

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

Kauppätieteellinen tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Laskentatoimi

## **Suomalaisten metsäkonsernien osingonjako**

**2000-luvulla**

**Dividend distribution of the Finnish forest concerns in the**

**21st century**

27.11.2009

Tekijä: Lauri Helle

Opponentti: Minna Sainio

Ohjaaja: Satu Pätäri

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1</b>	<b>JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1	AIKASEMPIA TUTKIMUKSIA.....	2
1.2	TUTKIMUSONGELMA JA TUTKIMUKSEN TAVOITTEET .....	2
1.3	RAJAUKSET .....	4
1.4	TUTKIMUSMENETELMÄ JA -AINEISTO .....	4
1.5	TUTKIMUKSEN RAKENNE .....	5
<b>2</b>	<b>OSINGOT JA OSINGONJAKOPOLITIIKKA</b> .....	<b>7</b>
2.1	OSINKOIHIN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ.....	8
2.1.1	<i>Kannattavuus, investointimahdollisuudet ja yrityksen koko</i> .....	8
2.1.2	<i>Aiempien vuosien osingot</i> .....	9
2.1.3	<i>Taantuma</i> .....	9
2.1.4	<i>Osinkojen signalointiefekti</i> .....	10
2.2	OSINGONJAKOPOLITIIKAT JA –TAVAT .....	11
2.2.1	<i>Payout ratio</i> .....	12
2.2.2	<i>Target payout ratio</i> .....	12
2.3	OSINGONJAKO SUOMESSA JA EUROOPASSA .....	13
<b>3</b>	<b>SUOMEN METSÄTEOLLISUUS JA CASEYRITYKSET</b> .....	<b>15</b>
3.1	METSÄYHTIÖT .....	16
3.2	IT-YRITYKSET .....	18
<b>4</b>	<b>CASEYRITYKSIEN OSINGOT</b> .....	<b>19</b>
4.1	METSÄKONSERNIT .....	19
4.1.1	<i>Stora Enso</i> .....	19
4.1.2	<i>UPM-Kymmene</i> .....	22
4.1.3	<i>M-Real</i> .....	24
4.1.4	<i>Metsä-Botnia</i> .....	26
4.1.5	<i>Myllykoski</i> .....	28
4.2	YHTEENVETO METSÄYHTIÖIDEN OSINGOISTA .....	31
4.3	IT-YHTIÖT .....	32
<b>5</b>	<b>JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO</b> .....	<b>34</b>
	<b>LÄHDELUETTELO</b> .....	<b>38</b>
	<b>LIITE</b>	

# 1 JOHDANTO

Metsäteollisuus on ollut Suomen talouden ja viennin tukipilari jo satoja vuosia, mutta tilanne on viime aikoina muuttunut. Suomalainen metsäteollisuus on ajautunut 2000-luvun alun huippuvuosista teollisuudenalan kaikkien aikojen synkimpään tilaan. Vuonna 2008 alkaneen globaalin finanssikriisin ja sitä seuranneen maailmanlaajuisen taloudellisen taantuman seurauksena puun ja paperin kysyntä on romahtanut ja tämän myötä myös kotimaiset metsäyhtiöt ovat vaikeuksissa. Vuodesta 2000 eteenpäin metsäkonsernien kannattavuus liike-tulos suhteutettuna liikevaihtoon-tunnusluvun perusteella on laskenut tasaisesti vuosittain noin 15 prosentista lähes nolnaan (Hänninen & Sevola 2008, s. 26) Moni yhtiö on lakkauttanut kannattamattomia tehtaitaan Suomessa tai ajanut ennen huippukannattavia koneitaan alas. Tuotantoa on myös siirretty pois Suomesta halvempien valmistuskustannusten maihin, sillä alan tuotantokustannukset ovat nousseet Suomessa 2000-luvulla kilpailijamaita nopeammin (Metsäteollisuus ry 2009).

Suomalaisten suurten metsäyhtiöiden vuosikertomuksista selviää, että yhtiöiden omistus on levinnyt yhä enemmän ulkomaille. Omistajien suurin intressi yhtiöön on sieltä saatava tuotto, josta tärkein on vuosittaiset osingot. Yhtiöt jakavat tilikaudelta tekemäänsä tulosta omistajilleen sekä jättävät osan tulevaisuuden varalle. Osinkojen jakamisen sijaan yhtiö voi myös käyttää tuloksen uusiin investointeihin. Tässä tutkielmassa tarkastellaankin metsäyhtiöiden osinkojen jakamista 2000-luvun alusta vuoteen 2008 ja arvioidaan yhtiöiden osingonjakopolitiikkoja sekä vertaillaan osinkoja toiseen toimialaan eli ICT-alaan (Information and Communications Technology), josta tutkielmassa käytetään nimitystä IT-ala. IT-alalla vielä harva yhtiö Nokian lisäksi on päässyt yhtä kypsään vaiheeseen kuin suuret kotimaiset metsäkonsernit. Yhtiön koko sekä elinkaaren vaihe ovat yksi osinkoihin vaikuttava tekijä, joten tästä syystä on hyvä vertailla näitä kahta toimialaa (Fama & French 2001).

## **1.1 Aikaisempia tutkimuksia**

Yritysten osingonjakopolitiikoista on tehty empiirisiä tutkimuksia maailmalla jo kymmeniä vuosia. Suomessa, ja suomalaisista yrityksistä, näitä tutkimuksia on tehty vain vähän ja se onkin eräs syy tämän tutkimuksen tekemiselle. Suomalaiset tutkimukset ovat keskittyneet lähinnä osinkojen verotuksellisiin kysymyksiin. Eräänä poikkeuksena on Heikkilän (1997) tutkimus osinkojen informaatioisällöstä markkinoille, mutta hänenkään tutkimus ei käsitellyt yritysten osingonjakopolitiikkoja. Maailmalla osingonjakopolitiikan pioneerityönä pidetään John Lintnerin (1956) tekemää tutkimusta, jossa hän haastatteli amerikkalaisia yritysjohtajia ja muodosti tulosten perusteella teoreettisen mallin osinkokäyttäytymiselle. Tutkimuksessaan hän havaitsi, että amerikkalaiset yritykset jakavat suurimman osan tuloistaan osinkoina omistajille ja että yrityksillä on myös jonkinlainen politiikka osinkojen jakamiselle. Lintnerin tutkimusta, ja hänen muodostamaansa teoreettista mallia, on käytetty sen jälkeen lähes kaikkien osinkoihin liittyvien empiiristen tutkimusten perustana, esimerkiksi DeAngelo ja DeAngelo (1990), Naveen et al. (2008) tutkimus sekä Brav et al. (2005) tutkimus 2000-luvun osinkopolitiikoista. Lintnerin malli perustui kuitenkin vain yritysjohtajien haastatteluihin, eikä se ollut matemaattisesti johdettu.

Miller ja Modigliani (1961) rakensivat ensimmäiset matemaattiset mallit osingonjakopolitiikan vaikutuksesta osakkeen arvoon sekä osingon kasvuun. 2000-luvulla yritysten osingonjakoa ovat tutkineet mm. Brav et al. (2005), jotka perustivat tutkimuksensa Lintnerin tutkimusrunkoon sekä Millerin ja Modiglianin malleihin. Brealey et al. (2001) totesivatkin, että osingot kuuluvat kymmenen tärkeimmän selvittämättömän ongelman joukkoon taloustieteissä.

