



A250A5000

Kandidaatintutkielma

Rahoitus

Prof. Eero Pätäri

**Suomalaisten pörssiyhtiöiden osinkopolitiikkaa määrittävät tekijät**

The Determinants of Corporate Dividend policy in Finland

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

School of Business,

Rahoitus

6.5.2012

Max Alanko

c0343779

## SISÄLLYSLUETTELO

1	Johdanto.....	1
2	Osinkoteorioita.....	3
2.1	Verojen vaikutus osinkopolitiikkaan.....	4
2.2	Signalointiteoria.....	5
2.3	Agenttiteoria.....	6
2.4	Pecking Order –teoria .....	8
2.5	Lintnerin malli.....	9
2.6	Omistusrakenneteoria .....	10
2.7	Transaktiokustannusteoria .....	11
3	Kirjallisuuskatsaus .....	12
3.1	Omistusrakenteen vaikutus osinkopolitiikkaan .....	12
3.2	Hyvä hallintotapa, yrityksen koko ja riski.....	13
3.3	Yrityksen tunnuslukujen vaikutus osingonjakoon .....	13
3.4	Katsaus New York Stock Exchange –yrityksiin .....	14
4	Tutkimusaineisto- ja menetelmä .....	15
4.1	Aineiston hankinta.....	15
4.2	Muuttujien kuvailu .....	15
4.2.1	Osinkotuotot .....	15
4.2.2	Liikevaihdon muutos.....	16
4.2.3	Sijoitetun pääoman tuotto prosentti .....	17
4.2.4	Nettovelkaantumisaste .....	18
4.2.5	Current ratio.....	18
4.2.6	Investointiaste.....	19
4.2.7	Nettorahoituskulut / Liikevaihto.....	19
4.2.8	P/B-luku.....	20
4.2.9	Osinko/Kokonaistulos .....	21
4.2.10	Liiketulosprosentti.....	21
4.2.11	Liikevaihto.....	22
4.2.12	P/E-luku.....	22
4.2.13	Omavaraisuusaste.....	22
4.3	Tilastollista tietoa muuttujista .....	23

4.4	Tutkimusmenetelmät.....	25
4.4.1	Aineiston muokkaus.....	25
4.4.2	Mallin muodostus.....	27
5	Tulokset.....	28
5.1	Korrelaatiomatriisi .....	28
5.2	Regressioanalyysin tulokset.....	28
6	Johtopäätökset .....	31
7	Lähdeluettelo	
8	Liitteet	

# 1 Johdanto

Yksi yritysrahoituksen keskeisimpiä osa-alueita on yritysten harjoittama osinkopolitiikka, jota on tutkittu jo vuosikymmenten ajan. Vaikka aihetta on tutkittu monipuolisesti, herättää se silti ristiriitaisia ajatuksia useissa tutkijoissa. Markkinoiden toimiessa täydellisesti Miller ja Modigliani (1961) päättelivät, että yrityksen jakamalla osingoilla ei ole merkitystä yrityksen markkina-arvoon. Todellisuudessa täydellisiä markkinaehtoja ei koskaan kyetä saavuttamaan.

Markkinoiden epätäydellisyydet, kuten verot, asymmetrinen informaatio, agentti -ja transaktiokustannukset johtavat siihen, että yritysten osinkopolitiikka on merkityksellistä yritysarvon kannalta. Epätäydellisyyksien olemassaolo on johtanut erilaisten osinkoteorioiden kehitykseen, kuten signaalointiteoria, agenttiteoria ja transaktiokustannusteoria.

Lintner (1956) tutki yritysten osingonjakopolitiikkaa ensimmäisten joukossa ja kehitti teorian, jonka mukaan osingonjakoehdotus tehdään nykyisten tuottojen ja aikaisemmin maksettujen osinkojen perusteella. Lintnerin teoria on toiminut pohjana monissa aihetta lähestyvissä tutkimuksissa ja teorialle on löytynyt tutkimusten perusteella vahvaa näyttöä.

Edellä mainitun teorian mukaisesti yritysten osingonjakopolitiikkaan vaikuttavat sisäiset sekä ulkoiset tekijät. Sisäinen tekijä voi esimerkiksi olla nykyiset tuotot eli yrityksen kannattavuus. Luonnollisesti myös velkaantuneisuus, maksuvalmius ja kasvuvaihe vaikuttavat sisäisesti osingonjakoon. Ulkoisia tekijöitä voivat olla talouden epävarmuus, verotus ja omistusrakenne. Erityisesti osakkeenomistajilta tuleva paine on merkittävä ulkoinen tekijä.

Osingot ovat esillä jatkuvasti talousmaailmassa. Suomessakin osingot ovat ajankohtaisia alkuvuodesta, kun yritykset laativat osinkoehdotuksia. Sijoittajia kiinnostaa myös osingoista aiheutuvat veroseuraamukset. Osinkoverotuksen tulevaisuudesta on keskusteltu Suomessa laajasti. Millerin (1986) mukaan sijoittajat toimivat rationaalisesti ja pyrkivät maksamaan mahdollisimman vähän veroa tuotoistaan. Toistaiseksi Suomessa yritykset jakavat sekä osinkoa että suorittavat omien osakkeiden takaisinostoja. Molemmat kasvattavat omistajien varallisuutta,

mutta esimerkiksi Yhdysvalloissa tapana on suosia osakkeiden takaisinostoja, koska niiden verotus on siellä kevyempää kuin osinkojen. Osinkojen verokohtelu määrittää Suomessakin sen, maksavatko yritykset osinkoja vai eivät.

Viimeisimmän talouskriisin yhteydessä yritysten harjoittama tasainen osinkopolitiikka kyseenalaistettiin. Yritykset saattoivat jakaa vähemmän osinkoa, koska yleisesti liiketoiminnan kannattavuus heikkeni. Toisaalta yritykset saattoivat ylläpitää tasaista osinkoa viestiäkseen hyvistä tulevaisuudennäkymistä, mutta todellisuudessa tulevaisuus saattoi olla hyvinkin epävarma. Muutokset ja poikkeamat yritysten harjoittamassa osinkopolitiikassa antavat hyvän pohjan aiheen tutkimiselle.

Lukuisat tutkijat kuten Frankfurter & Wood (2002), Baker & Powell (1997), Gugler & Yurtoglu (2003), Rozeff (1982) ja Gupta & Banga (2010) ovat tutkineet yritysten osinkopolitiikkaa. Suomalaisten yritysten osinkopolitiikkaa määrittäviä tekijöitä ei juuri ole tutkittu, mutta osinkojen osakekurssiyhteyttä ovat tutkineet Martikainen & al. (1993) sekä Pätäri & Leivo (2009).

Kotimaisten markkinoiden pienuus itsessään vaikeuttaa tutkimuksia, joka voi olla syynä tutkimusten vähäiseen määrään ja aineiston laatuun. Pätärin ja Leivon (2009) mukaan osinkotuotto oli paras mittari vertailtaessa suomalaisten pörssiosakkeiden tuottoja vuosina 1993-2008. Jos osinkotuotto erottaa hyvät osakkeet huonoista, niin on mielenkiintoista tutkia, mitkä asiat vaikuttavat osinkotuottoihin.

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten edellä mainitut sisäiset tekijät, kuten kannattavuus ja velkaantuneisuus vaikuttavat suomalaisten yritysten osinkopolitiikkaan. Erittäin mielenkiintoista on myös tutkia tärkeän ulkoisen vaikutuksen eli yritysten omistusrakenteen vaikutusta yritysten osinkopolitiikkaan. Tutkielmassa käydään läpi aihealueen kirjallisuutta, jotta saataisiin edes pintaraapaisu omistuspohjan kytköksistä osinkopolitiikkaan.

Tutkimusongelmat:

1. Mitkä sisäiset tekijät määrittävät kotimaisten pörssiyritysten osinkopolitiikkaa?
2. Miten yrityksen omistuspohja vaikuttaa yritysten osingonjakopolitiikkaan?

Aineistona tutkimuksessa käytetään Helsingin pörssissä noteerattujen yritysten tunnuslukuja vuosilta 2007-2011. Tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista regressiota ensimmäisen tutkimusongelman suhteen. Toista tutkimusongelmaa pohditaan aihealueen kirjallisuuden avulla.

Tutkielman rakenne on seuraavanlainen: Johdannossa käydään läpi tutkielman taustat ja tutkimusongelmat. Toisessa kappaleessa esitellään erilaisia teorioita, jotka liittyvät olennaisesti osingonjakopolitiikkaan. Kolmannessa kappaleessa paneudutaan kirjallisuuskatsaukseen, jossa syvennyttään omistusrakenteen erityiskysymyksiin.

Neljännessä kappaleessa valotetaan muuttujina käytettävien tunnuslukujen taustaa ja laaditaan johdonmukainen malli niiden avulla. Viidennessä kappaleessa esitellään saadut testitulokset ja pohditaan niiden merkitystä. Viimeisessä kappaleessa käydään läpi tutkielman anti ja tehdään lopulliset johtopäätökset sekä pohditaan mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

## **2 Osinkoteorioita**

Yritysten osingonjakopolitiikka on yritysrahoituksen keskeisimpiä kysymyksiä. Tutkijat ovat kauan ja hartaasti yrittäneet määrittää osingonjaon takana olevia tekijöitä. Merkittäviä tuloksia on löydetty lukuisissa tutkimuksissa, mutta silti aihe tuntuu olevan jatkuvasti esillä. Yritykset joutuvat joka vuosi pohtimaan osingonjakoaan ja sen seurauksia markkinoilla. Yritysjohtajat todennäköisesti pohtivat, kuinka paljon yrityksen tulisi maksaa osinkoa? Miten osinkopolitiikka vaikuttaa yrityksen arvoon? Pitäisikö yrityksen maksaa osinkoa vai investoida voittovarot?

Tutkimuksissa on saatu vastauksia näihin kysymyksiin, kuitenkin siitä huolimatta aihe askarruttaa monia tutkijoita etsimään lisää vastauksia. Lintner (1956) toteaa artikkelissaan, että yritykset suunnittelevat osinkosuhteensa liiketoiminnan kassavirran ja aikaisempien osinkojen perusteella. Vakaalla osinkopolitiikalla voidaan saavuttaa kaikkia miellyttävä osingonjakosuhte ja resursseja ei tarvitse haaskata päätöksentekoon.

Toisaalta, yrityksen osinkopolitiikka ei välttämättä kerro mitään osakkeen todellisesta arvosta ottaen huomioon epärealistiset oletukset markkinoiden täydellisyydestä, olemattomista transaktiokustannuksista, olosuhteiden pysyvyydestä ja sijoittajien samanlaisista näkemyksistä (Miller & Modigliani 1961).

## **2.1 Verojen vaikutus osinkopolitiikkaan**

Miller ja Scholes (1982) pohtivat verotuksen merkitystä osingonjaon määrittäjänä. Heidän mielestään osinkojen verotus määrittää osinkopolitiikkaa enemmän kuin esimerkiksi odotetut tuotot ja markkinoiden epätäydellisyys. Verotusta pohdittaessa täytyy kuitenkin muistaa kansalliset verotuskäytännöt. Suomessa yksityisiä henkilöitä ja yhteisöjä verotetaan osinkojen suhteen eri tavalla. Sijoittajan taustasta riippumatta verojen minimointi on hyvin yleistä ja rationaalisuuden mukaista.

Frankfurter ja Wood (2002) arvelevat, että verojen vaikutuksesta sijoittajat odottavat korkeampaa tuottoa osinkoa maksavilta yrityksiltä. CAP-mallin mukaisesti sijoittajat maksavat osakkeista alhaisemman hinnan, koska tulevista osingoista joudutaan maksamaan veroa. Luonnollisesti osinkotulot kasvattavat saajan bruttotuloja, mutta verojen jälkeinen osingoista saatava nettotulo on pienempi.

