, joten tulojen käyttäminen yrityksen kasvuun koettiin olevan parempi keino yritykselle kuin tulojen jakaminen omistajille. Markkinat yhtyivät ajatukseen osinkojen alentamisesta, ja osakkeen kurssissa nähtiin 5 % nousu. Osinkojen alentamisen koetaan monesti olevan merkki heikosta tilanteesta, esimerkki kuitenkin osoittaa hyvin perustellun osinkojen leikkauksen olevan positiivinen asia yrityksen tulevaisuuden kannalta. (Berk & DeMarzo 2011, 577.)

### 3.4.3 Takaisinostojen aiheuttamat signaalit

Kuten osingot myös takaisinostot voivat sisältää informaatiota markkinoille. Takaisinostojen informaatio kuitenkin eroaa osinkojen informaatiosta, joten takaisinostojen aiheuttama signaali markkinoille on erilainen ja se voi aiheuttaa toisenlaisia reaktioita. Takaisinostot eivät edusta yhtiön pitkäaikaista näkemystä tuloskehityksestä. Tämän vuoksi takaisinostojen lähettämä informaatio tulevaisuudesta ei ole yhtä vahva kuin osinkojen. (Berk & DeMarzo 2011, 577–578; Brealey & Myers & Allen 2011, 424.)

Koska useimmat toimitusjohtajat toimivat pitkäaikaisten osakkeenomistajien etujen mukaan, niin takaisinostoja pidetään signaalina osakkeen alihinnoittelusta. Voidaan olettaa, että yhtiön johdolla on paremmat tiedot yhtiön näkymistä kuin markkinoilla, joten sijoittajien tulisi reagoida suotuisasti takaisinosto aikeisiin. Takaisinostot avoimilta markkinoilta ovat keskimäärin johtaneet kolmen prosentin nousuun osakkeen arvossa. (Berk & DeMarzo 2011, 577–578; Brealey & Myers & Allen 2011, 424.)



## 4 Osinkopolitiikat Helsingin pörssissä

### 4.1 Poimintoja vuosikertomuksista

Pörssiyhtiöiden osinkopolitiikoista kerrotaan vuosikertomuksissa. Seuraavaksi esitetään poimintoja joidenkin yhtiöiden osingonjaosta niiden 2015 vuosikertomuksista.

”UPM:n tavoitteena on houkutteleva osinko: 30–40% vuotuisesta liiketoiminnan operatiivisesta rahavirrasta per osake.” (UPM 2016, 13.)

”Sammon tavoitteena on jakaa vähintään 50 prosenttia konsernin nettotuloksesta osinkoina. Omien osakkeiden ostoilla voidaan täydentää voitonjakoa.” (Sampo 2016, 9.)

”Osinkopolitiikkamme mukaisesti pyrimme jakamaan osinkoa vähintään kolmanneksen vertailukelpoisesta tilikauden voitosta.” (Neste 2016, 17.)

”Tavoitteemme on jakaa vähintään 50% osakekohtaisesta tuloksesta osinkona yli suhdannesyklin.” (Wärtsilä 2016, 11.)

”Metsä Boardin tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 1/3 osakekohtaisesta tuloksesta.” (Metsä Board 2016, 85.)

”Osingonjako 40–60 % tilikauden tuloksesta.” (YIT 2016, 20.)

Näiden vakiintuneiden pörssiyhtiöiden tavoitteista huomataan, että tavoitteena on jakaa puolet tai 1/3 tuloksesta osinkoina. Pienet yhtiöt eivät pysty julistamaan yhtä täsmällistä osinkopolitiikka koska, niiden osingonmaksukyky vaihtelee vuosittain. Kovassa kasvuvaiheessa oleville yhtiöille voi olla omistajan näkökulmasta edullisempaa jättää tulos yhtiöön sen kasvun rahoittamiseksi. (Saari 2012, 111.)

### 4.2 Poikkeavat osinkopolitiikat

Seuraavaksi esitellään tarkemmin muutaman Helsingin pörssissä toimivan yrityksen osinkopolitiikkaa. Näiden yhtiöiden osinkopolitiikoista löytyy poikkeavuuksia yleisiin osinkopolitiikkoihin nähden.

#### 4.2.1 Basware Oyj

Keskisuuriin yhtiöihin lukeutuva ohjelmistoyritys Basware Oyj (BAS) ei jakanut keväällä 2016 osinkoa ollenkaan positiivisesta tuloksesta huolimatta. Suomalaisessa sijoituskulttuurissa päätös olla maksamatta osinkoa on melko harvinaista osingonmaksukyisten yhtiöiden kohdalla.

Basware muutti vuoden alkupuolella osinkopolitiikkaansa, ja yhtiön uuden osinkopolitiikan mukaan sillä ei ole tarkoitus jakaa osinkoa myöskään tulevilta vuosilta 2016–2018. Basware on kasvuyhtiö, joka aikoo käyttää kaikki voimavarat kasvupanostuksiin. Yhtiön johto kokee osakkeen arvonnousun olevan parempi tuotto kuin maksettu osinko. (Hurmerinta 2016.)

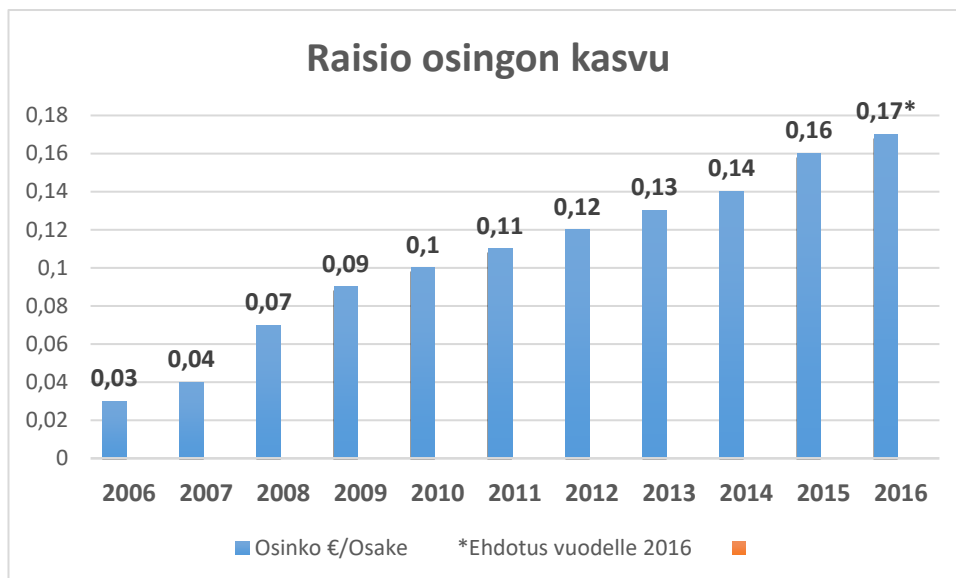
#### 4.2.2 Citycon Oyj

Kiinteistö yhtiö Citycon Oyj (CTY) linjaa osinkopolitiikakseen jakaa yli 50 prosenttia tilikauden voitostaan pois lukien kiinteistöjen käyvän arvon muutokset. Poikkeavaa Cityconin osinkopolitiikassa on kuitenkin se, että yhtiökokouksen päättämä osinko tai pääomanpalautukset tai molemmat suoritetaan yhtä suurina erinä neljännesvuosittain (Citycon 2016, 30). Kuten aiemmin todettiin, Pohjoismaissa tyypillisempää on jakaa osinkoa vain kerran vuodessa. Helsingin pörssissä vain Orava Asuntorahasto Oyj maksaa osinkoja neljännesvuosittain Cityconin lisäksi.