## **1.2 Tutkimusongelma ja tutkimuksen tavoitteet**

Tutkielman tavoitteiden selvittämiseksi on muodostettu kolme tutkimuskysymystä. Päättutkimusongelmana on:

***Miten metsäyhtiöiden osingonjako on kehittynyt 2000-luvulla?***

Suomessa metsäyhtiöt ovat viime aikoina tehostaneet toimintaansa lakkauttamalla ylikapasiteettia sekä karsimalla kuluja ja aikovat näin olla laman taittuessa alan tehokkaimpia toimijoita, mutta näiden lisäksi kilpailukyvyn säilyttäminen edellyttää investointeja (Metsäteollisuus ry 2009). Investoinnit rahoitetaan yleensä samoilla varoilla, joista osingot jaetaan. Décamps ja Villeneuve (2007) muodostivat matemaattisen mallin, jolla voitaisiin optimoida oikea suhde osingoille ja investoinneille, mutta tämä malli soveltuu vain maksuvalmiudeltaan rajoittuneille yrityksille, joita tutkielman caseyritykset eivät ole. Tutkimusongelman selvittämisellä pyritään selvittämään, onko yhteyttä osinkojen ja investointien välillä havaittavissa, jonka pitäisi näkyä erityisesti vuoden 2008 osingoissa alkaneen taantuman takia. Tutkielman kaksi alaongelmaa ovat:

***Millaisilla osingonjakopolitiikoilla metsäyhtiöt ovat jakaneet osinkoja?***

***Miten IT-alalla on jaettu osinkoja samalla ajanjaksolla?***

Ensimmäisen alaongelman selvittämisellä pyritään löytämään syitä siihen, miksi juuri tietynä tilikautena on jaettu juuri tietty määrä osinkoja. Osingonjakopolitiikka tai osinkopolitiikka vaikuttaa osinkojen lisäksi yhtiön investointeihin, joten sitä on hyvä tarkastella osinkojen ja investointien välisen yhteyden ymmärtämiseksi.

Toisen alaongelman tarkoituksena on löytää eroja osinkopolitiikoissa toimialojen välillä. IT-ala on suhteellisen nuori toimiala, jossa yhtiöt tähtäävät kasvuun ja joissa todennäköisesti tulos käytetään uusiin investointeihin muhkeiden osinkojen sijaan. Toimialat ovat melkoisen ääripäitä toisistaan, joten on odotettavaa, että tutkimuksessa kävisi ilmi selviä toimialakohtaisia eroja, joita voidaan verrata. Liitteestä 1 näkyy, että IT-alan tuotteet ovat ohittaneet metsäteollisuuden tuotteet Suomen viennissä, joten on mielenkiintoista tarkastella Suomen vientijohtajia eri aikakausilta.

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää suomalaisten metsäyhtiöiden osingonjakosuhteita eli missä suhteessa tulokseen osinkoja on jaettu. Tähän liittyy myös osingonjakopolitiikka eli yritysjohton tapa määritellä osinkojen suuruus, jota myös arvioidaan tutkimuksessa yhtiöiden osinkotietojen perusteella. Tutkimuksen yksi tavoite on myös selvittää, noudattavatko metsäyhtiöt osingonjakopolitiikkojaan. Suurilla yrityksil-

lä, kuten tutkimuksen kohteilla, pitäisi olla selkeä osingonjakopolitiikka, jotta sijoittajat ja omistajat voisivat arvioida tulevaisuuden osinkoja. Heittelyt ennakkoon ilmoitetusta osinkopolitiikasta voivat vaikuttaa negatiivisesti yhtiön omistajapolitiikan uskottavuuteen (Leppiniemi 2008, s. 40).

### **1.3 Rajaukset**

Tutkimuksessa keskitytään viiteen suurimpaan suomalaiseen metsäyhtiöön. Nämä valittiin, koska Suomessa metsä- ja paperiteollisuus on keskittynyt muutamaan suureen konserniin, joilla on paljon toimintoja metsäteollisuuden eri aloilla. Näistä irrallisten pienten yhtiöiden tarkastelu ei olisi ollut tutkimuksen tavoitteita tukevaa.

Vertailuun otettiin yhdeksän IT-alan yritystä, jotka kuuluvat liikevaihdolla mitattuna 25 suurimman suomalaisen IT-alan yhtiön joukkoon. Kaikki yhdeksän yhtiötä ovat pörssinoteerattuja. IT-alalla on useita eri ”alatoimialoja” ja tutkimukseen valituilla yrityksillä onkin pyritty kuvaamaan mahdollisimman kattavasti tätä laajaa toimialaa. Esimerkiksi Nokia Oyj on telekommunikaation alalla toimiva yhtiö, kun taas F-Secure tuottaa tietoturvaratkaisuja.

Aineistot on kerätty jokaiselta tilikaudelta vuodesta 2000 vuoteen 2008. Tällä ajankaksolla näkyy hyvin metsäteollisuuden huippuvuodet ennen globaalia finanssikriisiä, sekä toisaalta myös IT-kuplan puhkeamisesta johtunut kriisi 2000-luvun alussa. Vuodesta 2007 eteenpäin tuloksista oletetaan huomattavan tuolloin jo alkaneen globaalien finanssikriisin vaikutuksia osinkoihin.

### **1.4 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto**

Tutkimus suoritetaan casetutkimuksena eli tapaustutkimuksena, jota tarkastellaan tietyllä aikasarjalla. Tapaustutkimuksen avulla on vaikeaa tehdä empiirisiä yleistyksiä, etenkin tämän tutkimuksen rajallisen aineiston vuoksi. Tarkoituksena ei olekaan tehdä yleistyksiä siitä, millaisella kaavalla Suomen metsäteollisuus jakaa osinkoja, vaan tarkoituksena on tutkia muutaman yrityksen tapausta ja vertailla niitä toisen toimialan

yrityksiin. Sekä teoria- että empiria-osiossa arvioidaan myös tutkielman kannalta ajankohtaisen taloudellisen taantuman vaikutuksia yritysten osinkoihin.

Tutkimuksen teoriatausta pohjautuu alan tieteellisiin julkaisuihin sekä Niskasen ja Niskasen vuonna 2007 julkaisemaan kirjaan *Yritysrahoitus*. Tieteellisiä julkaisuja laskentatoimen kentältä pyritään käyttämään mahdollisimman paljon.