Ekonometriset mallit, joissa verojen vaikutukset on huomioitu, saavat kritiikkiä Milleriltä (1986). Miller olettaa, että veromallit eivät sovi yhteen oletetun rationaalisen käytöksen kanssa. Miller toteaa, että rationaalisesti toimivat sijoittajat noudattavat strategiaa, jossa verosuunnittelulla pyritään vähentämään veroseuraamuksia. Luonnollisesti sijoittajat voivat kieltäytyä ostamasta osinkoa maksavia osakkeita välttääkseen veroseuraamukset ja ostaa sellaisia osakkeita, joista tuotto voidaan haluttaessa realisoida arvonnousun muodossa.

Ajallisesti rajoittamattomassa mallissaan Auerbach (1979) olettaa, että osakkeenomistajat maksimoivat tuottojaan pitkällä aikavälillä. Jos osinkojen verotus on korkeampaa kuin osakkeiden myyntivoiton verotus, osakkeenomistajien varallisuuden maksimoiminen onnistuu luontevasti yrityksen markkina-arvoa kasvattamalla.

Myös Farran ja Selwyn (1967) olettavat, että sijoittajat pyrkivät maksimoimaan tuottoensa. Jos sijoittaja joutuu maksamaan osingoista veroa, osingon nostaminen on luonnollisesti epämiellyttävä vaihtoehto. Heidän mallinsa mukaan yritysten ei tulisi jakaa osinkoja, vaan niiden pitäisi suorittaa osakkeiden takaisinostoja jakaakseen näin voittovaransa osakkaille. Sijoittajat suosivat edullisempaa vaihtoehtoa, joten osakkeen arvonnousu houkuttelee enemmän kuin verojen maksaminen, mikäli osinkoja verotetaan enemmän suhteessa osakkeen myyntivoittoon.

Suomessa yhteisön saamia osinkotuottoja ja osakkeiden luovutusvoittoja ei pääsääntöisesti veroteta. Yhteisöllä tarkoitetaan esimerkiksi valtiota, osakeyhtiötä, kuntaa, seurakuntaa, osuuskuntaa, sijoitusrahastoa, keskinäistä vakuutusyhtiötä ja säätiötä. Pienin poikkeuksin yhteisön saama osinkotulo on siis verotonta (Valtiovarainministeriö).

Yhteisöjen kannalta osinkotuottojen nostaminen omistusyryksistä on tehty Suomessa vaivattomaksi ja taloudellisesti kannattavaksi. Farran ja Selwyn (1967) toteavatkin, että sijoittajat maksimoivat tuottojaan ja näin ollen pyrkivät taloudellisesti kannattavimpaan vaihtoehtoon nostaessaan tuottoja omistamistaan yrityksistä.

Suomessa luonnollinen henkilö joutuu maksamaan listatusta yrityksestä saadusta osinkotulosta pääomaveroa. Tulosta 70 prosenttia on veronalaista ja 30 prosenttia verovapaata. Vuonna 2012 Suomessa pääomatulojen veroprosentti on 30 prosenttia (Vero.fi).

## **2.2 Signaalointiteoria**

Frankfurter ja Wood (2002) toteavat, että markkinoiden epätäydellinen informaatio tarjoaa hyvän lähtökohdan yritysten osinkopolitiikan ongelmien selvittämiseen. Osinkojen signaalointifunktio yrityksen tilasta on varteenotettavaa informaatiota ja epätäydellisen informaation hälveneminen yrityksen omistajien ja johtajien välillä luo pohjan osinkosignaalointimallien tutkimiselle.

Signaalointimalleja on kehitetty lukuisia ja osingonjaolla on tärkeä informaatiotehtävä valotettaessa osingon maksavan yrityksen nykyistä tilaa. Asquithin ja Mullinsin (1986) mukaan signaalointiteorioiden kannattajat hyväksyvät yritysten käyttävän osinkopolitiikkaa keinona signaloidessaan markkinoille yrityksen tilasta. Signaalointi



on myös kustannustehokas tapa, sillä yritykset maksavat vuosittain osingon omistajilleen ja samalla yritys voi antaa itsestään positiivisen kuvan.

Akerlofin (1970) tutkimassa käytettyjen autojen markkinoiden mallissa havaitaan, että jos markkinoilla signalointi on olematonta niin tiedon asymmetrisyyden aiheuttamat ylimääräiset kustannukset tulevat ilmi. Spence (1973) kehitti Akerlofin aikaisemmin julkaistua mallia. Tästä uudesta mallista tuli nopeasti lähtökohta kaikille rahoituksen signalointimalleille. Kyseinen malli määrittelee erityisen tilanteen, jossa työnhakija yrittää antaa itsestään positiivisen vaikutelman työnantajalle. Malli on kehitetty käyttämällä työmarkkinoilta saatavaa tietoa, mutta Spence väittää mallilla olevan rajoitetusti muitakin sovelluksia, kuten perinteinen rahoituksenhakutilanne.

Eli käytännössä työnantaja saattaa palkata huonon työntekijän, koska ehdokas on ylistänyt itseään ilman perusteita työtä hakiessa. Myös auton ostaja voi tehdä huonot kaupat, vaikka autokauppias on kehunut auton maasta taivaisiin. Sijoittajakin voi tehdä huonon osakekaupan, jos markkinoilla ei ole riittävästi läpinäkyvää tietoa yrityksen ja markkinoiden tilasta.

### **2.3 Agenttiteoria**

Agenttiongelman (Investopedia) tarkoittaa yrityksen sidosryhmien välisiä eturistiriitoja esimerkiksi velkojien ja osakkeenomistajien välillä. Ongelmia syntyy, koska eri sidosryhmillä on eri näkemykset yrityksen suhteen. Yleisesti tiedetään, että agenttiongelman syntyy aina kun kyseessä on päämiehen ja agentin välinen intressiriita. Agenttikustannuksilla viitataan agenttiongelmista syntyviin kustannuksiin, kun päämies yrittää sitouttaa agenttiaan ajamaan päämiehensä etua.

Valvonta ja kontrolli saattavat olla agentin eli tässä tapauksessa yritysjohdon mielestä liikaa, mutta siitä huolimatta osakeyhtiöt menestyvät nimenomaan omistajien valvonnan ansiosta. Täydellistä valvontaa on kuitenkin mahdotonta järjestää ja sen seurauksena yrityksen johto pystyy ajamaan henkilökohtaisia etujaan (Carlos 1992).

Agenttikustannukset ovat lähtökohtaisesti alhaisemmat sellaisissa yrityksissä joissa johdolla on rahallista panosta eli omistusta yrityksessä. Tämä selittyy johdon ja omistuksen visioiden paremmalla integroitumisella (Jensen & Meckling, 1976).

Tiedon asymmetrisyys aiheuttaa usein agenttiongelman rahoittajien ja osakkeenomistajien välillä. Yrityksen johto voi hyväksyä liian riskisiä investointeja ja täten johto voi myös syyllistyä virhearvioon investoinnin kannattavuudesta. Johto voi myös hyödyntää yrityksen resursseja tehottomasti. Rahoittajat voivat hermostua edellä esitetyistä toimista, koska on heidän etunsa, että yritys toimii tehokkaasti ja maksaa velkansa rahoittajille (Barnea, Haugen, & Senbet, 1981).

Yritysten osinkopolitiikka voi vaikuttaa edellä mainittujen sidosryhmien suhteeseen. Omistajien ja rahoittajien riidat voidaan osittain välttää asettamalla lainakovenanteja, jotka määrittävät rahoittajien oikeudet yrityksen varallisuuteen. Jos ehdot eivät koske osinkopolitiikkaa ovat kovenantit kuitenkin kierrettävissä maksamalla osakkaille suurempia osinkoja. Rahoittajat voivat ehkäistä yllä mainitun tilanteen, jos yrityksen holtittomalle osinkopolitiikalle asetetaan kovenanteja (John & Kalay, 1982).

Lisääntynyt valvonta rahoitusmarkkinoilla osaltaan vähentää osingonjakoon liittyviä agenttikustannuksia. Yrityksen johto saattaa etsiä vieraan pääoman ehtoista rahoitusta markkinoilta, koska suurten osinkojen maksaminen vähentää yrityksen kassaa ja näin ollen myös johtajien etuuksia ja investointimahdollisuuksia (Easterbrook, 1984). Jensen (1986) väittääkin, että omistajat toisinaan saattavat vaatia ison kassan purkamista jakamalla tavallista suurempia osinkoja.

Tehokas valvonta laskee omistuksen ja johdon hajauttamisen aiheuttamia kustannuksia vähentämällä esimerkiksi ylimääräisten palkkioiden jakamista. Valvonta tehostaa myös yrityksen investointipolitiikkaa (Easterbrook, 1984).

Berlen ja Meansin (1932) mielestä huolelliset ja tunnolliset yritysjohtajat pitävät aina huolta osakkeenomistajien eduista ja sen seurauksena etsivät aina kannattavia investointikohteita, joilla kasvattaa omistajiensa varallisuutta. Tutkijoiden mukaan yritysjohdolla on kuitenkin aina pieni taipumus kuluttaa tai haaskata yrityksen varoja mitä ihmeellisimpiin kohteisiin. Jos yritysjohton ja omistajien välinen valvonta ei ole

riittävää, edellytykset yritysjohton tehottomuudelle täyttyvät. Agenttiongelman on siis varjostanut jo hyvin kauan johdon ja omistajien välisiä suhteita.

## **2.4 Pecking Order –teoria**

Teoria perustuu Myersin (1984) havaintoihin yritysten rahoituslähteistä vuosilta 1973-1982. Hän havaitsi, että suurin osa yrityksistä käyttää ensisijaisena rahoituskeinonaan tulorahoitusta ja sen jälkeen vierasta pääomaa. Osakeanneilla kerätty pääoma oli hyvin vähäistä. Myers muistuttaa, että yritykset saattavat teoriasta huolimatta rahoittaa toimintonsa osakeanneilla, vaikka vieras pääoma saattaisikin teorian valossa olla houkuttelevampaa.

Myers (1984) yleistää havaintojensa pohjalta, että yrityksillä on hyvät syyt välttää investointien rahoittamista osakeanneilla tai muilla riskisillä arvopapereilla. Yritykset eivät halua ajautua tilanteeseen, jossa niiden täytyy nostaa rahaa markkinoilta osakeannilla liian korkeaan hintaan.

Yritykset asettavat tavoitteellisen osinkosuhteen, jotta investointeja voitaisiin kattaa osittain tulorahoituksella. Yritys voi myös kattaa osan investoinneistaan vieraalla pääomalla, mutta pyrkimyksenä on kuitenkin välttää liian korkea velkaisuusaste. Syytä yllä mainittuun käyttäytymiseen on kaksi, ensinnäkin yritys yrittää välttää taloudellisen ahdingon aiheuttamia kustannuksia, jos esimerkiksi korkokustannukset kasvaisivat huomattavasti. Ja toiseksi yritys ylläpitää rahoituksellista väljyyttä lainaoptiolla. Tällä tarkoitetaan tilannetta, jossa yritys voi ottaa lisää velkaa halutessaan (Myers 1984).

Koska tavoitteelliset osingonmaksutasot ovat jäykkiä ja investointimahdollisuudet riippuvat pitkälti tulorahoituksen tasosta, joutuvat yritykset ajoittain turvautumaan vieraaseen pääomaan rahoittaakseen investointejaan. Vähitellen yritys velkaantuu ja näin ollen joutuu maksamaan korkeampaa korkoa. Kun tämä tapahtuu, yritys muuntaa ensimmäisenä vähiten riskiset arvopaperit riskisemmäksi velaksi tai vaihtovelkakirjoiksi välttellen kuitenkin osakeannilla tapahtuvaa rahoitusta (Myers, 1984).

Myers (1984) hyväksyy sen, ettei nokkimisjärjestysteoria selitä miksi yritykset maksavat osinkoa. Kun yritykset kuitenkin maksavat osinkoa, nokkimisjärjestysteorian periaatteiden pitäisi vaikuttaa osinkopäätöksiin erityisesti siksi, että investointien rahoittaminen oman pääoman ehtoisesti on kallista. Osinkojen jakaminen ei houkuttele yrityksiä, joiden kannattavuus on heikko, investointiaste on korkea ja/tai velkaantumisaste on korkea. Toisaalta kannattavammat yritykset maksavat enemmän osinkoa tuloksestaan.