Cityconin toiminnalle on olennaista, että kassavirtaa tulee jatkuvasti vuokratuloista. Tällöin sijoittajat vaativatkin sen vakaan kassavirran vuoksi hyvää ja säännöllistä osinkoa. Vakaan kassavirran ansiosta se pystyy tarjoamaan sijoittajilleen osingonmaksun neljännesvuosittain pitämällä samalla osingon määrän hyvänä.

#### 4.2.3 Raisio Oyj

Elintarviketeollisuudessa toimiva Raisio (RAI) kuuluu niihin yhtiöihin, jotka ovat kasvattaneet osinkoa tasaisesti vuosittain. Yhtiön osinkopolitiikan mukaan se jakaa puolet osakekohtaisesta tuloksesta osinkona. Koska yhtiön tuloksessa on tapahtunut vaihtelua ja se on jatkanut osingon kasvattamista vuosittain, niin se on joinain vuosina maksanut osinkoina yli puolet osakekohtaisesta tuloksestaan (Kauppalehti.fi 2017).



Kuvio 2. Raision osingot 2006–2016 (Raisio 2017).

Raisiolla on menossa Helsingin pörssin pisimpään jatkunut putki osingon kasvattamisesta. Kuviosta 2 huomataan, että osingot ovat kasvaneet tasaisella tahdilla. Raision voidaan siis todeta harjoittavan vakaan osingon politiikkaa, jossa osinkoa kasvatetaan hiukan vuosittain. Käyttäessä tätä osinkopolitiikkaa osingonjakosuhte saattaa vaihdella tuloksen vaihtelun myötä voimakkaasti vuosittain. Sen vuoksi Raision ilmoittama osinkopolitiikka ei toteudu, jos se kasvattaa osinkoa ja tulos vaihtelee, koska tällöin se voi maksaa huomattavasti suuremman tai pienemmän osuuden osinkona osakekohtaisesta tuloksesta kuin asetettu osinkopolitiikka ilmoittaa.

#### 4.2.4 Elisa Oyj

Helsingin pörssin suuriin yhtiöihin kuuluva Elisa Oyj (ELI) voitonjakopolitiikan mukaan se jakaa 80 – 100 % edellisen tilikauden tuloksesta, lisäksi se voi maksaa lisäosinkoa (Elisa 2016, 6). Elisan voidaankin todeta maksavan lähes koko tuloksensa osinkoina. Viimeisen yhdeksän vuoden aikana yhtiö on maksanut keskimäärin 100 % nettotuloksestaan, joten yhtiön voidaan todeta noudattavan asettamaansa voitonjakopolitiikkaa. Runsas osingonmaksu vuodesta toiseen on aiheuttanut yhtiön velkaantumisen, tätä ei nähdä ongelmaksi koska hyvän kannattavuuden ja kassavirran ansiosta Elisa on vakaavarainen. Helsingin pörssistä ei löydy muita suuria yhtiöitä, jotka maksavat yhtä suuren osuuden osinkoina kuin Elisa. (Sajari 2017, B10.)

Tarkasteltaessa Helsingin pörssin yrityksen vuosikertomuksissa ilmoitettuja osinkopoliitikoita huomattiin, että isojen yhtiöiden keskuudessa on yleistä asettaa tavoitteeksi jakaa noin puolet tuloksesta osinkona. Näin huomataan, että Elisan tavoite jaettavan tuloksen osuudesta on poikkeavan korkealla Suomessa.

## 5 Osinkopolitiikat muissa pörseissä

Maailmalla on osinkopolitiikoita toteutettu monin eri tavoin. Isot yhtiöt kuten Exxon Mobil, Wal-Mart ja Procter & Gamble ovat kasvattaneet osinkojaan vuosittain. Exxon Mobil linjaa osinkopolitiikakseen tulevien osinkojen olevan hallituksen harkinnassa, yhtiössä kuitenkin pyritään maksamaan luotettavasti kasvavaa osinkoa (ExxonMobil).

Yritys on kuitenkin jatkuvan osingon kasvatuksen lomassa tehnyt myös osakkeiden takaisinostoja. Vuonna 2015 se osti takaisin osakkeitaan 4 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvosta ja viime vuosikymmenen aikana se on ostanut osakkeitaan takaisin keskimäärin 20 miljardin arvosta vuosittain. Korkeimmillaan se osti 35 miljardin arvosta osakkeita takaisin vuonna 2008, jolloin öljyn hinta oli korkeimmillaan. (Helman 2016.)

Suuri osa S&P 500 listan yrityksistä maksaa osinkoja, listalta löytyy kuitenkin valtavia yrityksiä, jotka eivät maksa sijoittajilleen osinkoja hyvistä tuloksista huolimatta. Tällaisia yhtiöitä ovat esimerkiksi Alphabet Inc. eli Google ja Amazon. Ne ovat käyttäneet tuloitaan kasvuun. Google pystyisi maksamaan sijoittajilleen osinkoa, mutta päätös osingosta muuttaisi yhtiön profiilin kasvusta kohti arvoa. Ongelmana osingon maksun aloittamisessa on signaali, jonka päätös aiheuttaa. Markkinat näkevät osingon maksun aloittamisen olevan merkki valtavan kasvun hiipumisesta. (Burrows 2016.)

New Yorkin pörssiin kohdistunut Bakerin ja Powelin tutkimus selvitti yritysten johtajien näkemyksiä osinkopolitiikan määräävistä tekijöistä. Tutkimus osoitti nykyisten ja tulevien tuottojen sekä aiemman osingon vaikuttavan osinkopolitiikan kehitykseen. Havainnot ovat linjassa Lintnerin 1956 tekimien havaintojen kanssa, samat havainnot todettiin myös 1983 tehdyssä samankaltaisessa tutkimuksessa. Näin voidaan todeta, että osinkopolitiikan avaintekijät ovat pysyneet samoina New Yorkin pörssissä. (Baker & Powell 2000, 39.)

## 6 Osingonjakosuhteet toimialoittain

### 6.1 Osingonjakosuhteet

Osingonjakosuhteella kuvataan osingon ja yhtiön tuloksen suhdetta toisiinsa. Korkea suhde voi kertoa yrityksen luotosta tulevaisuuteen sekä sen valmiudesta jakaa osinkoja. Huomioitavaa osingonjakosuhteen laskemisessa on se, että suhteen voi laskea eri tuloseriä käyttäen. Yleisesti osingonjakosuhteet lasketaan nettotuloksen tai kokonaistuloksen perusteella. Näin saatu suhde voi vaihdella eri laskutapojen välillä esimerkiksi kertaluontoisista tuotoista johtuen. (Balance Consulting.)

Osingonjakosuhteet valikoitui tunnusluvaksi tähän tutkimukseen, koska kyseisin tunnusluvun perusteella voidaan hahmottaa yhtiöiden osinkopolitiikkaa. Kuten on aiemmin todettu, niin osinkopolitiikka muodostuu päätöksestä tuloksesta säilytettävän osuuden ja omistajille maksettavan osuuden suhteesta. Näin ollen osingonjakosuhteet tunnuslu-  
kuna kertoo juuri sen mikä on ollut tuloksen ja osingon suhde toisiinsa.

### 6.2 Osingonjakosuhteet 2015 Helsingin pörssissä

Osingonjakosuhteet Helsingin pörssissä toimialoittain sekä pörssin luokituksen mukaisesti suuriin large cap- (markkina-arvo yli 1 mrd. €), keskisuuriin mid cap- (yli 150 milj. €), ja pieniin small cap- (alle 150 milj. €) yhtiöihin (Pörssisäätiö 2006).

Taulukko 1. Osingonjakosuhteet Helsingin pörssissä 2015 (Kauppalehti.fi 2016).