Tutkimusaineisto muodostuu viidestä suomalaisesta metsäkonsernista sekä yhdeksästä kotimaisesta IT-alan yrityksestä. Aineisto on kerätty syyskuussa 2009. Aineisto valittiin Amadeus-tietokannan NACE 2 toimialakoodien (metsäyhtiöt 16 ja 17) mukaan ja tulokset järjesteltiin liikevaihdossa mitattuna 25 suurimpaan kotimaiseen metsäyhtiöön. Tuloksista karsittiin pois konsernien tytäryhtiöt, jolloin aineistoksi jäi viisi yhtiötä. Tutkimuksen caseyritykset ovat Stora Enso Oyj, UPM-Kymmene Oyj, M-Real Oyj, Oy Metsä-Botnia Ab sekä Myllykoski Oyj. Tämän tutkielman kannalta on mielenkiintoista, että yhtiöiden omistukset poikkeavat toisistaan: kolme yhtiötä on julkisesti noteerattuja pörssiyhtiöitä, yksi on kahden metsäkonsernin omistuksessa ja yksi perheomistuksessa. Yhtiöitä tarkastellaan tarkemmin tutkielman kappaleissa 3.1 ja 3.2. Caseyrityksiä vertaillaan IT-alan yrityksiin, jotka valittiin Amadeus-tietokannan NACE 2 toimialakoodien (IT-yhtiöt 26, 61, 62 ja 63) mukaan ja tulokset järjesteltiin liikevaihdossa mitattuna 25 suurimpaan. Näistä edelleen valittiin Nokia Oyj, TeliaSonera Finland Oyj, Tieto Oyj, Elisa Oyj, Affecto Oyj, Digia Oyj, F-Secure Oyj, Basware Oyj sekä Comptel Oyj. Kyseiset yhtiöt kuvaavat kaikkia IT-alan alatoimialoja ja antavat näin kattavan kuvan koko alasta. Tutkimuksessa käytetyt osinko/osake- ja osinko/tulos-tunnusluvut on kerätty jokaisen edellä mainitun yrityksen vuosikertomuksista ajalta 2000 – 2008.

## **1.5 Tutkimuksen rakenne**

Ensimmäisessä luvussa esitellään johdanto tutkimuksen taustoihin ja syihin. Toisessa luvussa perehdytään teoriaosaan, joka on jaettu käsittelemään osinkoa ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Teoriaosiossa tarkastellaan myös erilaisia osingonjakopolitiikkoja. Tutkielman kolmas luku esittelee caseyritykset sekä pohjustaa lukijalle metsäteollisuuden kehityksen viime vuosisadalta tähän päivään. Neljännessä luvussa on em-

piirinen analyysi kerätystä aineistosta, josta laaditaan johtopäätökset ja yhteenveto viimeisessä luvussa.



## 2 OSINGOT JA OSINGONJAKOPOLITIikka

Kaikkien yritysten perimmäinen tarkoitus on tuottaa taloudellista hyötyä omistajilleen. Varojenjakamiseksi omistajille yritys voi hankkia omia osakkeitaan, alentaa osakepääomaa pääoman palautuksilla tai jakaa osinkoja (Kotiranta et al. 2007, s. 8). Nykyään omien osakkeiden hankkiminen on tullut yhä suosittumaksi verrattuna osinkoihin, koska tällä tavoin voidaan vaikuttaa verotuksellisiin kysymyksiin (von Eije & Megginson 2008, s. 348). Yhtiökokous vahvistaa hallituksen ehdotuksesta vuotuisen osingonjaon yrityksen tilikauden aikana muodostamasta voitosta (Kyläkallio et al. 2008). Osingot jaetaan vapaasta omasta pääomasta, tarkalleen ottaen edellisiltä tilikausilta jakamattomista voittovaroista ja tilikauden voitosta (Ibid). Pääosin osingot jaetaan tilikauden voitosta, mutta joskus osingonjako ylittää selvästi voiton, jolloin jaetaan edellisten vuosien voittoja (Ibid). Yhtiö purkaa näin ylikapitalisaatiotaan, sillä se merkitsee, että pääoma on tehottomassa käytössä (Hirvonen et al. 2003, s. 66). Osinkoja täytyy kuitenkin jakaa niin, että yrityksen tulevaisuuden maksukyky ei vaarannu. Yhtiön johto tekeekin ennen osingonjakoa maksukyky- ja tasetestin, joiden avulla osingon määrä voidaan arvioida sopivaksi.

Osingonjakopolitiikka määritellään yhtiöissä usein osuutena tuloksesta, jonka ainakin useimmat pörssiyhtiöt ilmoittavat sijoittajille (Leppiniemi 2008, s. 38). Osingonjakopolitiikat vaihtelevat yrityksittäin, sillä voittovarat voidaan joko jakaa omistajille tai käyttää tulevaisuuden investointeihin. Yritysjohdon tehtävänä on arvioida sopiva suhde näiden kahden välille. Kasvuhakuisilla yrityksillä osingot ovat yleensä matalalla tasolla, sillä tilikaudella tehty voitto käytetään kasvun hakemiseen uusilla investoinneilla (Fama & French 2001, s. 15). Kypsään vaiheeseen päässeillä suurilla pörssiyhtiöillä taas osingot voivat olla todella suuria, sillä niiden ei tarvitse enää hakea kasvua vaan ne voivat keskittyä lähinnä omistajien hyödyn maksimoimiseen (Huang et al. 2009).

Osingonjakopolitiikkaan liittyy myös kaksi käsitettä, payout ratio ja target payout ratio, joita käsitellään myöhemmin tutkielman kappaleissa 2.2.1 ja 2.2.2. Molemmat käsitteet liittyvät osingonjakosuhteeseen eli paljonko yritys jakaa osinkoja voitostaan.

## 2.1 Osinkoihin vaikuttavia tekijöitä

Kuten aiemmin johdannossa todettiin, osingot ovat vielä ratkaisematon palapeli taloustieteen saralla. Niiden tarkoitukseen yritys­elämässä on tarjottu ratkaisuksi kolme pääasiallista mallia. Varhaisin teoria vuodelta 1961 (Miller & Modigliani) ehdotti, että osingoilla ja niiden muutoksilla osakkeenomistajat voivat vaikuttaa veroihinsa. Toinen teoria (Bhattacharya 1979; John & Williams 1985; Miller & Rock 1985) painotti signa­lointia eli johto käyttää osinkoja välittämään yksityistietoa yrityksestä sijoittajille. Viimeinen teoria (Easterbrook 1984; Jensen 1986), vapaan kassavirran hypoteesi, toteaa sijoittajien suosivan nousevia osinkoja, sillä silloin yritys­johdolla on vähemmän rahaa käytettävänä mahdollisiin negatiivisen netto­nykyarvon investointiprojekteihin. (Bhattacharyya et al. 2008, s. 522)

### 2.1.1 Kannattavuus, investointimahdollisuudet ja yrityksen koko

Fama ja French (2001) jaottelivat osinkoja jakavien yritysten ominaispiirteitä ja niitä tekijöitä, jotka ylipäättään vaikuttavat osinkoihin. Heidän mukaansa osinkoja jakavia yrityksiä ja niitä yrityksiä, jotka eivät jaa osinkoja, erottaa kolme tekijää. Osinkoja jakavien yritysten mitattu **kannattavuus** on selvästi parempi kuin yrityksillä, jotka eivät jaa osinkoja. Kannattamattoman yrityksen on vaikeaa jakaa osinkoja omistajilleen, jos yrityksen huonon taloudellisen tilan takia yrityksen maksuvalmius ja tulevaisuus vaarantuvat. Toinen erottava tekijä on **investointimahdollisuudet**. Faman ja Frenchin tutkimuksen tulosten perusteella osinkoa jakamattomien yritysten kasvumahdollisuudet ovat parhaat. Tutkimuksesta käy myös ilmi, että näillä yrityksillä tutkimuksen ja kehityksen menot ovat selvästi suuremmat kuin osinkoa jakavilla yrityksillä. Kolmas tekijä on **yrityksen koko**. Suuret yritykset, joilla on kertynyt varallisuutta, ovat paljon todennäköisempiä osingonmaksajia kuin pienet yritykset. Nämä kolme tekijää tuntuvat pätevän globaalisti, sillä Denis ja Osobov (2008) testasivat väitteet kuuden eri maan (USA, Iso-Britannia, Kanada, Saksa, Ranska ja Japani) yrityksillä, huomaten yhteneväisyyksiä Faman ja Frenchin tutkimustuloksiin.