## 2.5 Lintnerin malli

John Lintner (1956) aloitti päätoimisena professorina Harvardin yliopistossa tutkimaan yritysten osinkopolitiikkaa määrittäviä tekijöitä ja kehitti havaintojensa perusteella yritysten osingonjakopolitiikkaa kuvaavan mallin. Hän haastatteli tutkimustaan varten 28 yhdysvaltalaisyrityksen johtajaa. Lintner ei siis koskaan käyttänyt varsinaista kvantitatiivista dataa laatiessaan mallia, vaan se perustui puhtaasti haastatteluissa saatuihin tuloksiin. Hän päätyi oletukseen, jossa yritykset määrittelevät itselleen tavoitteellisen osingonjakotason. Käytännössä yritykset maksoivat tuloksestaan tietyn osuuden osinkoina osakkailleen. Lintner havainnollisti mallin seuraavasti:

$$D_t - D_{t-1} = a + c (TP_t - D_{t-1})$$

jossa,  $D_t$  = maksetut osingot ajanjaksolla  $t$

$a$  = vakio, kuvaa osinkojaon vakautta ja kasvua

$c$  = nopeuden sovittamiskerroin, arvo väliltä 0 ja 1

$T$  = tavoitteellinen osingonjakotaso

$P_t$  = voitot ajanjaksolla  $t$

Lintnerin mallia on sen julkistamisen jälkeen siteerattu monessa osingonjakopolitiikkaa käsittelevässä teoksessa. Mallin toimivuus on todistettu useaan otteeseen ja se kuuluu aihealueen tutkielmissa lähes aina teoreettiseen

viitekehukseen. Lintnerin (1956) mukaan yritysten tavoitteena on säilyttää tasainen osingonjakotaso sen sijaan, että ne vaihtelisivat osingonjakoaan vuodesta toiseen. Vakaata osingonjakotasoa perusteltiin kohtuullisuudella, varovaisuuden periaatteella ja ajatuksella siitä, että sijoittajat reagoisivat negatiivisesti vaihtelevaan osingonjakotasoon.

## **2.6 Omistusrakenneteoria**

Yrityksen omistusrakenteen vaikutusta osingonjakoon on tutkittu huolellisesti erinäisissä tutkimuksissa. Tutkimustulosten perusteella sen merkitys yritysten osingonjakopolitiikassa on huomionarvoinen.

Shortin, Zhangin ja Keaseyn (2001) mukaan yritysten osingonjakopolitiikan ja institutionaalisen omistuksen välillä on yhteys. Osinkojen verotus, agenttiongelmia ja signaalointi saattavat kuitenkin häiritä edellä mainittua yhteyttä. Osinkojen verotuksessa on luonnollisesti kansallisia eroja, mutta pääsääntöisesti jos yritysten ja instituutioiden välinen osinkojen verotus on kevyttä, kannustaa se instituutioita vaatimaan enemmän osinkoja yrityksestä.

Toisaalta instituutiot voivat kannustaa yrityksiä rahoittamaan osinkoja vieraalla pääomalla, jotta ne altistuisivat valvonnalle rahoittajien toimesta. Näin institutionaaliset omistajat voivat vähentää agenttikustannuksia (Short & al. 2001). Jensenin (1986) näkemys institutionaalisten omistajien määräysvallasta yritysten osinkopolitiikan suhteen vahvistaa yllä mainittua tulosta.

Eckbo ja Vernan (1994) tutkivat kanadalaisia yrityksiä ja totesivat yritysten osinkosuhteen kasvavan merkittävästi, jos suuromistajina oli instituutioita. Toisaalta jos yritysjohto oli yrityksen suurin omistaja, oli sillä alentava vaikutus osinkosuhteeseen.

## 2.7 Transaktiokustannusteoria

Rozeff (1982) olettaa aikaisempien tutkimustulosten perusteella, että yrityksen investoinnit, velkaantuneisuus ja agenttikustannukset vaikuttavat tuloksesta maksettavan osingon määrään. Rozeff toteaa, että yritykset ylläpitävät matalaa osingonjakotasoa silloin, kun liikevaihdon oletetaan kasvavan merkittävästi. Kun yritysten liikevaihto kasvaa, varoja kanavoidaan investointeihin osinkojen sijaan.

Myös liiketoiminnan riskisyydellä on Rozeffin mukaan vaikutusta yritysten ylläpitämään alhaiseen osingonjakotasoon. Yrityksellä on luonnollisesti kiinteitä kuluja ja Rozeffin mielestä osingonjako lukeutuu näihin kiinteisiin kuluihin. Ne yritykset, joille aiheutuu korkeita kiinteitä kustannuksia, pyrkivät maksamaan vähemmän osinkoja välttääkseen kiinteiden kulujen kattamisen vieraalla pääomalla. Näin ollen velkaantuneisuus heijastuu luonnollisesti yritysrisikkiin ja osinkopolitiikkaan.

Yritys jakaa Rozeffin mukaan enemmän osinkoa jos yrityksessä työskentelevien henkilöiden omistusosuus yrityksestä on suhteellisesti pienempi kuin ulkopuolisten omistajien. Osingonjako "insider"-henkilöille on kuitenkin osa yrityksen valvonta- ja sitouttamisjärjestelmää ja johdolle maksettava osinkoluontoinen palkkio vähentää agenttiongelmia.

### **3 Kirjallisuuskatsaus**

Yritysten osingonjakopolitiikasta on tehty paljon tutkimuksia ja niissä on löydetty yhteneväisiä havaintoja. Tässä kappaleessa käyn läpi tuloksia, joita on saatu eri maiden markkinoilta. Tutkielman empiirisessä osuudessa ei varsinaisesti tutkita omistusrakenteen vaikutusta yritysten osingonjakopolitiikkaan, mutta kirjallisuuskatsauksessa käydään lyhyesti läpi millaisia tuloksia tutkimuksista on saatu.

Omistusrakenteen vaikutus on Suomessakin huomattava tekijä osinkopolitiikan kannalta, koska pääsääntöisesti yhteisöt eivät maksa muista yrityksistä saaduista osingoista veroa (Valtiovarainministeriö). Short & al. (2001) mainitsevatkin suurten institutionaalisten omistajien vaativan enemmän osinkoa omistamistaan yrityksistä, mikäli veroseuraamukset saatavista osingoista ovat vähäiset.

#### **3.1 Omistusrakenteen vaikutus osinkopolitiikkaan**

Gugler ja Yurtoglu (2002) havaitsivat aineistostaan näyttöä siitä, että suurten ja pienten osakkeenomistajien välillä on ristiriitoja. Analysoitavana oli 736 muutosta osingonjaossa Saksan markkinoilla vuosina 1992-1998. Tutkijat havaitsivat negatiivisia vaikutuksia omistajien varallisuuteen sellaisissa yrityksissä, joissa omistus -ja hallintorakenteet syrjivät pienomistajia. Muutokset yritysten osingonjakopolitiikassa mahdollistivat näiden ristiriitojen tutkimisen.

Gugler ja Yurtoglu (2002) löysivät myös Lintnerin (1956) mallia tukevia näyttöjä. Jos yrityksen omistajana oli pääomistajan lisäksi myös toinen omistaja huomattavalla omistusosuudella, vaikutti se olennaisesti yritysten osinkopolitiikkaan. Yrityksen suurin omistaja halusi rajoittaa osinkosuuhdetta kun taas toiseksi suurin omistaja halusi kasvattaa osinkosuuhdetta. Myös Jensen (1986) ja Rozeff (1982) ovat löytäneet tutkimuksissaan samanlaisen yhteyden.

### **3.2 Hyvä hallintotapa, yrityksen koko ja riski**

Al Shabibi ja Ramesh (2011) tutkivat brittiläisten yritysten osinkopolitiikkaan vaikuttavia tekijöitä vuonna 2007. Menetelmänä he käyttivät regressioanalyysiä selvittääkseen yhteyksiä hyvän hallinnointitavan ja osinkopolitiikan välillä. Tutkimustulosten perusteella yrityksen hallituksen riippumattomuus, yrityksen koko ja yritysrisiki vaikuttavat osingonjakopäätöksiin Iso-Britanniassa. Tutkimus vahvistaa olettamusta, jonka perusteella corporate governance –periaatteet vaikuttavat osingonjakoon.

Toisin sanoen, mitä enemmän riippumattomia jäseniä yrityksen hallituksessa on, sitä suuremmat ovat yrityksen maksamat osingot. Päätelmät tukevat Jensenin (1986) agenttikustannusteoriaa sekä Rozeffin (1982) transaktiokustannusteoriaa.

### **3.3 Yrityksen tunnuslukujen vaikutus osingonjakoon**

Myers ja Bacon (2002) tutkivat 69 yhdysvaltalaisyritystä ja selvittivät niiden osinkopolitiikkaa määrittäviä tekijöitä. Selitettävänä muuttujana käytettiin yritysten osingonjakosuhdetta ja menetelmänä regressioanalyysiä. Selittävinä muuttujina käytettiin P/E-lukua, ROE-lukua, liiketulosta, velkaantuneisuutta, current ratiota ja EPS-luvun ja liikevaihdon ennustettua kasvua viideltä vuodelta. Selittävistä muuttujista P/E-luku ja velkaantuneisuus vaikuttivat positiivisesti osingonjakosuhteeseen.

Mitä korkeampi P/E-luku ja mitä velkaantuneempi yritys oli, sitä enemmän osinkoja jaettiin. Velkaantuneisuuden roolia selitettiin sillä, että velkaantuneisuus on pientä korkean kasvun toimialoilla, joilla kannattavia investointimahdollisuuksia riittää. Toisaalta toimialoilla, kuten metalli -ja paperitoimiala, joilla investointimahdollisuudet ovat suhteellisen rajatut ja kasvu on hidasta, korkea velkaantuneisuus on yleisempää.

Alhainen velkaantuneisuustaso korreloi Myersin ja Baconin mukaan korkean kasvun kanssa, koska kyseiset yritykset maksavat vähemmän tai ei ollenkaan osinkoja tarkoituksenaan rahoittaa investointejaan omalla riittävällä kassalla. Kyseinen väite



tukee myös Rozeffin (1982) tutkimustuloksia. Korkean P/E-luvun yritykset maksoivat myös enemmän osinkoa voittovaroistaan.

### **3.4 Katsaus New York Stock Exchange –yrityksiin**

Baker ja Powell (2000) suorittivat kyselytyyppisen tutkimuksen NYSE -yrityksistä. He kysyivät yritysjohtajilta, mitkä tekijät vaikuttavat osingon määrään. Tutkimustuloksia vertailtiin vuonna 1983 tehtyyn samanlaiseen tutkimukseen ja tulokset olivat suurilta osin samankaltaisia.

Nykyiset ja tulevat tuotot vaikuttivat huomattavasti osingon määrään, kuten myös aikaisemmin maksettujen osinkojen taso. Bakerin ja Powellin saamat tutkimustulokset tukevat Lintnerin (1956) tekemiä havaintoja osinkojen alentamisesta.

Osakkeen hintakehitys vaikutti jaetun osingon määrään, kuten myös se että muutos osingossa saattaisi vaikuttaa negatiivisesti sijoittajien päätöksiin. Asquith ja Mullins (1986) toteavatkin, että yritykset voivat osingonjaon muutoksilla signaloida yrityksen tilasta.

Bakerin ja Powellin mukaan kassavirtojen tasaisuus oli myös hyvin merkittävä tekijä päätettäessä osingoista. Myersin (1984) mukaan yritykset käyttävät investointiensa rahoittamiseen pääasiassa vierasta pääomaa. Kannattavilla investoinneilla yritykset voivat pitää kassavirran positiivisena ja optimaalisella pääomarakenteella voidaan välttää taloudellisen ahdingon aiheuttamat ylimääräiset kustannukset, joihin Rozeff (1982) viittaa pohtiessaan yritysten alhaista osingonjakotasoa.