Toimiala	Osingonjakosuhte 2015	Toimiala	Osingonjakosuhte 2015
<b>Öljy ja kaasu</b>	<b>45,87 %</b>	<b>Kulutuspalvelut</b>	<b>90,23 %</b>
- Large Cap	45,87 %	- Small Cap	79,44 %
<b>Perusteollisuus</b>	<b>68,08 %</b>	- Mid Cap	30,78 %
- Small Cap	14,63 %	- Large Cap	160,46 %
- Mid Cap	151,73 %	<b>Rahoitus</b>	<b>61,16 %</b>
- Large Cap	37,88 %	- Small Cap	74,19 %
<b>Teollisuustuotteet ja -palvelut</b>	<b>72,60 %</b>	- Mid Cap	60,00 %
- Small Cap	33,25 %	- Large Cap	49,28 %
- Mid Cap	80,48 %	<b>Teknologia</b>	<b>55,88 %</b>
- Large Cap	104,06 %	- Small Cap	32,36 %
<b>Kulutustavarat</b>	<b>91,14 %</b>	- Mid Cap	28,93 %
- Small Cap	128,48 %	- Large Cap	106,35 %
- Mid Cap	69,40 %	<b>Tietoliikennepalvelut</b>	<b>121,50 %</b>
- Large Cap	75,55 %	- Large Cap	121,50 %
<b>Terveydenhuolto</b>	<b>44,30 %</b>	<b>Yleishyödylliset palvelut</b>	<b>23,60 %</b>
- Small Cap	0,00 %	- Large Cap	23,60 %
- Mid Cap	45,00 %		
- Large Cap	87,90 %		

Taulukon 1 osingonjakosuhteet on kerätty Kauppalehden sivujen tulostiedoista yhtiöittäin, tämän jälkeen taulukkoon on laskettu saatujen osingonjakosuhteiden keskiarvo toimialoittain. Kauppalehden sivuilla osinkosuhte on laskettu jakamalla osinko kokonaistuloksella. Kauppalehden lukujen lisäksi osa osingonjakosuhteista on poimittu yhtiöiden vuosikertomuksista.

Taulukosta 1 huomataan, että toimialojen sekä kokoluokkien väleillä on tapahtunut eroja osinkosuhteessa vuonna 2015. Pienellä yhtiöillä on keskimääräisesti ollut osingonjakosuhte alhaisin, kun taas keskisuurilla ja suurilla se on ollut melkein samaa luokkaa. Keskiarvoisesti pienellä yhtiöillä osingonjakosuhte on ollut noin 52 %, keskisuurilla 67 % ja isoilla 68 %.

Tarkasteltaessa teknologia sektoria huomataan, että pienillä ja keskisuurilla yhtiöllä osinkosuhte pysyy alhaisena. Teknologia sektorilla on paljon kasvuyrityksiä, jotka käyttävät voitot kasvuun osingon maksun sijaan mm. aiemmin tutkimuksessa esitelty Basware Oyj. Suuret teknologia yritykset Nokia ja Tieto taas ovat maksaneet osinkoja korkealla osingonjakosuhteella. Samalla toimialalla olevilla eri kokoluokan yhtiöillä huomataan näin olevan hyvinkin suuria eroavaisuuksia osinkopolitiikan suhteen.

### 6.3 Osingonjakosuhteet 2011–2015 Helsingin pörssissä

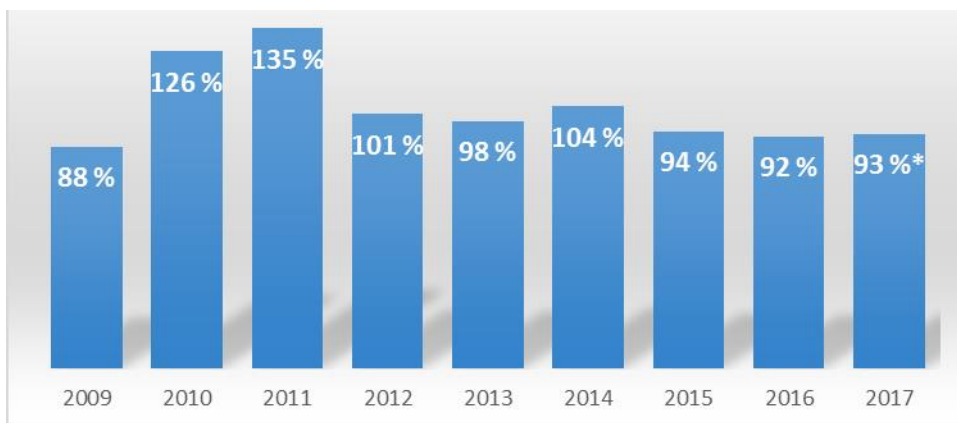
Osingonjakosuhteet saattavat muuttua vuosittainkin huomattavasti, joten osingonjakosuhteen pidemmän ajan keskiarvo on hyvä ottaa huomioon.

Taulukko 2. Osingonjakosuhteet Helsingin pörssissä 2011–2015 (Kauppalehti.fi 2016).

Vuosi	2015	2014	2013	2012	2011
Öljy ja kaasu	45,87 %	291,20 %	31,80 %	61,90 %	56,70 %
Perusteollisuus	37,88 %	100,43 %	92,38 %	143,68 %	49,48 %
Teollisuustuotteet ja -palvelut	71,01 %	69,98 %	60,80 %	69,21 %	72,37 %
Kulutustavarat	68,03 %	65,37 %	147,67 %	56,27 %	55,83 %
Terveydenhuolto	87,90 %	86,60 %	85,20 %	88,60 %	95,50 %
Kulutuspalvelut	160,46 %	108,10 %	108,38 %	81,65 %	90,25 %
Rahoitus	49,28 %	81,09 %	61,19 %	51,62 %	116,77 %
Teknologia	106,35 %	189,50 %	120,92 %	101,35 %	79,23 %
Tietoliikennepalvelut	121,50 %	91,55 %	96,10 %	79,90 %	84,05 %
Yleishyödylliset palvelut	23,60 %	36,60 %	81,20 %	62,70 %	50,20 %

Taulukossa 2 on toimialojen keskiarvoiset osingonjakosuhteet vuosilta 2011–2015, kaikki Helsingin pörssin yhtiöt eivät ole mukana tässä vertailussa. Mukana on 29 yhtiötä, jotka luokitellaan suuriin tai keskisuuriin yhtiöihin (osan markkina-arvo liikkuu rajoilla, joten niiden luokitus saattaa vaihdella). Tiedot ovat kerätty Kauppalehden tulostiedoista. Kuten taulukosta huomataan, niin osinkosuhte vaihtelee aloilla vuosittain huomattavasti. Teollisuustuotteilla ja -palveluilla sekä terveydenhuollon puolella osinkosuhte on pysynyt melko tasaisena tarkasteltavien vuosien osalta.

Osingonjakosuhteet ovat monella alalla nousseet korkealle, joka voi johtua osinkojen kasvaessa tai pysyessä ennallaan yritysten heikentyneistä tuloksista huolimatta. Esimerkiksi Elisan vuoden 2012 nettotulos oli 211 miljoonaa euroa, kun taas vuoden 2013 oli 209,7 miljoonaa euroa. Osinkoa maksettiin kuitenkin molempina vuosina 1,3 euroa per osake, joten osingonjakosuhte nousi vuodelle 2014 hiukan isommaksi kuin vuonna 2013. Kuviosta 3 nähdään Elisan osingonjakosuhteet vuosina 2009 – 2016, \*lisäksi ehdotus vuodelle 2017.



Kuvio 3. Elisan osingonjakosuhteet (Elisa 2016; Sajari 2017, B10).