## 2.1.2 Aiempien vuosien osingot

Brav et al. (2005, s. 499 – 501) totesivat historiatekijöiden vaikuttavan myös osinkoihin. Yritykset tekevät tietoisesti päätökset osingoista edellisten vuosien osinkojenjaon perusteella. Tavoitteena on tasoittaa osingot sopivalle tasolle pitkällä aikavälillä. Myös Allenin (1992) tutkimuksesta käy ilmi, että kaksi määräävää tekijää osingonjaon on juuri aikaisemmat osingot ja pitkän ajan tasaiset osingot. Näiden tulosten perusteella ei ole yllättävää, että vaikka yrityksellä olisi väliaikaista ja yllättävää tulojen kasvua, se ei vaikuta kovinkaan suuresti osinkoihin (Brav et al. 2005, s. 500).

## 2.1.3 Taantuma

Taantuman vaikutus yritysten osinkoihin ja osingonjakopolitiikkoihin on merkittävä. Vaikeassa taloudellisessa tilanteessa, jossa kysyntä on hiipunut, yritys tarvitsee kassareservejä selvittääkseen taantuman yli (Steverman 2009, s. 30). Kassareservin kasvattamiseksi tai säilyttämiseksi ennallaan yritykset joutuvat leikkaamaan osinkojaan. Osinkojen leikkaamisella on poikkeuksetta aina negatiivinen vaikutus yrityksen osakkeen arvoon ja sijoittajien mielenkiintoon yritystä kohtaan. Se on myös yleensä merkki yrityksen ongelmista taloutensa kanssa. Stevermanin (2009) mukaan kuitenkin vuoden 2008 – 2009 laman aikana osingonleikkaukset eivät ole vaikuttaneet negatiivisesti yrityksiin, sillä sijoittajat ja omistajat ymmärtävät tämän syyt. Stevermanin mukaan tilanteessa on käynyt päinvastoin ja osinkojen leikkauksia onkin pidetty viisaana kassanhoitamisena. Tämän tutkielman caseyrityksistä suurin osa on joutunut leikkaamaan osinkojaan tai luopumaan kokonaan osingoista vuonna 2008, jolloin globaali talouden taantuma alkoi. Tosin joukossa on kaksi yritystä, jotka nostivat osinkojaan vuonna 2008. Osinkojen nostaminen taloudellisen laman aikana on erittäin harvinaista, mutta voi olla merkki yhtiön johdon vahvasta luottamuksesta siihen, että tulevaisuudessa tuotot ovat kasvussa (Payne 2009).

### 2.1.4 Osinkojen signalointiefekti

Yksi tärkeimmistä osinkoihin vaikuttavista tekijöistä on osinkojen informaatio sisältö yrityksen ulkopuolisille sidosryhmille. Osinkojen kautta yritysjohto myös viestittää sidosryhmille yhtiön tulevaisuudesta. Yritysjohdon peruseriaatteena on pitää osinkojen kehitys tasaisen kasvavana, eikä osinkoja haluta nykyiseltä tasolta ainakaan laskettavan (Baker & Powell 1999). Ensimmäisiä tutkimuksia osingonjaon informaatio sisällöstä oli Millerin ja Modiglianin klassinen tutkielma vuodelta 1961. Siinä he toteavat, että muutokset yrityksen target payout ratiassa kertovat johdon näkemysten muutoksista yrityksen tulevaisuuden tuottojen osalta.

Osinkojen nostaminen voi tarkoittaa, että yhtiö näkee taloutensa tulevaisuudessa vaarallisena ja että tuloskehitys jatkuu myös yhtiä positiivisena. Tätä tukee Frankfurterin ja Woodin (2002, s. 128) tekemä tutkimus, jota varten he haastattelivat yritysten johtajia. Heidän mukaansa johtajat ovat melko vastahakoisia nostamaan osinkoja, elleivät ole aivan varmoja, että osingot voidaan myös säilyttää jatkossa samalla tasolla. Sijoittajat voivat tällaisen käyttäytymisen perusteella luottaa siihen, että osinkotuotot ovat myös vuoden kuluttua samalla tasolla. Tätä oletusta tukee myös Millerin ja Rockin (1985) tutkimus, joka tarkastelee asiaa epäsymmetrisen informaation vallitessa. Heidän mukaansa yritysten johtajat tietävät enemmän yrityksen tulevaisuudennäkymistä kuin sijoittajat, jolloin voidaan olettaa osinkopolitiikan välittävän johdon suhtautumista yrityksen lähitulevaisuuteen.

Naveen et al. (2008) tutkivat, mitä yritysjohto on valmis tekemään estääkseen joutumasta laskemaan osinkoja. Heidän mukaansa yritysjohto voi jopa myydä omaisuutta, lomauttaa työntekijöitä tai lykätä nettonykyarvoltaan kannattavia projekteja. Yritysjohto pelkää, että osinkojen laskeminen karkottaa sijoittajia tai laskee yrityksen osakkeiden hintaa pörssissä, joka samalla laskee yrityksen markkina-arvoa. Kuitenkin Ross et al. (2008, s. 517) korostavat, että yrityksen investointipolitiikka on tärkeysjärjestyksessä ennen osinkopolitiikkaa ja että yritysten ei pitäisi ikinä luopua nettonykyarvoltaan positiivisista projekteista vain nostaakseen osinkoja. Osinkojen laskemisella on kuitenkin useiden tutkimusten mukaan negatiivisia vaikutuksia yrityksen osakkeen arvoon ja sijoittajien luottamukseen yrityksestä. Brav et al. (2005, s. 513) toteavat

tutkimuksessaan haastateltuaan yritysjohtajia, että osinkojen laskeminen tarkoittaa markkinoilla sitä, että yrityksellä on pitkäaikaisia ja vakavia maksuvalmiusongelmia. Tällaista tulkintaa johto haluaa välttää.

Naveenin et al. (2008) tutkimuksen tulokset ovat ristiriidassa aiemman, DeAngelon ja DeAngelon (1990), tutkimuksen kanssa. Jo aiemmin todettiin, että osinkojen maksamisen edellytyksenä on, että yhtiön maksukyky ei saa vaarantua osingonjaon vuoksi. Taantuman ohella yhtiöillä voi olla muitakin syitä, jonka vuoksi niillä on taloudellisia vaikeuksia. Tällaisissa tilanteissa yhtiö voi olla pakotettu laskemaan osinkoja. DeAngelo ja DeAngelo tutkivat 80 talousvaikeuksissa olevan amerikkalaisyhtiön osinkopolitiikan muutoksia ja huomasivat, että johto vastasi rahoitusvaikeuksiin aikaisilla ja aggressiivisilla osinkojen vähennyksillä. Osinkojen leikkaukset saattoivat olla jopa 70 prosenttia nykyisistä osingoista. DeAngelo ja DeAngelo huomasivat myös, että huonon taloudellisen suorituskyvyn ohella yksi syy osinkojen leikkauksille oli johdon strategiset näkemykset yhtiön tilan kohentamiselle.