## 4 Tutkimusaineisto- ja menetelmä

### 4.1 Aineiston hankinta

Tutkimuksessa käytetty aineisto on hankittu Kauppalehden (Kauppalehti.fi) verkkosivuilta tulostiedoista. Tulostiedot kuvaavat tilinpäätöstunnuslukuja. Otoksessa on käytetty OMXH25 –indeksin yrityksiä, pois lukien pankit, sekä 19 satunnaisesti valittua suomalaista pörssiyritystä. Kriteerinä valituille yrityksille on ollut se, että ne ovat maksaneet jokaisena tarkasteluvuonna osinkoa. Yrityksistä on haettu aineistoa viideltä vuodelta ajanjaksolta 2007-2011.

### 4.2 Muuttujien kuvailu

Tunnusluvut, joilla selitetään osinkotuottoja on valittu yrityksen eri osa-alueiden edustavuuden perusteella. Tunnuslukujen avulla lukija saa käsityksen yritysten kannattavuudesta, velkaantuneisuudesta, maksuvalmiudesta ja muista oleellisista seikoista, kuten investointiasteesta ja yritysten markkina-arvosta. Seuraavaksi käytettävät tunnuslukumuuttujat esitellään ja samalla perustellaan niiden käyttöä tässä tutkielmassa. Jokaisen tunnusluvun osalta on myös laadittu oletushypoteesi niiden vaikuttavuudesta osinkotuottoihin. Hypoteeseja vertaillaan toiseksi viimeisessä kappaleessa regressioanalyysissä saatujen tulosten kanssa.

#### 4.2.1 Osinkotuotot

*Osinko/Osakkeen irtoamispäivän kurssi*

jossa, Osinko = Absoluuttinen tilikauden rahamääräinen osinko

Osakkeen irtoamispäivän kurssi = Irtoamispäivän osakekurssi tai uusin päätöskurssi, mikäli irtoamispäivä on tulevaisuudessa

Osinkoja laskiessa käytettiin harkintaa määrittäessä, mitkä erät lasketaan osingoksi. Esimerkiksi Stora Enso jakoi vuonna 2009 osinkoa purkamalla ylikurssirahastoaan sen sijaan, että se olisi jakanut tavanomaista osinkoa voittovaroistaan. Tarkastelujakson aikana myös Elisa, Orion, Oriola KD ja Stora Enso jakoivat pääomanpalautuksia. Yrityksillä on syynsä jakaa osinkoja pääoman palautuksen muodossa. Tarkastelujakson aikana jaetut pääoman palautukset olivat yleisesti ottaen huomattavan pieniä, joten ne laskettiin mukaan rahamääräisten osinkojen rinnalle.

Pörssisäätiö (2012) listaa kolme syytä joiden perusteella yritykset saattavat jakaa osinkoa pääoman palautuksena. Ensinnäkin, pääomanpalautuksia verotetaan luovutusvoittoverona, jota ei käytännössä peritä lainkaan palautusvuonna. Toiseksi, yritys ei välttämättä löydä pääomalle tuottavampaa käyttöä, joten se jakaa yritykseen sijoitettuja varoja omistajilleen.

Kolmanneksi, pääoman palautus vaikuttaa yrityksen tunnuslukuihin, nimittäin oman pääoman määrä vähenee palautuksen verran, joten omaan pääomaan sidoksissa olevat tunnusluvut muuttuvat. Sijoitetun pääoman tuottoprosentti kasvaa, mutta vastaavasti omavaraisuus heikentyy. Vastaavasti käy myös osinkoa maksettaessa.

Kemira jakoi vuonna 2010 osakkeiden splitin yhteydessä osinkoa 3,95 euroa eli osinkotuotona 31,5 prosenttia. Osinkotuotto on huomattava, jos edellisvuoden osinkotuotot kyseiseltä yritykseltä olivat vain 7,5 prosenttia. Splittien vaikutukset on jätetty pois osinkotuotoista, koska ne vääristäisivät aineistoa.

#### 4.2.2 Liikevaihdon muutos

$$[(\text{Liikevaihto}_x - \text{Liikevaihto}_{x-1}) / \text{Liikevaihto}_{x-1} \times 100]$$

jossa,       $\text{Liikevaihto}_x$  = Tilikauden liikevaihto

$\text{Liikevaihto}_{x-1}$  = Edellisen tilikauden liikevaihto

Rozeff (1982) esittää tutkimuksessaan, että yrityksen kasvu vaikuttaisi negatiivisesti yrityksen jakamiin osinkoihin. Tämä kasvu perustuu aikaisempiin ja nykyisiin investointeihin, jotka osingonjaon substituuttina heikentävät yrityksen kykyä maksaa osinkoa. Tämän perusteella voi olettaa että kasvuvaiheessa olevat suomalaiset pörssiyritykset jakavat vähemmän osinkoja.

**H1:** Liikevaihdon kasvulla on negatiivinen vaikutus osinkotuottoihin.

### 4.2.3 Sijoitetun pääoman tuotto prosentti

$$\frac{[\text{Nettotulos} + \text{Nettorahoituskulut} + \text{Välittömät verot} - \text{Satunnaiserien verovaikutus}] \times \text{NORM}}{[\text{Tasesubstanssi} + \text{korolliset velat keskimäärin}] \times 100}$$

jossa,        Nettorahoituskulut = Yhteenlasketut rahoituskulut tilikaudelta

                  Välittömät verot = Tilikaudella maksettavat verot

                  Satunnaiserien verovaikutus = Satunnaisista eristä aiheutuvat verot

                  NORM = Normeerauskerroin

                  Tasesubstanssi = Oman pääoman kirjanpidollinen arvo

                  Korolliset velat keskimäärin = Tilikauden km. korolliset velat

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti mittaa, kuinka paljon yritys on tehnyt tuottoa käytetylle pääomalle. Tunnusluvussa korostuu panos-tuotto -asetelma, jossa liiketoiminnan tuottoa verrataan tuoton hankkimiseen käytettyyn pääomaan. Arvioitaessa yrityksen johdon suoriutumista voidaan tutkia sijoitetun pääoman tuottoa, koska johdolla on mahdollisuus vaikuttaa sekä kannattavuuteen että liiketoiminnan sitomaan pääomaan. Se on yksi käytetyimmistä taloudellisista tavoitteista kuvaavista tunnusluvuista. Sipo-prosenttiin vaikuttaa yrityksen rakenteellinen kannattavuus ja pääoman kiertonopeus. (Kallunki & Lantto. 2008, 130-131)

**H2:** Sijoitetun pääoman tuotto prosenttin kasvu vaikuttaa positiivisesti osinkotuottoihin.

#### 4.2.4 Nettovelkaantumisaste

$$[\text{Korollinen velka} - \text{Likvidit varat}] / \text{tasesubstanssi} \times 100$$

jossa, Likvidit varat = Rahat ja rahoitusarvopaperit

Nettovelkaantumisastetta eli gearing-lukua käytetään nykyään laajasti vakavaraisuuden mittaamiseen. Sen saamaan suosioon vaikuttaa osaltaan se, että kirjanpitolautakunta suosittelee sen julkaisemista, vaikkei tilinpäätöksessä vaadita kuin omavaraisuusasteen ilmoittaminen (Niskanen & Niskanen. 2003, 134).

Gearing-lukua tulisi tulkita niin, että se tarkastelee yrityksen vieraan pääoman määrää suhteessa omaan pääomaan kuvitellussa tilanteessa, jossa yritys käyttäisi kaikki likvidit varansa korollisten velkojen lyhentämiseen. Mitä suurempi Gearing-luku on, niin sitä velkaantuneempi yritys on. Mikäli yrityksen nettovelkaantumisaste on alle 100 prosenttia, voidaan tunnusluvulle antaa hyvä arvo. (Niskanen & Niskanen. 2003, 134).

Teoriaosuudessa ja kirjallisuuskatsauksessa pohdittiin myös vaihtoehtoa, jossa yritys rahoittaa osinkoja tai paikkaa osingonjaon aiheuttamaa kassavajetta vieraalla pääomalla.

**H3:** Yrityksen velkaantuneisuusasteen kasvu vaikuttaa positiivisesti osinkotuottoihin.

#### 4.2.5 Current ratio

$$(\text{Vaihto-omaisuus} + \text{rahoitusomaisuus}) / \text{lyhytaikainen vieras pääoma}$$

Current ratiota käytetään yleisesti yrityksen likviditeetin ja lyhytaikaisten velkojen maksukyvyyn mittarina. Tunnusluku on oikeastaan nettokäyttöpääoma ilmaistuna suhdelukuna. Suhdelukumuodon takia sitä pidetään luotettavampana tunnuslukuna kuin nettokäyttöpääomaa likviditeetin mittauksessa. Current ratio lasketaan

jakamalla rahoitusomaisuuden ja vaihto-omaisuuden summa lyhytaikaisilla veloilla (Niskanen & Niskanen. 2003, 118).

Current ration oletuksena on että vaihto-omaisuus on realisoitavissa lyhyellä aikavälillä. Näin ollen se mittaa laajemmin yrityksen maksukykyä kuin quick ratio. Yritystutkimusneuvottelukunta on antanut ohjeavot current ratiolle, jossa yli 2 on hyvä, 1-2 on tyydyttävä ja alle 1 on heikko. (Kallunki et al. 2008, 159)

**H4:** Yrityksen maksuvalmiuden parantuminen vaikuttaa positiivisesti osinkotuottoihin.

#### **4.2.6 Investointiaste**

*(Bruttoinvestoinnit / liikevaihto x 100)*

Gugler ja Yurtoglu (2002) havaitsivat tutkimuksessaan institutionaalisten omistajien vaativan enemmän osinkoja yrityksistä kuin piensijoittajien. Suuret omistajat voivat siten vaatia osinkoja yrityksestä sen sijaan, että yritysjohto investoisi voittovarot tuottavasti.

Investointiaste riippuu todennäköisesti molemmista edellä mainituista seikoista, mutta investointien laajuus, yritysten rahoitusrakenne ja osinkotuotot ovat Rozeffin (1982) mukaan suhteessa toisiinsa. Easterbrookin (1984) mukaan osinkojen jako yleisesti vähentää yrityksen investointimahdollisuuksia.

**H5:** Investointiasteen kasvulla on negatiivinen vaikutus osinkotuottoihin.

#### **4.2.7 Nettorahoituskulut / Liikevaihto**

Tunnusluku ilmaisee, kuinka suuri osa myyntituloista tarvitaan rahoituskuluihin (Kauppalehti.fi). Myersin (1984) mukaan yritykset välttävät investointien rahoittamista osakeanneilla ja sen sijaan käyttävät tulorahoitusta ja vierasta pääomaa investointiensa rahoittamiseen. Luonnollisesti mitä velkaantuneempi yritys on, sitä enemmän se maksaa veloistaan korkoa.

Barnea & al. (1981) pohtivat agenttiongelmateorian pohjalta rahoittajien ja osakkeenomistajien välistä ristiriitaa. Rahoittajien etu on, että yritykset maksavat koron ja lyhennyksen ilman suurempia ongelmia. John & Kalay (1982) ehdottavat tutkimuksessaan, että rahoittajat asettaisivat lainakovenanteja yrityksille, jotta ne eivät maksaisi liian suuria osinkoja osakkeenomistajille ja kykenisivät näin suoriutumaan vastuistaan rahoittajia kohtaan.

**H6:** Nettorahoituskulujen kasvu suhteessa liikevaihtoon vaikuttaa negatiivisesti osinkotuottoihin.

#### 4.2.8 P/B-luku

*[Markkina-arvo / (tasesubstanssi - vähemmistöosuus omasta pääomasta)]*

Luonnollisessa tilanteessa yrityksen markkina-arvo on tase-arvoa suurempi eli P/B-luku on suurempi kuin 1 (Kauppalehti.fi). P/B-luku ilmaisee, kuinka yritys on markkinoilla arvostettu kirjanpitoarvoonsa nähden. Korkea P/B-luku yleensä indikoi korkeampaa tuotto-odotusta kasvupotentiaalin, kilpailuedun tai pienemmän riskin takia. Samanaikaisesti se ilmaisee yrityksen olevan suhteellisesti kalliimpi. Noususuhdanteen aikana korkea P/B-luku voi johtua myös ylioptimistista odotuksista ja/tai ylihinnittelusta. Laskusuhdanteen aikana matala P/B-luku voi kertoa sijoittajien pessimistisistä odotuksista ja/tai alihinnittelusta (The Financial Times). Rozeff (1982) epäili, että kasvavilla yrityksillä on tapana leikata osinkojaan jättääkseen varoja investoivaksi. Korkea P/B-luku voi nimenomaan kertoa kasvupotentiaalista.