Kuviosta 3 nähdään että Elisan osingonjakosuhteet ovat olleet hyvin korkealla, vuosina 2010, 2011, 2012 ja 2014 osingonjakosuhte onkin ylittänyt yli 100 %, eli tällöin osinkoja on maksettu enemmän kuin edellisen kauden nettotulos oli. Esimerkiksi vuonna 2011 osingonjakosuhteen korkeaan tasoon vaikutti 40 sentin lisäosinko. Elisa on kuvion 3 perusteella pystynyt pitämään kiinni asettamastaan osinkopolitiikasta, joka oli maksaa 80–100% tuloksesta osinkoina. Elisan osingonjakosuhteet ovat samalla tasolla koko toimialan kanssa, joten toimialakohtainen efekti on havaittavissa.

Taulukko 3. Keskiarvot vuosilta 2011 – 2015 (Kauppalehti.fi 2016).

Toimiala	Keskiarvo		
Öljy ja kaasu	97,49 %		
Perusteollisuus	84,77 %		
Teollisuustuotteet ja -palvelut	68,67 %		
Kulutustavarat	78,63 %		
Terveystuotteet	88,76 %		
Kulutuspalvelut	109,77 %	Vuosi	Keskiarvo
Rahoitus	71,99 %	2015	77,19 %
Teknologia	119,47 %	2014	112,04 %
Tietoliikennepalvelut	94,62 %	2013	88,56 %
Yleishyödylliset palvelut	50,86 %	2012	79,69 %
		2011	75,04 %

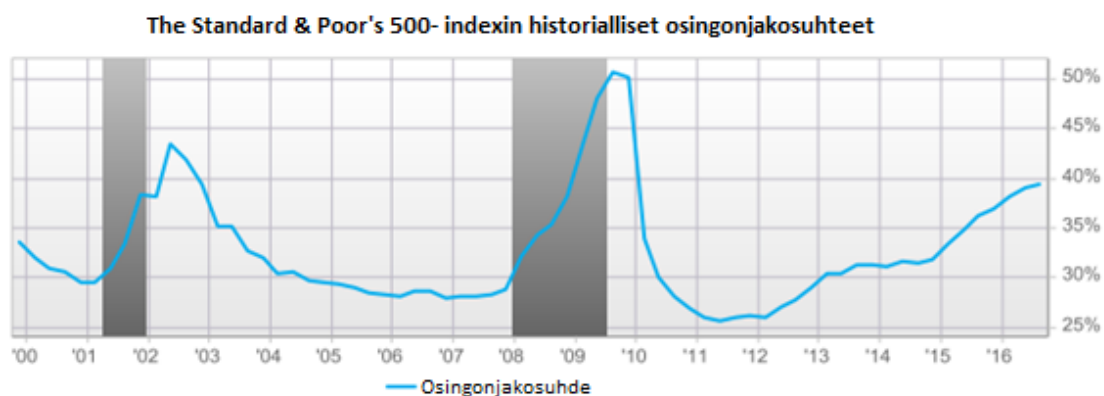
Taulukosta 3 huomataan, että osingonjakosuhteet ovat lähes kaikilla toimialoilla hyvin korkealla, poikkeuksena yleishyödylliset palvelut. Taulukosta voidaan todeta, että Helsingin pörssissä suuret yritykset maksavat toimialasta riippumatta lähes koko tuloksensa osinkoina osakkeenomistajilleen. Toimialojen osingonjakosuhteet ovat linjassa myös vuosittaisten keskiarvojen kanssa.



## 7 Vertailu ja havainnot

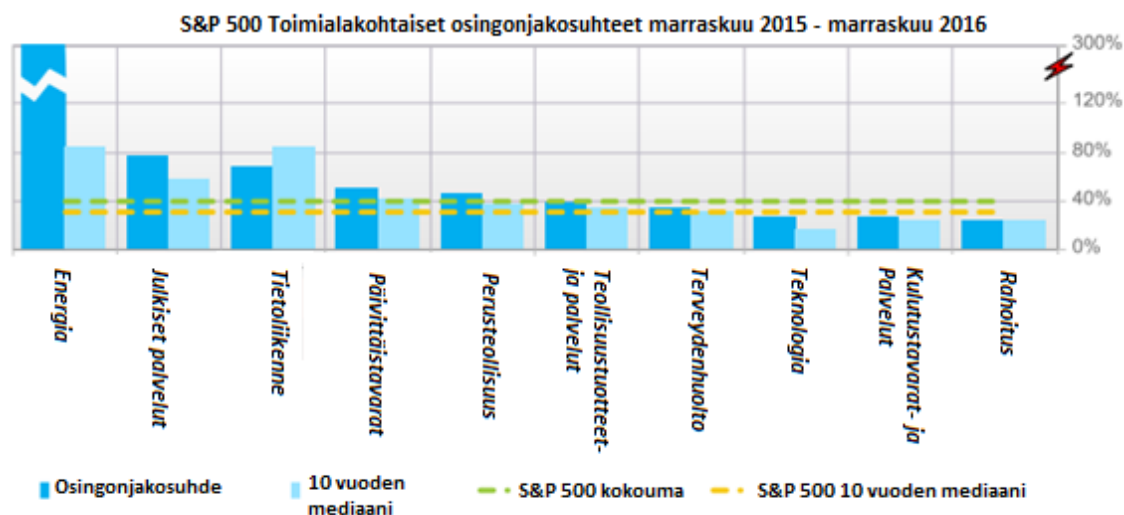
### 7.1 Historialliset osingonjakosuhteet

Yleisellä tasolla osingonjakosuhteet vaihtelevat vuosittain, maailmalla tapahtuvat kriisit yms. vaikuttavat osingonjakosuhteiden nousuun. Seuraavasta taulukosta havaitaan, että teknokuplan ja finanssikriisin aikoihin osingonjakosuhteen taso on noussut voimakkaasti.



Kuvio 4. S&P 500 historialliset osingonjakosuhteet (FactSet 2016).

Kuviossa 4 esitetään historiallista osinkosuhdetta, joka perustuu Standard & Poor's 500 indeksiin. S&P 500 sisältää suurimmat yhtiöt, jotka ovat listattuina johonkin Yhdysvaltojen pörssiin. Kuviosta huomataan että 2001–2013 välissä osingonjakosuhte on ollut 30 % paikkeilla, muutamia huippu vuosia lukuun ottamatta. Vuosien 2007–2009 tapahtunut maailmanlaajuinen finanssikriisi näkyy osingonjakosuhteen äkillisenä nousuna, jonka jälkeen seurasi välitön lasku. Tämän jälkeen on tapahtunut tasaista nousua. Aiemmin esitetyt osingonjakosuhteet Helsingin pörssistä olivat korkeampia kuin S&P 500 -yhtiöiden. Tämä voi johtua isojen yhtiöiden vakiintuneista osingoista tai muista tavoista suorittaa osingonmaksu esim. takaisinostot, jotka ovat Yhdysvaltojen markkinoilla yleisempiä kuin Suomen markkinoilla. Tyypillisesti amerikkalaisten yhtiöiden osinkotuotot ovatkin eurooppalaisia matalampia takaisinostojen vuoksi.



Kuvio 5. S&P 500 historialliset osingonjakosuhteet toimialoittain (FactSet 2016).

Toimialakohtaisista osingonjakosuhteista huomataan, että useat toimialat ovat samoilla tasoilla 40 % paikkeilla, jonka paikkeilla myös kymmenen vuoden mediaani liikkuu. Ainoastaan energia- ja tietoliikennealan osingonjakosuhte on ollut selvästi muita korkeampi sekä kymmenen vuoden mediaanilla, että viimeisen 12 kuukauden aikana. Energiasektorin korkeaan osingonjakosuhteeseen on viime vuosina vaikuttanut öljyn hinnan lasku. Yhtiöt ovat pitäneet osingon ennallaan tai nostaneet sitä, samanaikaisesti öljyn hinnan lasku on pudottanut tulosta. Tämä näkyy osingonjakosuhteen huomattavana nousuna.