Osinkojen signalointiefektin merkitys sijoittajille on laskenut vähitellen viime vuosina. Tämä johtuu yritysten raportointikäytäntöjen muuttumisesta. Esimerkiksi Yhdysvalloissa vuonna 2002 voimaan tullut Sarbanes-Oxley laki antaa määräyksiä muun muassa koskien johdon raportointia, parantaen näin yritysten julkistamien tietojen oikeellisuutta ja luotettavuutta (Ahokas 2007, s. 65). Raportointitiheyden kasvu on mahdollistanut sijoittajien arvioida yrityksen tilaa muutenkin kuin pelkkien osinkojen perusteella, jolloin osinkojen merkitys signaloinnin välineenä on laskenut. (von Eije & Megginson 2008, s. 368)

## ***2.2 Osingonjakopolitiikat ja –tavat***

Yritysjohdot jakavat osinkoja voittovaroista käyttäen erilaisia tapoja. Yleisimpiä ovat erilaiset payout ratiot ja näistä varsinkin target payout ratio. Yritykset valitsevat sopivimman tavan osingonjakopolitiikalleen ja yleensä myös ilmoittavat sen sijoittajille sekä omistajille.

### 2.2.1 Payout ratio

Payout ratio tarkoittaa osinkojen suhdetta tilikauden tulokseen. Suhdeluku lasketaan osakekohtainen osinko jaettuna osakekohtaisella tuloksella (EPS eli Earnings Per Share). Yhtiöillä on erilaisia tapoja jakaa osinkoja vuosittain. Osinkoja voidaan jakaa residuaalisesti eli ensin yhtiön johto tekee investointeja koskevat rahoituspäätökset ja tämän jälkeen jaetaan jäljelle jäävästä tuloksesta omistajille osingot. Tällöin payout ratio voi heitellä vuosittain voimakkaasti, sillä jonain vuonna koko tulos voidaan käyttää investointeihin tai toisena vuonna koko tulos jaetaan ulos. (Niskanen & Niskanen 2007, s. 152)

Bakerin ja Smithin (2006) mukaan residuaalisesta tavasta jakaa osinkoja on kaksi muotoa. Vahvan muodon mukaan yhtiöt välttelevät sisäisesti muodostetun kassavirran pidättämistä yhtiössä, jollei mahdollisella investoinnilla ole positiivista nettoarvoa. Tässä tapauksessa voitto jaetaan kokonaan osinkoina. Muokatussa residuaalisessa tavassa yhtiön johto arvioi tulevaisuuden tuottoja ja mahdollisia investointeja samalla kertaa. Näin voidaan tasoittaa vuosittaisia osinkovirtoja ja toisaalta pitää investointeja varten kassareservi. (Baker & Smith 2006, s. 2)

Eräs osingonjakotapa on vakiona pidettävä osingonjakosuhte. Siinä yhtiön johto pyrkii pitämään suhteen tasaisena, mutta osakekohtainen osinko vaihtelee aina tuloksen mukaan. Tämä tapa voi olla kuitenkin sijoittavia epäilyttävä, sillä silloin epävarmuus osinkojen tasaisesta virrasta kasvaa. (Niskanen & Niskanen 2007, s. 153)

### 2.2.2 Target payout ratio

Sen sijaan, että yritykset maksaisivat joka vuosi tuloksestaan tietyn prosenttiosuuden osinkoina, jolloin osakekohtainen osinko heittelisi suuresti, ne ovat siirtyneet käyttämään menetelmää, jossa yhdistyy tietyn prosenttiosuuden lisäksi myös vakaa osakekohtainen osinko vuodesta toiseen. Tätä kutsutaan target payout ratioksi, jonka muodostamisessa yritysten täytyy olla joustavia. Yritykset arvioivat pitkän aikavälin tulojaan ja sen kautta kuinka paljon pystyvät osinkoja jakamaan. Lintnerin (1956, s. 102) mukaan tasainen osinko/osake-suhde, jossa on huomioitu myös edellisvuosien

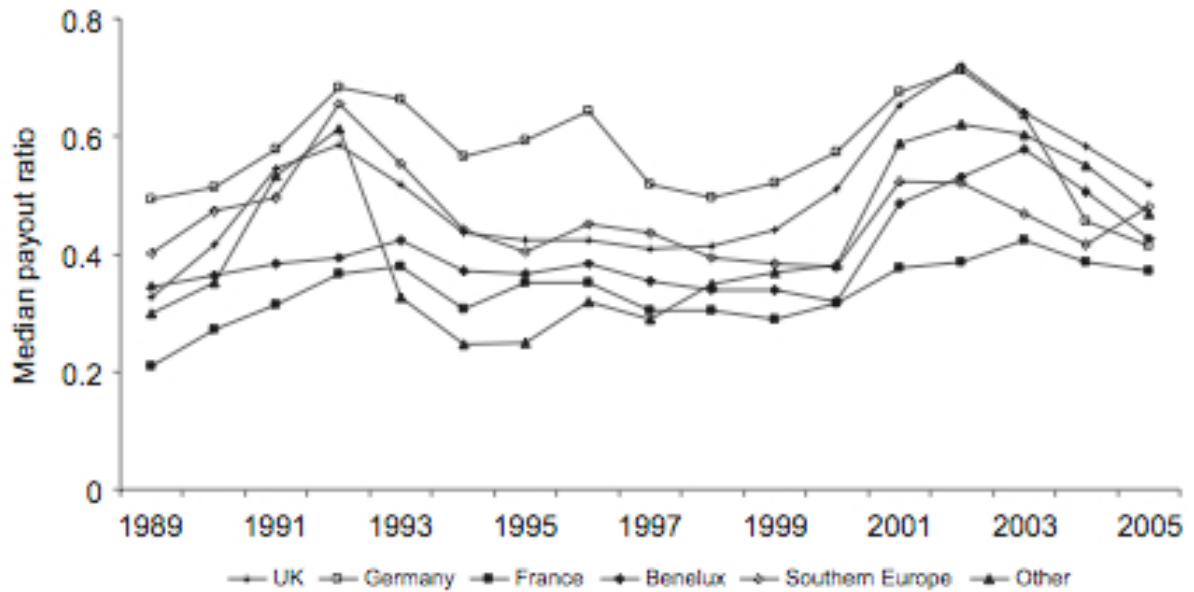
osingot, takaa osakkeenomistajien pitkän ja lyhyen aikavälin tyytyväisyyden, joka on myös yrityksen etu. Target payout ratio on myös aiempien tutkimusten (Allen 1992; Baker & Smith 2006) perusteella yksi yleisimmistä johdon apuvälineistä osingonjaon määrittämiseen.

Tutkimuksessa tullaan myöhemmin empiria-osiossa tarkastelemaan metsä- ja IT-yhtiöiden osinkojenjakosuhdetta sekä arvioidaan, millä politiikalla osinkoja on jaettu edellä mainittuja tapoja käyttäen. Eri osinkopolitiikkojen käytössä on myös toimialakohtaisia eroja, sillä tuloskehityksen tasaisuus on esimerkiksi edellytys vakiona pidettävälle osingonjakosuhteelle (Niskanen & Niskanen 2007, s. 153).