**H7:** P/B-luvun kasvaessa osinkotuotot laskevat.

#### 4.2.9 Osinko/Kokonaistulos

Osinkosuhte ilmaisee, kuinka paljon yritys maksaa osinkoa tuloksestaan (Kauppalehti.fi).

Lintnerin (1956) mukaan yritykset tavoittelevat tasaista osinkosuhdetta. Yritykset viestivät tasaisella osinkosuhteella, että ne jakavat säännöllisesti sijoittajille osan voittovaroistaan ja pyrkivät näin välttämään negatiivisten signaalien ajautumista markkinoille. Asquith ja Mullins (1986) totesivat tutkimuksessaan yritysten käyttävän osinkopolitiikkaansa viestintävälineenä signaloidessaan markkinoille yrityksen tilasta. Tasaisella osingonjakosuhteella yritys voi antaa itsestään positiivisen kuvan ja miellyttää näin sijoittajia.

**H8:** Osingonjakosuhteen kasvaessa osinkotuotot kasvavat.

#### 4.2.10 Liiketulosprosentti

$$\text{Liiketulos} / [\text{Liikevaihto} + \text{Liiketoiminnan muut tuotot}]$$

Liiketulosprosentti kertoo, kuinka paljon varsinaisen liiketoiminnan tuotoista on jäljellä ennen rahoituskuluja ja veroja eli se kuvaa yrityksen saamaa katetta liiketoiminnastaan. Liiketulosprosentti soveltuu lähinnä yksittäisen yrityksen kehityksen seuraamiseen ja sitä voidaan tietyin varauksin käyttää toimialan sisäiseen vertailuun. Liiketulosprosenttia, jossa jakajana on liikevaihto, ei tulisi kuitenkaan käyttää vertailuun eri toimialojen välillä. Yleistäen voidaan sanoa, että yrityksillä, joilla on suuret tuotantomäärät ja varastot sekä suhteellisen nopea varastojen kiertoaika, on myös yleensä alhainen liikevoittoprosentti (Niskanen & Niskanen. 2003, 114).

**H9:** Liiketulosprosentin kasvaessa osinkotuotot kasvavat.



#### 4.2.11 Liikevaihto

Liikevaihdolla tarkoitetaan varsinaisen toiminnan myyntituottoja alennusten ja arvonlisäveron jälkeen (Kauppalehti.fi). Ho (2003) väittää tutkimuksessaan, että yritysten liikevaihdon suuruus vaikutti jaettuihin osinkoihin. Ho tutki liikevaihdon suhdetta osinkosuhteeseen australialaisissa ja japanilaisissa yrityksissä ja löysi positiivisen yhteyden eli suuremmat yritykset jakavat myös enemmän osinkoa.

**H10:** Suuryritysten osakkeista saa paremman osinkotuoton.

#### 4.2.12 P/E-luku

P/E-luku on laajalti käytetty osakemarkkinoiden tunnusluku. Se lasketaan jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella. Alhainen P/E-luku viittaa siihen että osake on aliarvostettu suhteessa korkeamman P/E-luvun osakkeisiin. (Kallunki et al. 2008, 177)

P/E-lukua voidaan havainnoillistaa myös siten, että se ilmentää sitä, miten monessa vuodessa sijoitus osakkeeseen maksaisi itsensä takaisin, jos osakekohtainen tulos pysyy samana. Sijoittajan kannalta P/E-lukua voidaan lukea siten, että osake on edullinen jos P/E-luku on pieni ja kallis mikäli P/E-luku on suuri. (Niskanen & Niskanen. 2003, 151)

**H11:** Kun P/E-luku pienenee, niin osinkotuotot kasvavat.

#### 4.2.13 Omavaraisuusaste

Omavaraisuusaste saadaan laskettua jakamalla oma pääoma taseen loppusummalla, josta on vähennetty saadut ennakot, joihin liittyvä keskeneräinen työ tai projekti sisältyy yrityksen vaihto-omaisuuteen (Niskanen & Niskanen. 2003, 131). Omavaraisuusastetta ei ole hyvä käyttää yrityksen vakavaraisuuden tulkinnaissa, mikäli sillä on paljon likvidejä varoja. Nettovelkaantumisaste ottaa huomioon likvidit varat, joten yrityksen vakavaraisuuden voi nähdä eri tavalla näiden tunnuslukujen

valossa. YTN:n ohjeiden mukaisesti yli 40% omavaraisuusaste on hyvä, 20-40% on tyydyttävä ja alle 20% on heikko. (Kallunki et al. 2008, 147).

**H12:** Kun omavaraisuus paranee, niin osinkotuotot kasvavat.

### **4.3 Tilastollista tietoa muuttujista**

Tässä kappaleessa syvennytään tunnuslukumuuttujien luonteeseen. Muuttujia kuvaillaan seuraavaksi ennen varsinaisia muuttujamuunnoksia, jotta lukija saisi käsityksen yritysten todellisesta tilasta ja aineiston kattavuudesta.

Kuten taulukosta 1 havaitaan, muuttujat saavat hyvin erilaisia arvoja. Taulukossa on esitetty kaikki havainnot vuosilta 2007-2011. Esimerkiksi yritysten liikevaihto vaihtelee 73 miljoonasta eurosta noin 5 miljardiin euroon, keskiarvon ollessa noin 4 miljardia. Yritysten liikevaihto on kyseisinä vuosina kasvanut keskimäärin 6,3 prosenttia, vaikka taluskriisi ajoittuukin näille tarkasteluvuosille.

Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjeellisia arvoja tulkitsemalla huomataan, että yritysten maksuvalmius on ollut joissakin tapauksissa huono, mutta pääsääntöisesti se on ollut tyydyttävällä tasolla keskiarvon ollessa noin 1,45.

Nettorahoituskuluja tarkastellessa huomataan, että useilla yrityksillä on ollut saatavia rahoitustuottojen muodossa. Keskiarvon ollessa noin 0,9 prosenttia liikevaihdosta voidaan todeta, että yritykset eivät ole maksaneet huimia korkokuluja veloistaan.

Investointiaste on ollut tarkastelujaksolla keskimäärin 7 prosenttia, mikä viittaa siihen että yritykset ovat tehneet investointeja heikoista talousnäkymistä huolimatta. Sijoitetulle pääomalle saatu tuotto on keskimäärin ollut hyvällä tasolla, sillä sen keskiarvo on yli 18 prosenttia. Yritykset ovat myös jakaneet runsaasti voittovarojaan osinkoina eli keskimäärin yli 214,17 prosenttia.

Osinkosuhde voi ylittää 100 prosenttia, jos kokonaistulos on heikko tai negatiivinen. Tällöin yritykset jakavat aikaisempia voittovarojaan osinkoina ja prosenttiluvusta tulee huomattavan korkea, koska nimittäjänä oleva kokonaistulos on pieni. Esimerkiksi vuonna 2009 Outokumpu teki tappiota yli 300 miljoonaa euroa, mutta siitä huolimatta jakoi kokonaisosinkona 90 miljoonaa euroa. Tällöin Kauppalehden

antama osinkosuhdetunnusluku sai arvon 999. Laskemalla huomataan, että osinkosuhteeksi tässä tapauksessa tulisi noin -0,3. Kauppalehden tarjoamissa yritysten tulostiedoissa näyttäisi olevan periaatteena, että jos yritys tekee tappiota, niin tunnusluku saa arvon 999.

Liiketulosprosenttia tarkastellessa huomataan, että keskimäärin yritykset ovat olleet suhteellisen kannattavia. Tarkastelujaksolta keskiarvo liike tuloksesta on noin 9 prosenttia. Yritysten omavaraisuusastetta tutkiessa havaitaan, että yrityksillä on pyrkimys ylläpitää vakaata pääomarakennetta. Omavaraisuusaste on yleisesti hyvin lähellä 40 prosenttia, mikä vastaa yritystutkimusneuvottelukunnan suositusta (Kallunki et al. 2008, 147).

Nettovelkaantumistasetta tarkastellessa havaitaan, että yritykset ovat olleet joko hyvin velkaisia tai hyvin omavaraisia. Keskimäärin arvo on ollut noin 32 prosenttia, mikä on yritystutkimusneuvottelukunnan suosituksen mukaisesti hyvä arvo (Niskanen & Niskanen. 2003, 134).

P/B-lukua tutkiessa huomataan, että monet yritykset ovat arvostettu myös alle kirjanpitoarvonsa. Keskimäärin yritykset ovat kuitenkin arvostettu markkinoilla yli kaksinkertaisesti kirjanpitoarvoonsa nähden.

Osinkotuotot ovat olleet keskimäärin noin 4,5 prosenttia, joka tarkoittaa että sijoittajat ovat saaneet tarkasteluyrityksistä keskimäärin paremman tuoton kuin esimerkiksi sijoittamalla 2007 kolmevuotiseen valtion obligaatioon, jonka kuponkikorko oli 4,1 prosenttia (Valtiokonttori).

Muuttujien vinoutta tarkastellessa huomataan, että "raakoina" muuttujien jakaumat ovat pääsääntöisesti positiivisia, eli jakaumat ovat painottuneet vasemmalle. Nettovelkaantumistaseen ja erityisesti P/E-luvun jakaumat ovat toisaalta negatiivisia, eli oikealle päin kallistuneita.

Huipukkuuden osalta voidaan todeta, että tietyt tunnusluvut saavat suhteellisen poikkeavia arvoja. Erityisesti P/E-lukujen jakauma on poikkeuksellisen huipukas. Myös investointiaste, liikevaihto ja liikevaihdon muutos generoivat jokseenkin huipukkaan jakauman.

TUNNUSLUVUT	N	MIN	MAX	Keskiarvo	Keskihajonta	Mediaani	Vinous	Huipukkuus
Liikevaihdon muutos	205	-51,8	125,6	6,27	18,94	6,1	1,572	10,128
Current ratio	205	0,43	4,06	1,45	0,6	1,31	1,976	5,181
Net.rah. kulut/LV	205	-2,00	6,8	0,91	1,02	0,8	1,291	5,566
Liikevaihto	205	73,27	51058	3967,19	7302,75	1760,8	4,588	24,105
Investointiaste	205	0,8	69,9	7	8,2	4,1	3,715	20,026
Sipo	205	-13,4	88,0	0,18	0,16	0,14	1,584	3,344
Osinko/Kokonaistulos	205	0,00	999	214,17	328,66	70,7	1,904	1,807
Liiketulosprosentti	205	-0,159	0,349	0,09	0,08	0,07	1,121	2,057
Omavaraisuusaste	205	24,4	81,9	45,96	10,79	44,4	0,881	0,771
Nettovelkaantumisaste	205	-148,8	146,9	31,8	50,49	37,2	-0,685	1,152
P/B-luku	205	0,4	8,75	2,27	1,63	1,82	1,546	2,306
P/E-luku	205	-1034,7	447,83	13,48	84,83	14,95	-8,685	118,568
Osinkotuotot	205	1,00	11,9	4,49	2,26	4,1	0,802	0,094

Taulukko 1. Kuvailevaa tietoa muuttujista ennen muuttujamuunnoksia.