Verrattaessa kuvion 5 lukuja ja taulukon 2 lukuja keskenään huomataan, että myös Suomessa tietoliikenneala on maksanut osinkoja korkealla osingonjakosuhteella. Aiemmin työssä esiteltiin Elisan korkeita osingonjakosuhteita, myös tietoliikennealalla toimiva Telia Company on maksanut osinkoja korkealla suhteella. Tietoliikenneala voidaan luokitella defensiiviseksi toimialaksi, jonka vuoksi pidemmällä aikavälillä sen osingonjakosuhte on yksi korkeimmista. Defensiivisellä tarkoitetaan toimialaa tai osaketta, joka tyypillisesti laskee keskimäärin markkinoita vähemmän. (Petroff 2013.)

Muita toimialoja joita voidaan pitää defensiivisinä ovat terveydenhuolto, julkiset palvelut ja päivittäistavarat (Petroff 2013). Päivittäistavarat ja julkiset palvelut kuuluvatkin kuvion 5 korkeimpiin osingonjakosuhteisiin tietoliikenteen lisäksi. Defensiivisillä toimialoilla voidaankin olettaa olevan vakaat ja hyvin ennustettavissa olevat kassavirrat, jonka vuoksi ne voivat toteuttaa korkeampaa osingon maksua kuin suhdanne herkät toi-

mialat. On kuitenkin yllättävää, että korkeimmat osingonjakosuhteet löytyvät energia sektorilta, jota voidaan pitää hyvin suhdanne herkkänä toimialana.

## 7.2 Havainnot toimialoittain

Seuraavaksi käydään lyhyesti läpi havaintoja jokaisesta toimialasta.

**Öljy ja kaasu** – Helsingin pörssissä öljy ja kaasu -toimialaa edustaa vain yksi yhtiö Neste Oyj. Nesteen osingonjakosuhte oli yksi taulukon 2 alhaisimmista, poikkeuksena vuosi 2014. Näin ollen sen osingonjakosuhte on linjassa ajatuksen kanssa, jossa suhdanne herkeemmät yhtiöt maksavat pienempiä osinkoja.

**Perusteollisuus** – Perusteollisuudessa suurten yhtiöiden osingonjakosuhteet ovat vaihdelleet huomattavasti vuosittain. Raaka-aineiden hinnan muutokset, valuuttakurssit ja muut maailmantalouden tilanteiden muutokset heijastuvat tämän toimialan yhtiöihin, jonka vuoksi niiden osingonjakosuhteetkin heiluvat. Vaihtelevat osingonjakosuhteet ovat havaittavissa tällä toimialalla.

**Teollisuustuotteet ja -palvelut** – Teollisuustuotteet ja -palvelut -toimialan suuret yhtiöt ovat vakiinnuttaneet asemansa, ja tämän vuoksi ne kykenevät maksamaan osinkoja tasaisesti tuloksestaan. Taulukko 2 huomataan että osingonjakosuhte on pysynyt pitkälti samana vuosittain.

**Kulutustavarat** – Kulutustavarat toimiala on suhdanneherkkä ala, joten vaihtelua on havaittavissa. Alan pienellä yhtiöllä osingonjakosuhte on ollut 2015 korkeampi kuin suurilla ja keskisuurilla.

**Terveydenhuolto** – Suuria yhtiöitä terveydenhuoltoalalla edustaa Orion, se on pitänyt vuosina 2011 – 2015 osingonjakosuhteensa samoissa luvuissa. Pienet yhtiöt eivät ole maksaneet osinkoja alalla. Alaa pidetään defensiivisenä, joten hyvän aseman saavuttanut yhtiö voi maksaa tasaisesti korkealla osingonjakosuhteella vuosittain.

**Kulutuspalvelut** – Kulutuspalvelut on myös suhdanneherkkä toimiala, jonka vuoksi osingonjakosuhteissa esiintyy vaihtelua. Osingonjakosuhte on kuitenkin ollut suurilla yhtiöillä hyvin korkealla tarkastelu vuosien aikana. Keskon korkea osinko nosti osingonjakosuhteen hyvin korkealla vuonna 2015.

**Rahoitus** – Rahoitus -toimialalla on havaittavissa jonkin verran vaihtelua, mutta alalla osingot ovat vakiintuneet suurilla yhtiöillä. Esimerkiksi Sampo linjasi tavoitteekseen jakaa vähintään 50 % tuloksestaan osinkoina, yhtiö on pysynyt tavoitteessaan osingon ollessa luokkaa 60–70 % vuosien 2011–2015 aikana.

**Teknologia** – Aikaisemmin huomattiin, että alalla isojen yhtiöiden osingonjakosuhteet ovat huomattavasti korkeampia kuin pienellä ja keskisuurilla. Pienemmät toimijat alalla ovat todennäköisesti vielä kasvuvaiheessa, jolloin ne rahoittavat kasvuaan käyttämällä tulostaan kasvuun.

**Tietoliikennepalvelut** – Korkea osingonjakosuhte alalla havaittavissa vuosittain. Lähes koko tulos maksetaan osinkoina osakkeenomistajille. Tämä huomattiin Elisan tapauksessa, myös alan toisella toimijalla Teliällä hyvin samankaltaiset osingonjakosuhteet.

**Yleishyödylliset palvelut** – Pörssin pienimmät osingonjakosuhteet tulevat tältä alalta. Tosin alaa edustaa vain yksi yhtiö Fortum, joten alakohtaisia havaintoja ei pystytä tarkemmin antamaan.

## 8 Yhteenveto

Tässä opinnäytetyössä tutkittiin yritysten harjoittamia osinkopolitiikoita. Osinkopolitiikoita alettiin tarkastelemaan eri tapojen kautta, joilla politiikkoja voidaan toteuttaa. Tämän jälkeen pureuduttiin osingon ja osinkopolitiikan merkityksen. Seuraavaksi työssä haettiin esimerkkejä markkinoilta eri politiikoista. Lopulta tutkittiin toimiala kohtaisia osinkopolitiikkoja osingonjakosuhteen perusteella.

Opinnäytetyö tutki neljää tutkimuskysymystä ja yhtä pääongelmaa. Näihin kysymyksiin ja pääongelmaan saatiin vastauksia työn edetessä.

### 8.1 Osingon ja osinkopolitiikan merkitys

Työlle asetettiin johdannossa tavoitteeksi vastata esitettyihin tutkimuskysymyksiin, jotka käsittelivät osinkoa ja osinkopolitiikkaa. Tutkimuskysymykset olivat seuraavat:

- Mikä on osingon tarkoitus?
- Miten osinkopolitiikkaa voidaan toteuttaa?
- Osingonmaksulla merkitys sijoittajille?
- Vaikuttaako osinkopolitiikka osakkeen arvoon?

Näihin neljään kysymykseen saatiin vastauksia aihealueen teorian ja käytännön havaintojen perusteella. Seuraavissa alaluvuissa tullaan esittelemään vastauksia, joita asetettuihin kysymyksiin saatiin.

#### 8.1.1 Osingon tarkoitus

Ensimmäinen tutkimuskysymys kysyi osingon tarkoitusta. Osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen ollessa varallisuuden tuotto omistajilleen, voidaan osingonmaksun todeta olevan yleinen tapa siirtää yrityksen voittoja osakkeenomistajilleen. Osinkojen tarkoituksena on myös houkutella uusia sijoittajia. Kun kiinnostuneita sijoittajia on paljon, niin se lisää osakkeen kysyntää. Kysynnän kasvaessa osakkeen arvo nousee.

Osingon voidaan todeta olevan korko sijoittajalle, joka on sijoittanut osakkeeseen. Tiettytyypiset sijoittajat ovat kiinnostuneet eri asioista: joitakin sijoittajia ei kiinnosta spekulointi, vaan he arvostavat luotettavaa rahavirtaa, jonka vakaat osingot tarjoavat.