### ***2.3 Osingonjako Suomessa ja Euroopassa***

Osinkoja ja osinkopolitiikkoja tarkastelleet tutkimukset ovat pääosin koskeneet yhdysvaltalaisia yrityksiä (von Eije & Megginson 2008, s. 348). Osingonjako Yhdysvalloissa eroaa Suomeen verrattuna esimerkiksi siinä, että Suomessa osinkoja jaetaan kerran vuodessa, kun taas yhdysvaltalaiset yritykset jakavat osinkoa neljä kertaa vuodessa (Niskanen & Niskanen 2007, s. 126).

Von Eije ja Megginson (2008) tutkivat 15 eri EU-maan yritysten osinkojenjakoa sekä payout ratioita ja vertailivat tuloksia Yhdysvalloissa tehtyihin vastaaviin tutkimuksiin. Tutkimuksessa kävi ilmi muutamia yhtenäisyyksiä maanosien välillä. Tutkimuksesta selviää, että kuten Yhdysvalloissakin, EU:ssa osinkoja maksavien yritysten määrä on vähentynyt samalla kun maksettujen osinkojen määrä on kasvanut. Von Eije ja Megginson huomasivat myös, että molemmilla alueilla omien osinkojen hankkimisen suosio on kasvanut nopeasti. Euroopassa saksalaiset yritykset ovat perinteisesti maksaneet suurimman osingon suhteutettuna tulokseen kuten kuvasta 1 näkyy. Ranskalaiset ovat samaan aikaan olleet kaikkein vähiten osinkoja jakaneita.



**Kuva 1.** EU-maiden payout ratioiden kehitys vuosina 1989 – 2005. (von Eije & Megginson 2008, s. 360)

Suomessa osinkopolitiikat ovat ennen 2000-lukua olleet passiivisia, joka on näkynyt osinkojen nimellistason pysymisessä alhaalla pitkiä aikoja. Tähän vaikutti osinkojen rankka verotus ennen 1990-lukua, jolloin osinkojen jakaminen oli melkein päkannattamatonta omistajan kannalta. Kun verotus keveni 1990-luvun alussa, lama hidasti osaltaan alkavaa osinkojen kasvua. (Niskanen & Niskanen 2007, s. 130)

Laman jälkeen suomalaisten yritysten osinkopolitiikat muuttuivat ja osinkosummat sekä osinkosuhteet tuloksesta alkoivat kasvaa nopeasti. Niskasen ja Niskasen (2007) tutkimuksesta käy ilmi, että vuonna 1999 pörssiyhtiöt jakoivat tuloksestaan 40 prosenttia omistajilleen, kun taas viisi vuotta aikaisemmin luku oli alle 20 prosenttia. Tilannetta vertailtaessa kuvan 1 tuloksiin, huomataan, että suomalaiset olivat vuonna 1994 muihin EU-maihin vertailtaessa aivan häntäpäässä. 2000-luvulla suomalaisyritysten osinkosuhteiden kasvu on kiihtynyt entisestään. Lindströmin (2006) mukaan vuonna 2005 suhdeluku pörssiyhtiöiden osalta oli 58 prosenttia, joka on kuvan 1 perusteella Euroopan huipputasoa. Suomalaiset yritykset ovatkin kirineet ulkomaisia kilpailijoitaan tässä suhteessa.



### 3 SUOMEN METSÄTEOLLISUUS JA CASEYRITYKSET

Metsäteollisuuden kehitys Suomessa alkaa jo 1500-luvulta, jolloin perustettiin ensimmäiset vesisahat. Sahateollisuus oli tuolloin vielä vaatimatonta, viennin painotteessa lähinnä polttopuuhun. Paperinvalmistus aloitettiin 1600-luvun loppupuolella, jolloin se tapahtui käsimylyin. 1800-luvulla höyryvoiman myötä sahatteollisuus ja paperiteollisuus lähtivät nousuun ja jo tuolloin sahatteollisuudessa saavutettiin tuotannon taso, joka on pysynyt lähes samana näihin päiviin asti. Ensimmäinen paperikone perustettiin vuonna 1842 Tampereelle, mutta tuolloin paperia ei vielä valmistettu puusta vaan esimerkiksi puuvillalumpuista. 1800-luvun lopussa paperia ja kartonkia alettiin valmistaa puun kuiduista. Tämän innovaation jälkeen puunjalostusteollisuus monipuolistui ja tehtaita perustettiin ympäri Suomea. 1900-luvun puolivälissä tehtaat olivat vielä yksityisessä omistuksessa, mutta nykyään maailmanmarkkinoiden kehitys on pakottanut toiminnan keskittymään muutamiin suuriin yksiköihin. Vuonna 1985 toimineista 20 suurimmasta metsäyhtiöstä on enää jäljellä viisi. Nämä konsernit ovat nykyään maailman suurimpia ja yltyvät maailman kymmenen suurimman metsäteollisuusyrityksen joukkoon. (Metsäteollisuus ry 2009)

2000-luvun alussa kotimaan metsäyhtiöt elivät huippuvuosiaan, mutta sen jälkeen suunta on ollut vääjäämättä alaspäin johtuen paperin hinnan laskusta maailmalla (Ojanperä 2008). Paperin hinnan lasku on ollut suurin ongelma yhtiöille, mutta myös kotimaan tuotannon kannalta Venäjän puutullit ovat vaikeuttaneet tilannetta (Rosen-dahl 2007). Hintoja on yritetty saada nousuun kapasiteettia vähentämällä, mutta ainakaan vielä vaikutusta ei ole huomattavissa, eikä tilannetta helpota aasialaisen paperin kiristämä kilpailu (Ibid). Vuosi 2008 lamoineen oli tähän mennessä vaikein Suomen metsäteollisuudelle. Jokainen tarkasteltu yhtiö teki tappiollisen tuloksen, henkilöstöä on jouduttu vähentämään, eikä tulevaisuudenkaan tilanne näytä vielä valoisammalta (Ojanperä & Kankare 2009). Yhtiöt ovat joutuneet arvioimaan toimintonsa uudessa valossa ja keskittyvät tulevaisuudessa vain omiin vahvuuksiinsa (Ibid).