#### 4.4 Tutkimusmenetelmät

Tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten edellä mainitut selittävät muuttujat selittävät osinkotuottoja. Selittäviä muuttujia on 12, aineistoa on ajanjaksolta 2007-2011 ja yrityksiä on 41 kappaletta. Käytettävä aineisto on paneelidatan muodossa. Tutkimuksessa sovelletaan stacked time series -menetelmää, jotta kausallisuuden havaitseminen yhteensä kaikilta eri vuosilta olisi helpompaa. Menetelmässä jokaisen vuoden havainnot yhdestä tunnusluvusta pinotaan yhdelle sarakkeelle ja tunnuslukuja jokaiselta vuodelta analysoidaan kokonaisuutena. Tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista regressioanalyysiä ja pienimmän neliösumman menetelmää.

##### 4.4.1 Aineiston muokkaus

Kun varsinainen aineisto oli kerätty, tutkittiin seuraavaksi soveltuiko käytettävä aineisto regressioanalyysiin. Luonnollisesti aineiston pienuus aiheuttaa jo itsessään ongelmia. Suuremmalla aineistolla saavutettaisiin varmasti parempia tuloksia.

Raakoja muuttujia työstettiin siihen suuntaan, että ne yleensä selittäisivät kahden muuttujan regressioanalyysissä paremmin osinkotuottoja. Tietyistä muuttujista otettiin logaritmuunnoksia ja joistakin otettiin neliöjuuri, jotta ne olisivat normaalijakautuneempia.

<b>TUNNUSLUVUT</b>	<b>Vinous</b>	<b>Huipukkuus</b>	<b>Shapiro-Wilk</b>
Liikevaihdon muutos %	1,572	10,128	<0,0001
LN. Current ratio	0,211	1,642	<0,0001
Net.rah. Kulut/LV	1,291	5,566	<0,0001
Sq. Liikevaihto	2,050	6,218	<0,0001
LN. Investointiaste	0,437	-0,038	0,0099
Sipo-%	1,584	3,344	<0,0001
Liiketulosprosentti	1,121	2,057	<0,0001
Sq. Omavaraisuusaste	0,560	0,259	<0,0001
Nettovelkaantumisaste	-0,684	1,151	<0,0001
LN. P/B-luku	0,161	-0,620	0,0689
P/E-luku	-8,685	118,568	<0,0001
LN. Osinko/Kokonaistulos	0,767	1,246	<0,0001

Taulukko 2. Muuttujien vinous, huipukkuus sekä Shapiro-Wilk testin tulokset muunnosten jälkeen.

Shapiro-Wilk –testillä testattiin muokattujen muuttujien normaalijakaumaa ja testitulosten perusteella havaittiin, että kaikki selittävät muuttujat pois lukien P/B-luku eivät ole normaalijakautuneita, kuten taulukosta 2 havaitaan. Tulos epäilemättä laskee tutkimuksen luotettavuutta. Silmämääräisesti jakaumia tarkastellessa voidaan kuitenkin todeta, että muuttujien jakaumat ovat normaalijakauman oloisia.

#### 4.4.2 Mallin muodostus

Kun muuttujamuunnokset oli tehty, saatettiin mallin laatiminen suorittaa. Mallin selitykseen on merkitty myös aikaisemmin tehdyt logaritmuunnokset ja neliöjuuret sekä itse malliin viiden vuoden aikaväli. Mallin matemaattinen yhtälö on seuraava:

$$y_x = \alpha + \sum_{t=5}^t \beta_1 x_1 + \sum_{t=5}^t \beta_2 x_2 + \sum_{t=5}^t \beta_3 x_3 + \sum_{t=5}^t \beta_4 x_4 + \sum_{t=5}^t \beta_5 x_5 + \sum_{t=5}^t \beta_6 x_6 + \sum_{t=5}^t \beta_7 x_7 + \sum_{t=5}^t \beta_8 x_8 + \sum_{t=5}^t \beta_9 x_9 + \sum_{t=5}^t \beta_{10} x_{10} + \sum_{t=5}^t \beta_{11} x_{11} + \sum_{t=5}^t \beta_{12} x_{12} + \varepsilon$$

jossa,	$y_x =$	Osinkotuotot
	$\alpha =$	Vakiotermi
	$x_1 =$	Liikevaihdon muutos
	$x_2 =$	Ln. Current ratio
	$x_3 =$	Nettorahoituskulut/Liikevaihto
	$x_4 =$	Sqrt. Liikevaihto
	$x_5 =$	Ln. Investointiaste
	$x_6 =$	Sijoitetun pääoman tuotto prosentti
	$x_7 =$	Ln. Osinko/Kokonaistulos
	$x_8 =$	Liiketulos prosentti
	$x_9 =$	Sqrt. Omavaraisuusaste
	$x_{10} =$	Nettovelkaantumisaste
	$x_{11} =$	Ln. P/B-luku
	$x_{12} =$	P/E-luku
	$\varepsilon =$	Jäännöstermi

## 5 Tulokset

### 5.1 Korrelaatiomatriisi

Kuten taulukosta 3 huomataan, muuttujien väliset korrelaatiot ovat pääsääntöisesti suhteellisen pieniä. Pääsääntöisesti muuttujien väliset korrelaatiot eivät ole kovin suuria. Korrelaatiokertoimien väli on pienimmästä isompaan välillä <0,001 – 0,587. Multikollineaarisuusongelma syntyy kun selittävät muuttujat korreloivat vahvasti keskenään (KvantiMOTV 2012). Muuttujien väliset korrelaatiot ovat vähäisiä, joten multikollineaarisuusongelmaa ei pitäisi olla korrelaatiokertoimien perusteella.

TUNNUSLUVUT	LV muutos	CR	Rah. Kulut	LV	IA	Sipo-%	LT-%	OV	NV	P/B-luku	P/E-luku	Os./ko k. t/s.	Os. tuotot
LV muutos -%	1												
LN. Current ratio	0,008	1											
Net. Rah.Kulut/LV	-0,116	-0,069	1										
Sq. Liikevaihto	-0,087	-0,023	0,1	1									
LN. Investointiaste	0,061	-0,028	0,369	0,014	1								
Sipo-%	0,157	0,095	-0,348	-0,102	-0,196	1							
Liiketulos-%	0,139	0,134	0,194	0,085	0,347	0,448	1						
Sq. OV-aste	-0,128	0,417	-0,157	-0,153	0,155	0,24	0,402	1					
NV-aste	0,036	-0,319	0,608	0,037	0,247	-0,535	-0,216	-0,5	1				
LN. P/B-luku	0,052	0,044	-0,373	-0,133	0,015	0,587	0,468	0,332	-0,554	1			
P/E-luku	-0,039	0,062	-0,066	-0,016	-0,108	0,048	0,023	0,007	-0,119	0,107	1		
LN. Os. / kok. tulos	-0,285	-0,023	0,11	<0,01	-0,026	-0,284	-0,286	-0,046	0,12	-0,193	-0,075	1	
Osinkotuotot	-0,313	-0,086	0,085	-0,004	0,089	0,081	0,191	0,139	0,035	0,108	0,034	0,165	1

Taulukko 3. Korrelaatiomatriisi.

### 5.2 Regressioanalyysin tulokset

Taulukossa 4 on esitetty regression selitysaste ja merkitsevyys. Adjusted R<sup>2</sup> luku kertoo monimuuttujamallin selitysasteen, joka on 0,173. Eli käytännössä selittävät muuttujat selittävät 17,3 prosenttia osinkotuottojen vaihtelusta. F-testi antaa tuloksen 4,57 ja tulos on erittäin merkitsevä 1 prosentin riskitasolla. Heteroskedastisuutta testattiin Whiten testillä ja tuloksen perusteella H0 jää voimaan eli malli on homoskedastinen, mikä parantaa mallin uskottavuutta. Tulos voi

kuitenkin olla vain sattumaa ja johtopäätöksien tekeminen ei välttämättä ole perusteltua mallin pohjalta.

<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>Keskivirhe</b>	<b>N</b>	<b>F-testi</b>	<b>Sig.</b>	<b>Chi-Square</b>
0,222	0,173	2,129	205	4,573	<0,001	0,388

Taulukko 4. Regressioanalyysin selitysaste ja merkitsevyys.

Taulukossa 5 on esitetty regression tulokset. Kaikki muut muuttujat käyttäytyvät hypoteesien mukaisella tavalla, paitsi current ratio, liikevaihto, investointiaste, P/B-luku ja P/E-luku.

Tilastollisesti merkitseviä muuttujia ovat liikevaihdon muutos, liiketulosprosentti, osingonjakosuhte ja nettovelkaantumisaste. Liikevaihdon kasvu vaikuttaa negatiivisesti osinkotuottoihin ja tulos on erittäin merkitsevä, mikä on Rozeffin (1982) teorian ja kirjallisuuskatsauksessa mainittujen tutkimustulosten mukaista. Kasvuvaiheessa olevat yritykset jakavat siis vähemmän osinkoja omistajilleen.

Liiketulos vaikuttaa hyvin voimakkaasti osinkotuottojen määrään. Tulos tukee Lintnerin (1956) sekä Bakerin ja Powellin (2000) havaintoja tuottojen tärkeydestä yritysten osinkopolitiikassa. Myös Myers (1984) toteaa kannattavien yritysten jakavan enemmän osinkoa. Luonnollisesti mitä enemmän yritys jakaa osinkoja kokonaistuloksestaan, sitä suuremmat ovat myös osinkotuotot. Erittäin merkitsevän testituloksen perusteella voidaan olettaa osinkotuottojen riippuvan siitä, jaetaanko voittovarot osinkoina vai pidetäänkö rahat yrityksessä. Tulos tukee Lintnerin (1956) näkemystä yritysten tavoitteellisesta osingonjakosuhteesta. Myös Asquith ja Mullins (1986) totevat, että yritykset jakavat paljon osinkoa kokonaistuloksestaan signaloidessaan markkinoille yrityksen elinvoimaisuudesta.

Yrityksen nettovelkaantuneisuuden kasvaessa myös osinkotuotot kasvavat vähäisesti. Havainto on sinänsä erikoinen ja varovaisesti havainnon perusteella voisi olettaa että vieraalla pääomalla saatetaan kattaa osingonjaosta aiheutuvia kuluja. Rozeffin (1982) mukaan suuria osinkoja voidaan joutua kattamaan velalla, joka voisi tukea tulosta. Myersin ja Baconin (2002) tutkimuksessa velkaantuneet yritykset jakoivat enemmän osinkoa, mutta toisaalta kyseisten yritysten kasvu oli hitaampaa toimialan tilanteesta johtuen. Myös Short & al. (2001) tulivat tutkimuksessaan



tulokseen, jonka mukaan suuret omistajat kannustivat rahoittamaan osinkoja vieraalla pääomalla, jotta yritykset altistuisivat rahoittajien valvonnalle. Toimenpiteellä pyrittiin vähentämään vapaan kassavirran agenttikustannuksia. Samat syyt voivat selittää myös tämän tutkielman tuloksia.

Loput muuttujat ovat tilastollisesti merkityksettömiä, mutta esimerkiksi current ratio, nettorahoituskulut, sijoitetun pääoman tuotto-% ja omavaraisuusaste ovat melko lähellä tilastollisesti merkitsevää. Testitulosten mukaan yrityksen maksuvalmiuden parantuessa jaettavat osingot pienenevät. Nettorahoituskulujen kasvaessa osinkotuotot luonnollisesti pienenevät. Tulosten mukaan myös sijoitetun pääoman tuottojen ja omavaraisuuden kasvaessa jaetaan enemmän osinkoja. Edellä mainitut tulokset eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä, joten ne ovat enemmänkin suuntaa antavia tuloksia.

<b>Muuttujat</b>	<b>Odotettu etumerkki</b>	<b>Kerroin</b>	<b>T-arvo</b>	<b>P-arvo</b>
Vakiotermi		0,171	0,084	0,933
Liikevaihdon muutos	-	-0,041	-4,644	<0,001*
Current ratio	+	-0,643	-1,38	0,169
Net.rah. Kulut/LV	-	-0,276	-1,225	0,222
Liikevaihto	+	-0,001	-0,322	0,748
Investointiaste	-	0,033	0,153	0,879
Sipo-%	+	2,011	1,418	0,158
Osinko/Kokonaistulos	+	0,365	2,513	0,013*
Liiketulosprosentti	+	7,679	2,538	0,012*
Omavaraisuusaste	+	0,331	1,214	0,226
Nettovelkaantumisaste	+	0,012	2,382	0,018*
P/B-luku	-	0,061	0,183	0,855
P/E-luku	-	0,001	0,772	0,441

Taulukko 5. Regressioanalyysin tulokset. Tähdellä merkityt tulokset ovat merkittäviä 5 prosentin riskitasolla.