#### 8.1.2 Osinkopolitiikan toteuttaminen

Toisessa tutkimuskysymyksessä pohdittiin osinkopolitiikan toteuttamisen keinoja. Päätös voittojen säilyttämisestä ja maksamisesta osakkeenomistajille muodostaa yhtiön osinkopolitiikan. Yhtiö voi maksaa voiton kokonaan osakkeenomistajille, mutta tällöin se joutuu rahoittamaan kasvua muilla lähteillä. Tätä tapaa Helsingin pörssin yrityksistä käyttää esimerkiksi työssä esitelty Elisa. Tämänkaltainen osinkopolitiikka sopii parhaiten niille, jotka ovat saavuttaneet vahvan ja vakavaraisen aseman. Päinvastainen osinkopolitiikka on olla maksamatta osinkoja. Tällöin voitot käytetään kasvuun. Työssä mainitut Basware ja Berkshire Hathaway eivät maksa osinkoja positiivisista tuloksista huolimatta. Poliitiikka sopii parhaiten kasvuyrityksille, joille on tarjolla runsaasti investointimahdollisuuksia.

Voiton jakamisen kokonaan ja kokonaan säilyttämisen välimaastoon jäävät muut osinkopolitiikan muodot. Yksi yleisimmistä osinkopolitiikoista on vakaa osinko. Tämän kal-

taista osinkopolitiikka harjoittava yritys pyrkii pitämään osingon määrän ennallaan tuloksen vaihteluista huolimatta. Osinkoa voidaan korottaa tai laskea, jos yhtiön pitkän aikavälin näkemykset muuttuvat. Vakaan osingon pitäminen saattaa aiheuttaa vuosittain huomattavastikin vaihtelua osingonjakosuhteessa. Harvinaisempi politiikka on pitää osingonjakosuhte vakaana pitkällä tähtäimellä. Näin osinko kehittyy samassa suhteessa tuloksen kanssa. Tavan voidaan todeta toimivan toimialoilla, joilla tuloskehitys on vakaata ja hyvin ennustettavissa.

On myös yhtiöitä, jotka harjoittavat osinkopolitiikkanaan jatkuvaa osinkojen kasvua. Jos yhtiö noudattaa tätä osinkopolitiikkaa onnistuneesti 25 vuotta (Yhdysvallat) tai 10 vuotta (Eurooppa) yhtäjaksoisesti, niin siitä tulee osinkoaristokraatti. Osinkoaristokraatiksi pääsevät vain vahvan ja vakaan aseman saavuttaneet yhtiöt. Amerikkalaisista yhtiöistä statuksen ovat saavuttaneet mm. Johnson & Johnson, Chevron, 3M Company ja McDonald's. Eurooppalaisista tähän ovat yltäneet mm. Sky Plc, WPP Plc ja Hermes Intl. Helsingin pörssistä pisin osingon kasvatus putki on Raisiolla, se on kasvattanut osinkoaan vuodesta 2006 lähtien.

Osinkopolitiikan toteuttamiseen sisältyy myös tapa, jolla voitot "siirretään" osakkeenomistajille. Perinteisen rahana maksettavan osingon lisäksi yhtiö voi järjestää rahastoanteja tai ostaa takaisin osakkeitaan. Osakkeiden takaisin ostot ovat olleet Amerikassa yleisiä, tämä johtuu verotuksellisista syistä.

### 8.1.3 Osinkojen merkitys

Kolmannessa tutkimuskysymyksessä mietitään osingon merkitystä. Onko osingoilla väliä? Eri sijoittajat arvostavat eri asioita sijoituksiltaan. Osa sijoittajista arvostaa säännöllistä rahavirtaa, jonka osingot tarjoavat. Sen vuoksi osingot ovat monelle tärkeä peruste valittaessa sijoituskohdetta.

Osa sijoittajista taas ei arvosta osinkoja, koska he kokevat takaisinostojen tai rahan pitämisen yhtiössä olevan parempi keino kasvattaa heiden varallisuutta. Sitten on osa, joiden mielestä osingoilla ei ole merkitystä. Käytännössä osingoilla on siis merkitystä ainakin osalle sijoittajista.

#### 8.1.4 Osinkopolitiikan vaikutus osakkeen arvoon

Neljännestä tutkimuskysymyksestä tutkijat ovat kiistelleet pitkään, osinkopolitiikan vaikutuksesta osakkeen arvoon ei ole pystytty antamaan yksiselitteistä vastausta. Tietty osakkeen arvonmäärittämismallit perustuvat täysin osinkoihin, joten tämän perusteella voitaisiin nähdä, että osinkopolitiikka määrittäisi huomattavasti osakkeen arvoa. Tutkijat Miller ja Modigliani pystyivät kuitenkin osoittamaan teoriallaan, ettei osinkopolitiikalla ole merkitystä osakkeen arvon kannalta. Osingon irrotessa osakkeen arvo tippuu osingon verran. Fischer Black vei teorian vielä pidemmälle, ja totesi osingon jopa heikentävän omistaja-arvoa. Teorian toimiminen on kuitenkin kyseenalaistettu, koska se perustui täydellisiin rahoitusmarkkinoihin.

Työssä huomattiin osinkopolitiikan aiheuttavan signaaleja markkinoille. Uskotaan että yhtiön johdolla on markkinoita paremmat tiedot yhtiön tulevaisuuden näkemyksistä, joten osinkopolitiikan muutokset nähdään viestinä tulevaisuuden näkemyksien muutoksista. Tämän vuoksi osinkopolitiikassa tapahtuvat muutokset ovat vaikuttaneet osakkeiden arvoihin. Käytännössä osinkopolitiikalla voidaan viestiä markkinoita muutoksista, ja näin ollen markkinat hinnoittelevat osakkeen arvon uudestaan.

Varat jotka maksetaan osinkoina osakkeenomistajille ovat pois yhtiöltä. Näin ollaan tilanteessa, jossa pohditaan olisiko varat voitu käyttää paremmin yhtiöön mm. investointeihin. Tilanne toimii myös päinvastoin, ylijäämä varat saatetaan käyttää kannattomiin kohteisiin, jolloin omistajan kannalta olisi ollut parempi saada ne osinkoina. Voivatko osakkeenomistajat olla aina varmoja johdon intresseistä?

Työssä huomattiin, että osinkopolitiikan merkitykseen vaikuttavat monet seikat ja aihetta on tutkittu hyvin pitkään eikä siihen ole saatu yksiselitteistä vastausta. Kiista osinkopolitiikasta onkin päätynt Brealeyn, Myersin ja Allenin esittämälle listalle kymmenestä taloustieteen pulmasta, johon ei ole löytynyt ratkaisua.

#### 8.2 Osinkopolitiikan eroavaisuudet eri toimialojen välillä

Tutkimuksen pääongelmana oli tutkia mahdollisia eroavaisuuksia osinkopolitiikassa toimialojen välillä. Osinkopolitiikan on huomattu aiheuttavan toimialakohtaista efektiä. Toimialaan heijastuu tekijöitä, jotka vaikuttavat kaikkien toimialalla toimivien osinkopäätöksiin. Tällaisia tekijöitä voivat olla toimialan tulostaso, investointimahdollisuudet ja rahoituksen saatavuus. Toimialoilla huomattiin myös seuraamiseksi, jossa yhtiöt seu-

raavat muiden saman toimialan yhtiöiden osinko päätöksiä. Muiden päätökset osingoista heijastuvat myös oman yhtiön osinkopolitiikkaan.

Työssä tutkittiin mahdollisia toimialakohtaisia eroja osingonjakosuhteen perusteella Helsingin pörssissä. Ensin tutkittiin koko pörssin osingonjakosuhteita yhden vuoden ajalta. Yhden vuoden tietojen perusteella on kuitenkin mahdoton hahmottaa toimialojen osinkopolitiikoita. Tämän vuoksi tarkasteluun otettiin myös tiedot viiden vuoden aikaväliltä. Tässä pidemmässä aikavälissä tiedot rajattiin pörssin suurimpiin yhtiöihin. Osingonjakosuhte kertoo mikä on osingon suhde tulokseen.