### 3.1 Metsäyhtiöt

Seuraavassa esitellään caseyrityksien perustiedot, kuten tuotteet, liikevaihdot ja työntekijöiden määrät. Lisäksi tarkastellaan yhtiöiden omistuspohjia ja mahdollisia ilmoitettuja osinkopolitiikkoja, jotka liittyvät vahvasti tutkimuksen ongelmien selvittämiseen. Tutkimuksen viisi caseyritystä ovat suomalaisia metsäkonserneja, joilla on tehtaita ympäri maailmaa ja jotka toimivat niin mekaanisen kuin kemiallisen metsäteollisuuden saralla. Mekaaninen metsäteollisuus, tai puutuoteteollisuus, käsittää saha-teollisuuden ja muut alat, jossa puuta ei jalosteta kemiallisesti. Kemiallinen metsäteollisuus jalostaa puuta paperiksi, kartongiksi tai massaksi. (Suomen Metsäyhdistys ry 2009)

**Stora Enso Oyj** kuuluu maailman johtaviin metsäteollisuusyhtiöihin, jonka päätuotteena ovat paino- ja hienopaperit, pakkauskartongit sekä puutuotteet. Yhtiön liikevaihto vuonna 2008 oli reilut 11 miljardia euroa. Konsernilla on työntekijöitä yli 38 000 yli 40 maassa. Yhtiön osakkeet noteerataan Helsingin ja Tukholman arvopaperipörseissä. (Stora Enso 2009)

Yhtiön omistus jakaantuu suomalaisille yhteisöille (17,3 %), Suomen valtion omistamalle Solidium Oy:lle (12,3 %), yksityisille suomalaisille (2,6 %), ruotsalaisille yhteisöille (14,1 %), yksityisille ruotsalaisille (3,9 %), ADR-todistusten haltijoille (lähinnä amerikkalaisia sijoittajia, 7,3 %) sekä hallintarekisteröidyille osakkeenomistajille (muut kuin suomalaiset tai ruotsalaiset, 42,5 %). Stora Enso ilmoittaa osinkopolitiikkaan pyrkiä maksamaan vakaita osinkoja yhdistettynä pitkän ajan tehokkuuteen, tarkoittaen puolet nettovoitosta. (Stora Enso 2009)

**UPM-Kymmene Oyj** on toiseksi suurin kotimainen metsäteollisuusyritys, jolla on globaalia toimintaa 14 maassa. Konsernin liikevaihto vuonna 2008 oli 9,5 miljardia euroa. Työntekijöitä yhtiön palveluksessa on noin 24 000. UPM keskittyy energian ja sellun tuotantoon, paperiin sekä teknisiin materiaaleihin. Yhtiön osakkeet on noteerattu NASDAQ OMX Helsingin pörssissä. (UPM-Kymmene 2009)

Yhtiön omistus on jakaantunut suomalaisille osakkeenomistajille (39,5 %), yrityksille (3,4 %), rahoitus- ja vakuutuslaitoksille (4,9 %), julkisyhteisöille (8,2 %), kotitalouksille (16,9 %), voittoa tavoittelemattomille yhteisöille (6,2 %), rekisteröidyille ulkomaisille omistajille (1,2 %) ja hallintorekisteröidyille omistajille (59,2 %). Yhtiön osinkopolitiikkana on verkkosivujen mukaan ”maksaa vuotuisena osinkona vähintään yhden kolmanneksen operatiivisilla investoinneilla vähennetystä liiketoiminnan nettokassavirrasta. Vakaan osingonmaksun tukemiseksi nettokassavirta lasketaan kolmen vuoden keskiarvona. Jäljelle jäävä kassavirta käytetään kasvuinvestointeihin ja velan lyhennykseen.” (UPM-Kymmene 2009)

**M-Real Oyj** kuuluu Metsä-Botnian ohella Metsäliittoon. Yhtiö on keskittynyt paperin valmistukseen ja vuonna 2008 liikevaihto oli 3,2 miljardia euroa. Työntekijöitä yhtiöllä on noin 5700. Osakkeet noteerataan NASDAQ OMX Helsingin pörssissä. (M-Real 2009a)

Yhtiön omistus jakaantuu Metsäliitolle (39 %), kotitalouksille (27 %), julkisille yhteisöille (8 %), rahoitus- ja vakuutuslaitoksille (1 %), voittoa tavoittamattomille organisaatioille (2 %), ei-suomalaisille yksityisille (18 %) ja muille yrityksille (5 %). Yhtiön osinkopolitiikkana on vakaa ja palkitseva maksu omistajille ja tähtää vähintään kolmasosan osinkoon osakekohtaisesta tuloksesta.

**Oy Metsä-Botnia Ab** on Metsäliiton (53 %) ja UPM-Kymmenen (47 %) omistama metsäteollisuusyritys, joka on keskittynyt valkaistun sellun valmistamiseen. Vuonna 2008 liikevaihto oli noin 1,6 miljardia euroa, työntekijöitä yhtiöllä oli noin 1900. Metsä-Botnian osakkeilla ei käydä julkista kauppaa pörssissä. Yhtiö ei ole ilmoittanut osinkopolitiikkaansa. (Metsä-Botnia 2009)

**Myllykoski Oyj** on perheomistuksessa oleva kansainvälinen paperiteollisuusyhtiö, joka on keskittynyt erityisesti painopapereiden tuotantoon. Yhtiön liikevaihto vuonna 2008 oli vajaa 1,5 miljardia euroa. Työntekijöitä yhtiön palveluksessa samana vuonna oli noin 3000. (Myllykoski 2009a)

Yhtiön omistus on jakaantunut Saxo Oy:n ja kotitalouksien (67,3 %) kesken. Saxo Oy omistaa osakkeista 32,7 %. Suurimpia yksityisiä omistajia ovat Björnbergin suvun jäsenet. Yhtiö ei ole ilmoittanut osinkopolitiikkaansa. (Myllykoski 2009b)

### **3.2 IT-yritykset**

Tutkimukseen valittiin alalta yhdeksän kotimaista yritystä, jotka edustaisivat eri alatoimialoja IT-alalta. Näin alasta saadaan kattavampi kuva vertailua tehdessä. Yrityksistä ei tehdä yhtä syventäviä tarkasteluja kuin metsäyhtiöistä, vaan tarkoituksena on esitellä yritysten liiketoiminnan ydin. IT-alalla osinkojen jakaminen on usein hyvin vaihtelevaa, sillä yritykset sitovat paljon tuloksistaan uusiin investointeihin hakeakseen kasvua.

Tarkastelluista yrityksistä yksi, Nokia, valmistaa matkapuhelimia. Kaksi yritystä, Elisa ja TeliaSonera, tuottavat televiestinnän palveluja yksityisille ja yrityksille. Tieto tuottaa tietotekniikkapalveluja ja on aikaisemmista poiketen enemmän IT-puolen yritys. Affecto, Basware ja Digia toimittavat yrityksille toiminnanohjaus- ja talousjärjestelmiä. F-Secure on johtava virustorjuntaohjelmistojen ja tietoturvan kehittäjä maailmassa. Comptel on televiestinnän ohjelmistoja valmistava yritys.