Mallin residuaalikuvaajien (Liite 3) perusteella voidaan todeta, että mallin sopivuus on kohtalaisella tasolla. Residuaalien jakauma on hieman vasemmalle vinoutunut. Studentisoitua residuaalijakaumaa tarkastelemalla huomataan, että suurin osa residuaaleista osuu 2 ja -2 välille. Muutama havainto osuu kahden yläpuolelle, joka heikentää mallin uskottavuutta. Regressiomallin residuaalijakaumilta odotetaan, että

ne olisivat siistejä ja tietyn kuvion mukaisia, mutta tässä mallissa residuaalit eivät ole jakautuneet tasaisesti. Yksi havainto on tasolla 0,5 Cook's D:n asteikolla, mutta se ei kuitenkaan ylitä arvoa 2, joten vaikuttavuus itse regressioon jää pieneksi. Aika ei ole tässä mallissa varsinainen muuttuja, joten autokorrelaatiota ei pitäisi olla havaittavissa. Residuaalikuvaajien perusteella mallin yleistettävyyttä kyseenalaistuu, ja mallista saatuja tuloksia ei voida pitää täydellisen luotettavina.

## 6 Johtopäätökset

Tässä tutkielmassa tutkittiin ja pohdittiin yritysten osinkopolitiikkaa. Ensimmäisessä tutkimuskysymyksessä tutkittiin, miten yritysten eri tunnusluvut selittävät niiden osinkopolitiikkaa. Toisessa tutkimuskysymyksessä pohdittiin yritysten omistuspohjan vaikutuksia osinkopolitiikkaan. Molempiin kysymyksiin saatiin vastauksia tutkielman edetessä.

Tutkielman teoriaosassa esiteltiin erilaisia teorioita, jotka liittyvät olennaisesti yritysten osinkopolitiikkaan. Teoriaosassa havaittiin, että esimerkiksi verotuksella, signaaloinnilla, agenttiongelmilla, nokkimisteorialla ja transaktiokustannusteorialla voidaan tarjota vastauksia yritysten harjoittamaan osinkopolitiikkaan.

Kirjallisuuskatsauksessa syvennyttiin yritysten osinkopolitiikkaa käsitteleviin tutkimuksiin. Saksalaisyrityksiä käsittelevässä tutkimuksessa havaittiin, että suuret institutionaaliset omistajat polkevat pienomistajien oikeuksia. Myös suurimpien omistajien havaittiin rajoittavan osingonjakoa, kun taas lähes yhtä suuret, mutta vähemmän merkittävät omistajat kannustivat yritystä jakamaan enemmän osinkoa.

Brittiläisyrityksiä käsittelevässä tutkimuksessa huomattiin, että omistajien riippumattomuus ja hyvä hallinnointitapa lisää yrityksen jakamia osinkoja. Tulos vahvistaa saksalaistutkimuksen päätelmiä, jos oletuksena on, että yrityksen suurimmat omistajat ovat kytköksissä yrityksen liiketoimintaan. Suomalaisyrityksien suhteen omistuspohjan vaikutuksia osingonjakopolitiikkaan ei ole juurikaan tutkittu, mikä antaisi hyvän lähtöasetelman jatkotutkimukselle.

Muissa kirjallisuuskatsauksen tutkielmissa käsiteltiin yhdysvaltalaisyritysten osinkopolitiikkaa. Molemmissa tutkimuksissa saatiin vahvoja näyttöjä yrityksen

nykyisten ja tulevien tuottojen vaikutuksesta jaetun osingon määrään. Kasvuvaiheessa olevat yritykset jakavat näiden tutkimusten mukaan vähemmän osinkoja kuin sellaiset yritykset, joiden liiketoiminnan taso on jo vakiintunut.

Tutkielman empiirisessä osassa tutkittiin miten eri tunnusluvut selittävät yrityksistä saatuja osinkotuottoja. Tunnusluvut mittaavat kannattavuutta, velkaantuneisuutta, kasvua, maksuvalmiutta, yrityksen markkina-arvoa ja investointien määrää. Tutkielman aineisto on hankittu Kauppalehden verkkosivuilta vuosilta 2007-2011 ja yritysten määrä on yhteensä 41. Tutkimusmenetelmänä käytettiin lineaarista regressioanalyysiä.

Regressioanalyysin tulosten perusteella havaittiin, että malli oli tilastollisesti merkitsevä ja liikevaihdon muutos, liike-tulos, osinkosuhde ja nettovelkaantumisaste selittävät merkitsevästi osinkotuottoja. Kannattavuudella on hyvin tärkeä rooli osingoista päätettäessä ja luonnollisesti sillä, kuinka paljon yritys jakaa osinkoja tuloksestaan. Tulos tukee Lintnerin (1956) teoriaa yritysten harjoittamasta vakaasta osinkopolitiikasta, joka perustuu nykyisiin tuottoihin ja aiempiin osingonjakosuhteisiin.

Liikevaihdon kasvun vaikutus osingonjakopolitiikkaan on mielenkiintoinen havainto tässä tutkimuksessa, koska se täsmää Rozeffin (1982) ja kirjallisuuskatsauksessa saatujen tulosten kanssa. Eli yritykset, jotka ovat kasvuvaiheessa jakavat vähemmän osinkoja kuin tasaisen liikevaihdon yritykset. Velkaantuneisuuden kasvaessa myös osinkotuotot näyttävät kasvavan. Myers ja Bacon (2002) saivat tutkimustuloksessaan samansuuntaisia tuloksia. Short & al. (2001) vihjaavat, että omistajat saattavat kannustaa yritystä rahoittamaan osinkoja vieraalla pääomalla, jotta yritykset altistuisivat rahoitusmarkkinoiden valvonnalle.

## 7. LÄHDELUETTELO

### Kirjallisuuslähteet

Al Shabibi, B. K & Ramesh, G. (2011). An Empirical Study on the Determinants of Dividend Policy in the UK. *International Research Journal of Finance and Economics*, 80, 117.

Akerlof, G. (1970). The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488–500.

Asquith, P. & Mullins, D. W. Jr. (1986). Signaling with dividends, stock repurchases, and equity issues. *Financial Management*, 15, 27–44.

Auerbach, A. J. (1979). Share valuation and corporate equity policy. *Journal of Public Economics*, 11, 291–305.

Baker, H.K & Powell, G.E. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms. *Financial Practice and Education*, 33-39.

Brennan, M. J. (1970). Taxes, market valuation, and corporation financial policy. *National Tax Journal*, 23, 417–427.

Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1981). Market imperfections, agency problems, and capital structure: a review. *Financial Management*, 10, 7–22.

Carlos, A. M. (1992). Principal–agent problems in early trading companies: a tale of two firms. *American Economic Review*, 82, 140–145.

Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650–659.

Eckbo, B.E., Verma, S. (1994). Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance*, 1, 33– 62.

Farrar, D. E., & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20, 444–462.

Frankfurter, G.M & Wood, B.G. (2002). Dividend Policy Theories and their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysts*, 11, 112-113.

Gugler, K & Yurtoglu, B.B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review* 47, 753-754.

Gupta, A. & Banga, C. (2010). The Determinants of Corporate Dividend Policy. *Decision*, 37.

Ho, H. (2003), Dividend Policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*, 9, 91-100.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.

John, K., & Kalay, A. (1982). Costly contracting and optimal payout constraints. *Journal of Finance*, 37, 457–470.

Kallunki, J-P. & Lantto, A-M. & Sahlström, P. (2008) Tilinpäätösanalyysi IFRS-maailmassa. Helsinki, Talentum Media Oy.

Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*, 78, 97-113.

Martikainen, T., Rothovius, T. & Yli-Olli, P. (1993). On the Individual and Incremental Information Content of Accrual earnings, Cash Flows and Cash dividends in the Finnish Stock Market. *European Journal of Operational research*, 68.

Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961). "Dividend policy, Growth and the Valuation of Shares". *The Journal of Business*, 34, 411-433.

Miller, M.H & Scholes, M. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141.

Myers, M. & Bacon, F. (2002). The Determinants of Corporate Dividend Policy. *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, 7, 105-109.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575–592.

Niskanen, J. & Niskanen, M. (2003) Tilinpäätösanalyysi. Helsinki, Edita Prima.

Pätäri, E.J., & Leivo, T.H. (2009). Performance of the Value Strategies in the Finnish Stock Markets. *Journal of Money, Investment and Banking*, 8, 84-85.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 249–259.

Short, H & Zhang, H & Keasey K. (2001). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8, 105–122.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355–374.

## **Verkkolähteet**

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern and Private Property*. Saatavilla: [http://books.google.fi/books?id=mLdLHhqxUb4C&pg=PA19&hl=fi&source=gbs\\_toc\\_r&cad=4#v=onepage&q&f=false](http://books.google.fi/books?id=mLdLHhqxUb4C&pg=PA19&hl=fi&source=gbs_toc_r&cad=4#v=onepage&q&f=false)

Investopedia. (2012). Agency theory. Saatavilla: <http://www.investopedia.com/terms/p/principal-agent-problem.asp>

KvantiMOTV. (2012). Regressioanalyysi. Regressioanalyysin rajoitteet. Saatavilla:  
<http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/regressio/rajoitteet.html>

Pörssisäätiö. (2012). Osakesäästäminen. Verokohtelu suosii pääomanpalautuksia.  
Saatavilla: <http://www.porssisaatio.fi/verokohtelu-suosii-paaomanpalautuksia>

Valtiokonttori. (2007). Suomen valtion tuotto-obligaatiolainan lainaehdot 27.8.2007,  
myyntiesite. Saatavilla: <http://www.treasuryfinland.fi/public/>

Valtiovarainministeriö. (2012). Elinkeinoverotus. Yhteisön verotus. Saatavilla:  
[http://www.vm.fi/vm/fi/10\\_verotus/03\\_elinkeinoverotus/05\\_yhteison\\_verotus/index.jsp](http://www.vm.fi/vm/fi/10_verotus/03_elinkeinoverotus/05_yhteison_verotus/index.jsp)

Financial Times. (2012). Lexicon. Price-to-book ratio. Saatavilla:  
[http://lexicon.ft.com/Term?term=price\\_to\\_book-ratio](http://lexicon.ft.com/Term?term=price_to_book-ratio)

Verovirasto. (2012). Verohallinnon ohjeet 2012. Osinkotulojen verotus, luonnollinen  
henkilö. Saatavilla: [http://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat\\_veroohjeet/Verohallinnon\\_ohjeet/2012/Osinkotulojen\\_verotus%2819821%29](http://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Verohallinnon_ohjeet/2012/Osinkotulojen_verotus%2819821%29)

### **Aineisto ja tunnuslukujen kaavat**

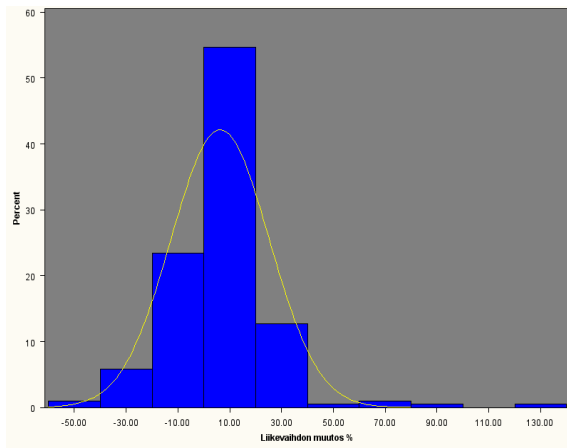
Kauppalehti.fi. (2012). Pörssikurssit. Tulostiedot yrityksistä. Saatavilla:  
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi>

## 8. Liitteet

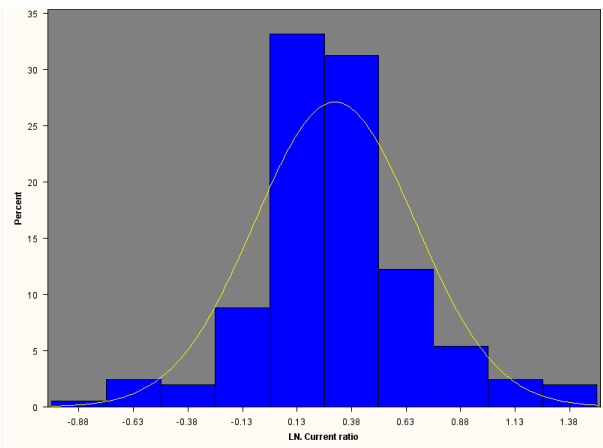
### Liite 1. Tutkielmassa käytetyt osinkoa 2007-2011 maksaneet pörssiyritykset.