Vuoden 2015 koko pörssin osingonjakosuhte taulukosta 1 huomattiin, että suuret yhtiöt maksavat yleensä suuremman osan tuloksestaan osinkoina. Tämä voidaan nähdä johtuvan siitä, että etenkin pienet yhtiöt ovat vielä kasvu vaiheessa, jolloin ne käyttävät tulostaan enemmän kasvuun. Korkeita osingonjakosuhteita saattaa selittää myös se, että yhtiöt rahoittavat tarpeitaan muilla lähteillä kuin tuloksellaan. Tästä esimerkkinä työssä esiteltiin Elisa, joka jakaa melkein koko tuloksensa osinkoina ja on tästä syystä velkaantunut. Selkeimmät havainnot tehtiin toimialoilla teknologia ja terveydenhuolto. Näiden toimialojen osingonjakosuhteista nähtiin, että suuret yhtiöt maksavat huomattavasti isomman osan tuloksesta osinkoina kuin pienet ja keskisuuret yhtiöt.

Toimialan sisällä yhtiön kokoluokalla huomattiin olevan vaikutusta osingonjakosuhteeseen, ainakin vuonna 2015. Toimialojen välillä huomattiin myös esiintyvän eroavaisuuksia, defensiivisillä toimialoilla osingonjakosuhteet olivat korkeampia. Kuviosta 5 huomattiin neljän korkeimmasta osingonjakosuhteen omaavasta toimialasta kolmen olevan defensiivisiä. Helsingin pörssissä defensiivisten toimialojen suhteet olivat vakiintuneet samalla tasolla, eivätkä ne välttämättä nousseet tasoiltaan korkeimmiksi vuosina 2011 – 2015. Näillä toimialoilla osingonjakosuhteissa esiintyi kuitenkin vähemmän heitelyä.

Toimialojen vertailu keskenään Helsingin pörssissä on vaikeaa pörssin koon vuoksi. Joitakin toimialojen edustaa pieni määrä yhtiöitä, joten yhden yhtiön merkitys nousee liian suureksi vertailua varten. Lintnerin havainnot toimialakohtaisesta efektistä olivat osittain havaittavissa. Saman alan toimijoilla osingonjakosuhteet olivat paikoin samaa luokkaa, vaikka ne heittelivätkin vuosittain.



Aihe vaatii tutkittavaksi pidemmän ajan keskiarvot toimialoittain, jotta luvut saadaan tasaisemmiksi. Yhden vuoden ja Viiden vuoden tiedoissa esiintyi runsaasti heittelyä, joten pidemmän aikavälin tietoja tarvitaan tarkemman vertailun tekemiseen. Tällöin voisi myös tutkia erojen syitä ja sitä, miten eri tekijät, kuten omistajarakenne, velkaantuneisuus ja liikevaihdon muutokset, vaikuttavat osinkopolitiikkaan.

## Lähteet

Amer Sports 2017. Talousjulkaisu 2016. Helsinki.

Baker, H. Kent & Powell, Gary E. 2000. Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms. *Financial Practice and Education* 10 (1), 29–39.

Benartzi, Shlomo & Michaely, Roni & Thaler, Richard 1997. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance* 52 (3), 1007–1034.

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter 2011. *Corporate Finance*. 2nd edition. Pearson Education Limited, Harlow.

Black, Fischer 1976. The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management* 2 (2), 5.

Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. & Allen, Franklin 2011. *Principles of Corporate Finance*. 10th edition. McGraw-Hill/Irwin, New York.

Burrows, Dan 2016. Why Alphabet Inc Could (And SHOULD) Pay a Dividend – GOOG GOOGL. *Investorplace* 27.1.2016. [Http://investorplace.com/2016/01/google-alphabet-dividend-googl/#.WGo\\_GPmLSM8](http://investorplace.com/2016/01/google-alphabet-dividend-googl/#.WGo_GPmLSM8). Luettu 2.1.2017.

Citycon 2016. Vuosikertomus 2015. Helsinki.

Correia Da Silva, Luis & Goergen, Marc & Renneboog, Luc 2004. *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford University Press, New York.

Dempsey, Stephen J. & Laber, Gene & Rozeff, Michael S. 1993. Dividend Policies in Practice: Is There an Industry Effect? *Quarterly Journal of Business and Economics* 32 (4), 4–5.

Dividend Quarterly 2016. FactSet Research Systems Inc. [Http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/dividend/dividend\\_9.22.16](http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/dividend/dividend_9.22.16). Luettu 26.11.2016.

Elisa 2016. Vuosikertomus 2015. Helsinki.

Gitman, Lawrence J. & Zutter, Chad J. 2012. *Principles of Managerial Finance*. 13th edition. Pearson Education Limited, Harlow.

Healy, Paul M. & Palepu, Krishna G. 1988. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics* 21 (2), 149–175.

Helman, Christopher 2016. Exxon Ends Share Buybacks - It Must Be Acquisition Time. *Forbes* 2.2.2016. [Http://www.forbes.com/sites/christopherhelman/2016/02/02/exxon-ends-share-buybacks-it-must-be-acquisition-time/#4307a5892009](http://www.forbes.com/sites/christopherhelman/2016/02/02/exxon-ends-share-buybacks-it-must-be-acquisition-time/#4307a5892009). Luettu 2.1.2017.

Hurmerinta, Mirko 2016. Baswaren Tihilä: Arvonnousu voittaa osingot. *Arvopaperi* 2.2.2016. [Http://www.arvopaperi.fi/uutiset/baswaren-tihila-arvonnousu-voittaa-osingot-6300872](http://www.arvopaperi.fi/uutiset/baswaren-tihila-arvonnousu-voittaa-osingot-6300872). Luettu 20.9.2016.

Hutchinson, Martin 2016. Warren Buffett's Berkshire Hathaway Poorly Governed. Wall Street Daily's 4.5.2016. <http://www.wallstreetdaily.com/2016/04/05/warren-buffett-berkshire-hathaway-dividend/>. Luettu 13.9.2016.

Jain, P.K. & Singh, Shveta & Yadav, Surendra Singh 2013. Financial Management Practices: An Empirical Study of Indian Corporates. Springer, New Delhi.

Janssen, Cory 2015. Stock Buybacks: Breakdown. Investopedia 13.11.2015. <http://www.investopedia.com/articles/02/041702.asp>. Luettu 23.1.2017.

Kauppalehti 2016. Yritysten tulostiedot. <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/lista.jsp?reverse=false&order=alpha&markets=XHEL&volume=cur&psize=50&listIds=largecap&listIds=midcap&listIds=smallcap&rdc=15ae26c5758&gics=0&refresh=60&currency=euro>.

Kauppalehti 2017. Raisio Oyj tilinpäätösseuranta. <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/tulostiedot.jsp?klid=1000>. Luettu 17.3.2017.

Kone 2013. Pörssitiedote 5.12.2013. <http://www.kone.com/fi/media/lehdistotiedotteet/kone-oyj-n-maksuton-osakeanti--split--rekisteroity-2013-12-05.aspx>. Luettu 17.3.2017.

Leppiniemi, Juha 2008. Yrityksistä kerrotaan. Kuuntele ja kuule oikein. WSOYpro, Helsinki.

Malkamäki, Markku & Martikainen, Teppo 1990. Rahoitusmarkkinat. Weilin + Göös, Helsinki.

Metsä Board 2016. Vuosikertomus 2015. Espoo.

Miller, Merton H. & Modigliani, Franco 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. The Journal of Business Vol. 34 No. 4. 411–433.

Neste 2016. Vuosikertomus 2015. Espoo.

Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2007. Yritysrahoitus. 5 painos. Edita, Helsinki.

Oksaharju, Jukka 2012. Pari sanaa osingoista. Nordnetblogi 13.2.2012. <http://www.nordnetblogi.fi/pari-sanaa-osingoista/13/02/2012/>. Luettu 8.9.2016.

Oksaharju, Jukka 2013. Raisiosta seuraava kotimainen osinkoaristokraatti. Nordnetblogi 27.5.2013. <http://www.nordnetblogi.fi/raisiosta-seuraava-kotimainen-osinkoaristokraatti/27/05/2013/>. Luettu 12.9.2016.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

Osinkosuhde-% tunnuslukuopas. Balance consulting. <http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/osinkosuhde>. Luettu 16.10.2016.

Petroff, Alanna 2013. Investing in Different Industry Sectors. Morningstar 19.2.2013. <http://www.morningstar.co.uk/uk/news/105772/investing-in-different-industry-sectors.aspx>. Luettu 2.2.2017.

Porterfield, James T. S. 1965. Investment decisions and capital costs. Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Pörssin uusi osakeryhmittely on kuin vaatekaupasta tuttu. 2006. Pörssisäätiö 29.2.2006. [Http://www.porssisaatio.fi/blog/2006/09/29/porssin-uusi-osakeryhmittely-on-kuin-vaatekaupasta-tuttu/](http://www.porssisaatio.fi/blog/2006/09/29/porssin-uusi-osakeryhmittely-on-kuin-vaatekaupasta-tuttu/). Luettu 19.9.2016.

Raisio. Osinko. [Http://www.raisio.com/fi\\_FI/osinko](http://www.raisio.com/fi_FI/osinko). Luettu 1.3.2017.

Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey 2003. Corporate Finance. 6th edition. McGraw-Hill/Irwin, New York.

Saaranen-Kauppinen, Anita & Puusniekka, Anna 2006. Mitä laadullinen tutkimus on: lyhyt oppimäärä. KvaliMOTV. [Http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/kvali/L1\\_2.html](http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/kvali/L1_2.html). Luettu 19.3.2017.

Saario, Seppo 2012. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 10 painos. Sanoma Pro Oy, Helsinki.

Sajari, Petri 2017. Elisa maksaa osinkoja avokätisesti. Helsingin Sanomat 28.1.2017, Talous B10.

Sampo 2016. Vuosikertomus 2015. Helsinki.

Shareholder Services. ExxonMobil. Frequently Asked Questions. [Http://ir.exxonmobil.com/phoenix.zhtml?c=115024&p=irol-faq](http://ir.exxonmobil.com/phoenix.zhtml?c=115024&p=irol-faq). Luettu 2.1.2017.

UPM 2016. Vuosikertomus 2015. Helsinki.

Valtonen, Anssi 2015. Osinkojen merkitys sijoittajalle – yliarvostettua vai ei? Nordnet-blogi 2.8.2015. [Http://www.nordnetblogi.fi/osinkojen-merkitys-sijoittajalle-yliarvostettua-vai-ei/02/08/2015/](http://www.nordnetblogi.fi/osinkojen-merkitys-sijoittajalle-yliarvostettua-vai-ei/02/08/2015/). Luettu 8.9.2016.

Watson, Denzil & Head, Antony 2013. Corporate Finance: Principles and Practice. 6th edition. Pearson Education Limited, Harlow.

Williams, John Burr 1938. The theory of investment value. Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Wärtsilä 2016. Vuosikertomus 2015. Helsinki.

YIT 2016. Vuosikertomus 2015. Helsinki.

## Liite 1. Osingonjakosuhteet 2011–2015 yhtiöittäin

Yhtiö	Toimiala	Lista	Kansallisuus	Osinko	EPS	2015	2014	2013	2012	2011
Neste	Öljy ja kaasu	suuret	suomalainen	1	2,18	45,87 %	291,20 %	31,80 %	61,90 %	56,70 %
Kemira	Perusteollisuus	suuret	suomalainen	0,53	0,63	113,50 %	89,70 %	200,00 %	445,40 %	59,40 %
Outokumpu	Perusteollisuus	suuret	suomalainen	0	-0,54	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
SSAB	Perusteollisuus	suuret	ruotsalainen	0	0	0,00 %	-	-	-	-
Stora Enso	Perusteollisuus	suuret	suomalainen	0,33	1,24	32,20 %	239,00 %	75,00 %	49,30 %	69,60 %
UPM	Perusteollisuus	suuret	suomalainen	0,75	1,75	43,70 %	73,00 %	94,50 %	80,00 %	68,90 %
Cargotec	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	0,8	2,43	36,10 %	49,40 %	49,10 %	49,50 %	41,20 %
Huhtamäki	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	0,66	1,6	46,60 %	45,00 %	62,60 %	47,40 %	58,20 %
KONE	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	1,4	2,01	69,60 %	81,60 %	73,00 %	130,00 %	115,10 %
Konecranes	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	1,05	1,27	200,20 %	81,80 %	123,70 %	71,50 %	87,40 %
Metso	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	1,05	1,41	35,60 %	114,90 %	50,80 %	75,30 %	71,50 %
Valmet	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	0,35	0,65	68,20 %	81,30 %	-	-	-
Wärtsilä	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	1,2	2,24	53,30 %	65,40 %	53,10 %	58,20 %	62,70 %
YIT	Teollisuustuotteet ja -palvelut	suuret	suomalainen	0,22	0,44	58,50 %	40,40 %	13,30 %	52,60 %	70,50 %
Amer Spor	Kulutustavarat	suuret	suomalainen	0,55	1,09	53,00 %	96,20 %	52,00 %	81,30 %	45,40 %
Fiskars	Kulutustavarat	suuret	suomalainen	0,7	1,22	67,30 %	7,20 %	285,80 %	29,70 %	71,80 %
Nokian Renkaat	Kulutustavarat	suuret	suomalainen	1,5	1,8	83,80 %	92,70 %	105,20 %	57,80 %	50,30 %
Orion	Terveydenhuolto	suuret	suomalainen	1,3	1,48	87,90 %	86,60 %	85,20 %	88,60 %	95,50 %
Kesko	Kulutuspalvelut	suuret	suomalainen	2,5	1,43	244,00 %	154,00 %	80,40 %	94,90 %	64,90 %
Sanoma	Kulutuspalvelut	suuret	suomalainen	0,1	0,13	76,92 %	62,20 %	136,36 %	68,40 %	115,60 %
Citycon	Rahoitus	suuret	suomalainen	0,08	0,14	30,70 %	105,30 %	69,80 %	63,50 %	320,80 %
Nordea	Rahoitus	suuret	ruotsalainen	0,64	0,92	69,57 %	69,66 %	55,84 %	43,59 %	40,00 %
Sampo	Rahoitus	suuret	suomalainen	2,15	2,96	72,64 %	70,91 %	63,71 %	53,78 %	64,86 %
Sponda	Rahoitus	suuret	suomalainen	0,06	0,33	24,20 %	78,50 %	55,40 %	45,60 %	41,40 %
Nokia	Teknologia	suuret	suomalainen	0,26	0,32	102,90 %	107,30 %	137,04 %	0,00 %	68,97 %
Tieto	Teknologia	suuret	suomalainen	1,35	1,51	109,80 %	271,70 %	104,80 %	202,70 %	89,50 %
Elisa	Tietoliikennepalvelut	suuret	suomalainen	1,4	1,58	91,80 %	93,50 %	105,40 %	97,70 %	100,80 %
Telia Communications	Tietoliikennepalvelut	suuret	ruotsalainen	0,28	0,27	151,19 %	89,60 %	86,80 %	62,10 %	67,30 %
Fortum	Yleishyödylliset palvelut	suuret	suomalainen	1,1	0,71	23,60 %	36,60 %	81,20 %	62,70 %	50,20 %