Amer Sports A  
Cargotec  
Elisa  
Fortum  
Kemira  
Kesko B  
Kone  
Konecranes  
Metso  
Neste Oil  
Nokia  
Nokian renkaat  
Orion B  
Outokumpu  
Outotec  
Rautaruukki  
Sanoma  
Stora Enso R  
TeliaSonera  
UPM-Kymmene  
Wärtsilä  
YIT  
Tieto  
Stockmann B  
HKScan  
Fiskars  
Ahlstrom  
Huhtamäki  
Atria  
Oriola KD A  
Alma Media  
Affecto  
Aspo  
Basware  
F-Secure  
Uponor  
Etteplan  
Pöyry  
Wulff  
Viking Line  
Martela

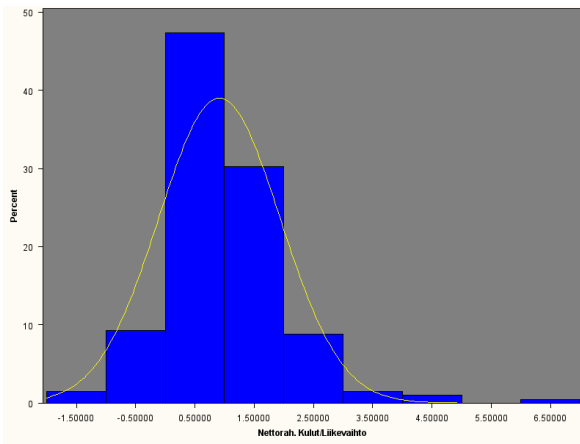
## Liite 2. Muuttujien normaalijakaumat muuttujamuunnosten jälkeen.



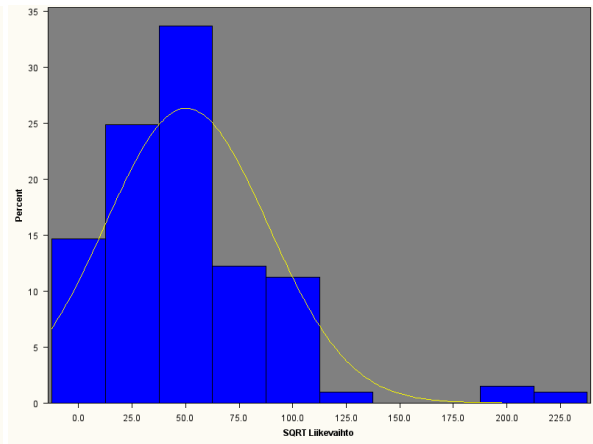
Liikevaihdon muutos -%



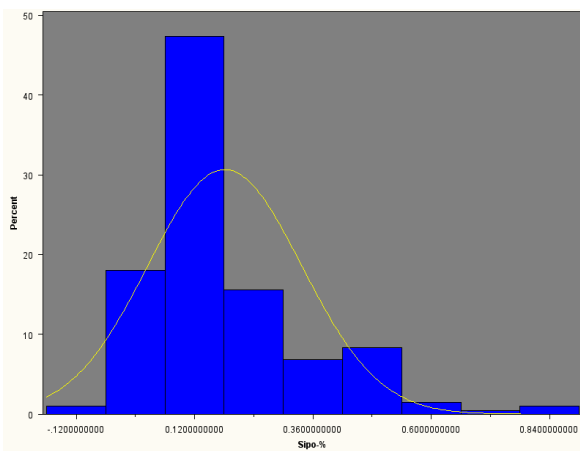
LN. Current ratio



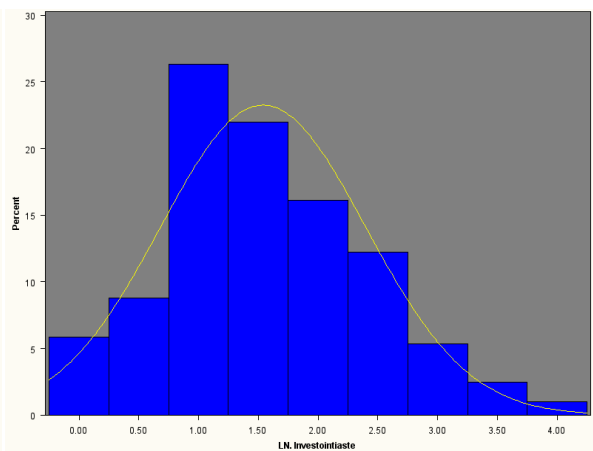
Nettorahoituskulut/Liikevaihto



Sqrt. Liikevaihto

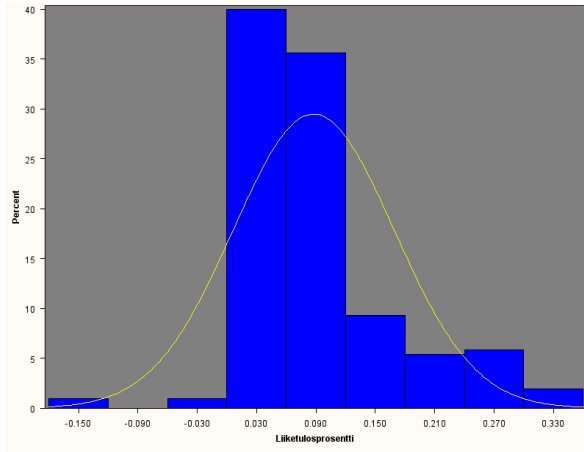


Sipo-%

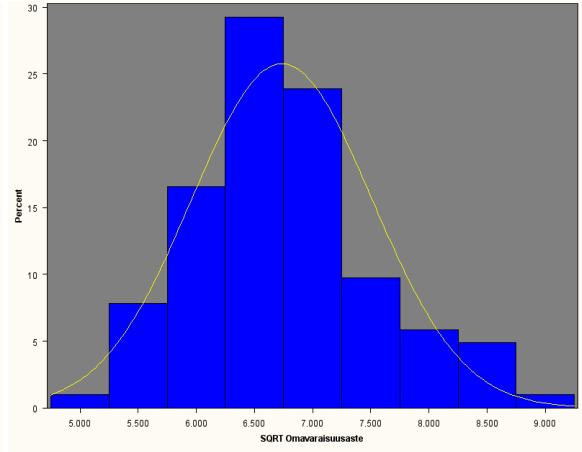


LN. Investointiaste

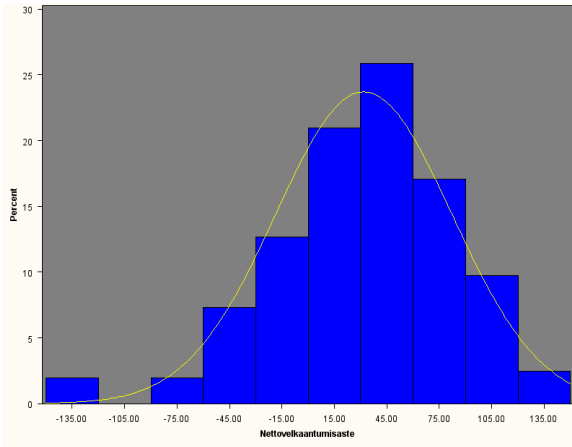




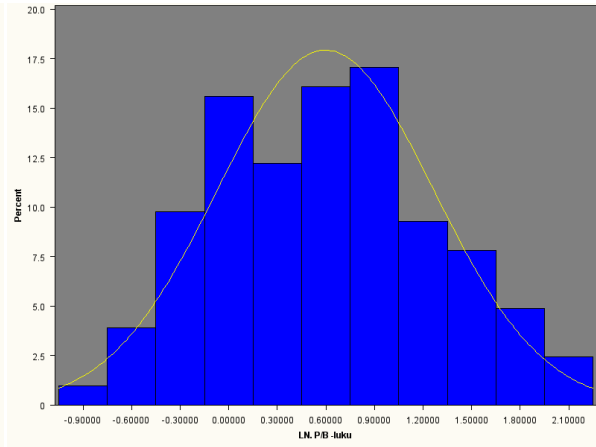
Liiketulos-%



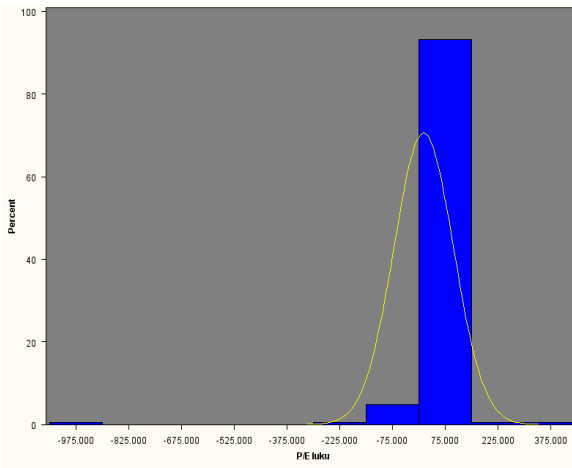
Sqrt. Omavaraisuusaste



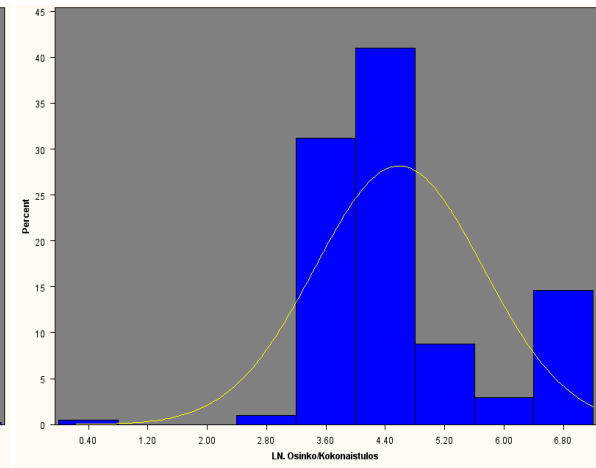
Nettovelkaantumisaste



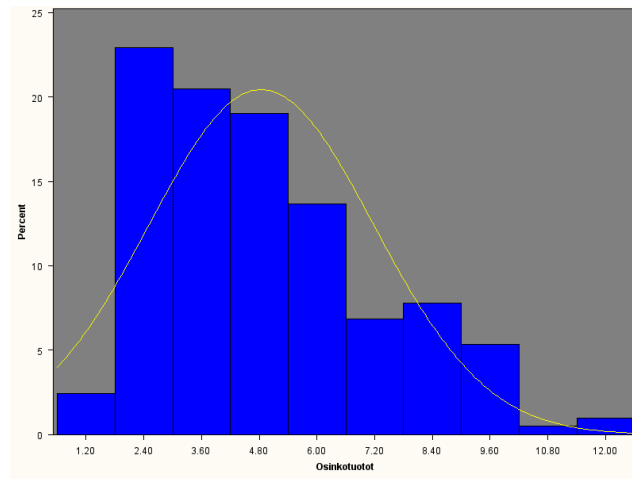
LN. P/B-luku



P/E-luku



LN. Osinko/Kokonaistulos



Osinkotuotot

**Liite 3. Regressiomallin residuaalikuvaajat.**