## 4 CASEYRITYKSIEN OSINGOT

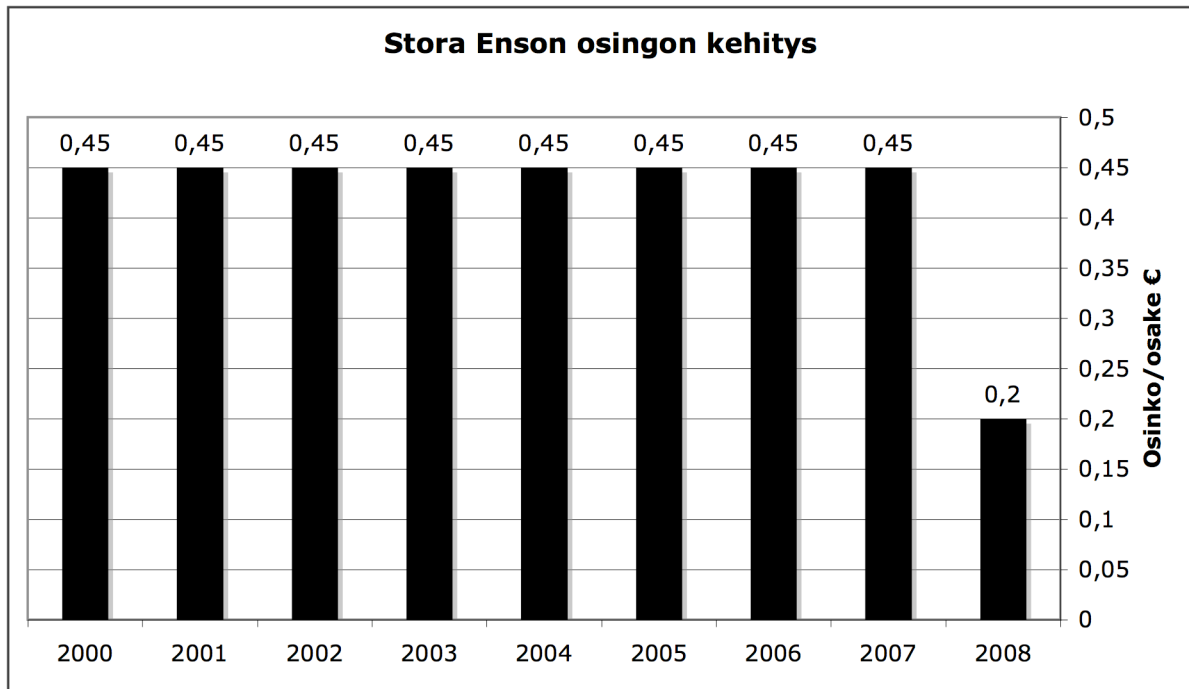
Tutkielman empiirinen osio on jaettu tarkastelemaan ensin viittä metsäkonsernia erikseen, jonka jälkeen verrataan metsäyhtiöiden ja IT-yhtiöiden osinkoja, tarkoituksena löytää eroavaisuuksia ja yhteneväisyyksiä. Metsäyhtiöiden vuotuisia osinkoja ja niiden määrän vaihteluita arvioidaan yhtiökohtaisesti, kun taas IT-alan yhtiöistä tarkastelu tehdään yleisemmällä tasolla.

### 4.1 *Metsäkonsernit*

Tutkimusongelmien selvittämiseksi metsäyhtiöiden osakekohtaisia osinkoja ja payout ratioita tarkastellaan datan pohjalta rakennettujen kuvioiden perusteella. Ensimmäisen alaongelman mukaisesti pyritään selvittämään yhtiöiden osingonjakopolitiikat ja tutkimaan eroavatko toteutuneet osinkopolitiikat yhtiöiden ennakkoon ilmoittamista. Osingonjakopolitiikkahan ilmoitetaan yleensä osuutena tuloksesta ja sen vuoksi yhtiöiden vuosikertomuksista on koottu vuosittaiset payout ratiot.

#### 4.1.1 **Stora Enso**

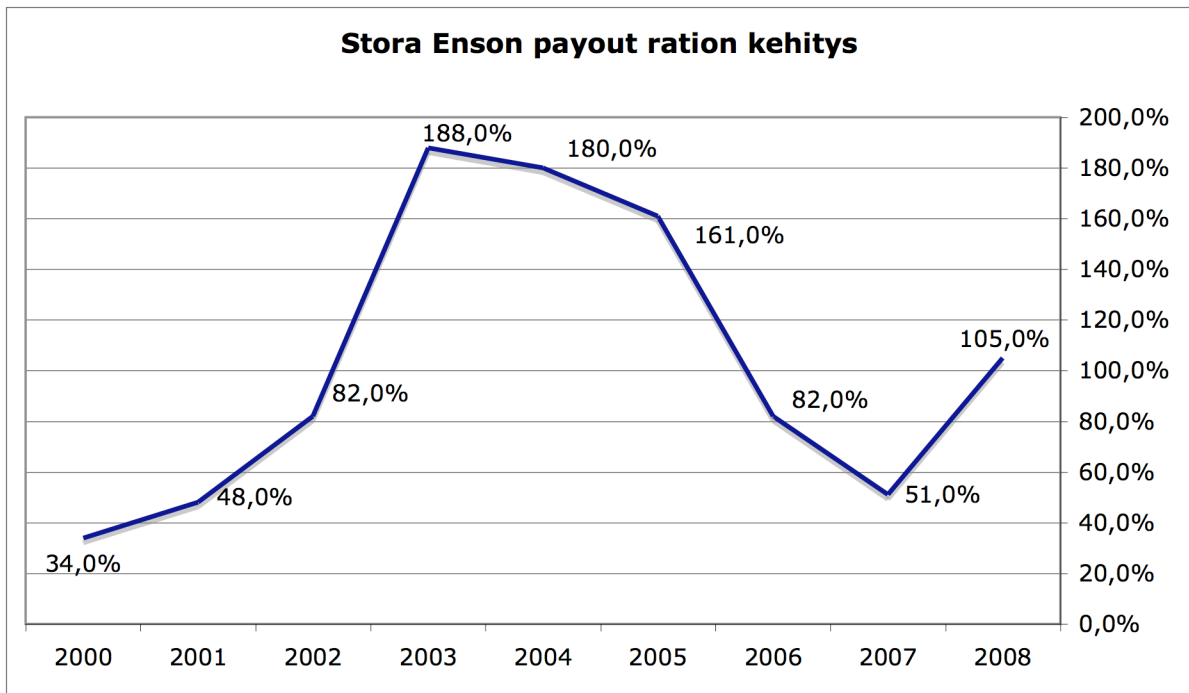
Kuviosta 1 nähdään Stora Enson osakekohtaisen osingon kehitys vuodesta 2000 vuoteen 2008. Data on kerätty yhtiön vuosikertomuksista. Stora Enso on liikevaihdoltaan suurin tutkimuksen viidestä metsäkonsernista. Kuten kuviosta 1 näkyy, Stora Enso on maksanut hyvin tasaista osakekohtaista osinkoa tarkastellulla ajanjaksolla. Yhtiö ei ole lähtenyt nostamaan osinkoa, jolloin yhtiön johdolle tulisi myös paineita saada pidettyä osinko uudella tasolla.



**Kuvio 1.** Stora Enson osingon kehitys vuosina 2000 – 2008.

Yhtiön osakekohtainen osinko noudattaa ilmoitettua osinkopolitiikkaa, joka oli jakaa vakaata osinkoa. Vuonna 2008 yhtiö on kuitenkin joutunut laskemaan osinkoaan yli puolella. Todennäköisin syy tähän on, että vuoden 2008 tilikauden tulos verojen ja kertaluonteisten erien jälkeen oli 679 miljoonaa euroa tappiollinen, kun vielä vuonna 2007 yhtiö teki runsaan 12 miljoonan euron voiton (Stora Enso 2009).

Osakekohtainen osinko ei anna yhtä hyvää kuvaa yhtiön osingonjaosta kuin payout ratio. Payout ration perusteella voidaan myös vertailla yhtiöiden osingonjakoa, sillä payout ratioon ei vaikuta yhtiön osakkeiden lukumäärä, joka taas on osakekohtaisen osingon laskentaperusta. Kuvio 2 käy ilmi Stora Enson payout ration muutokset.



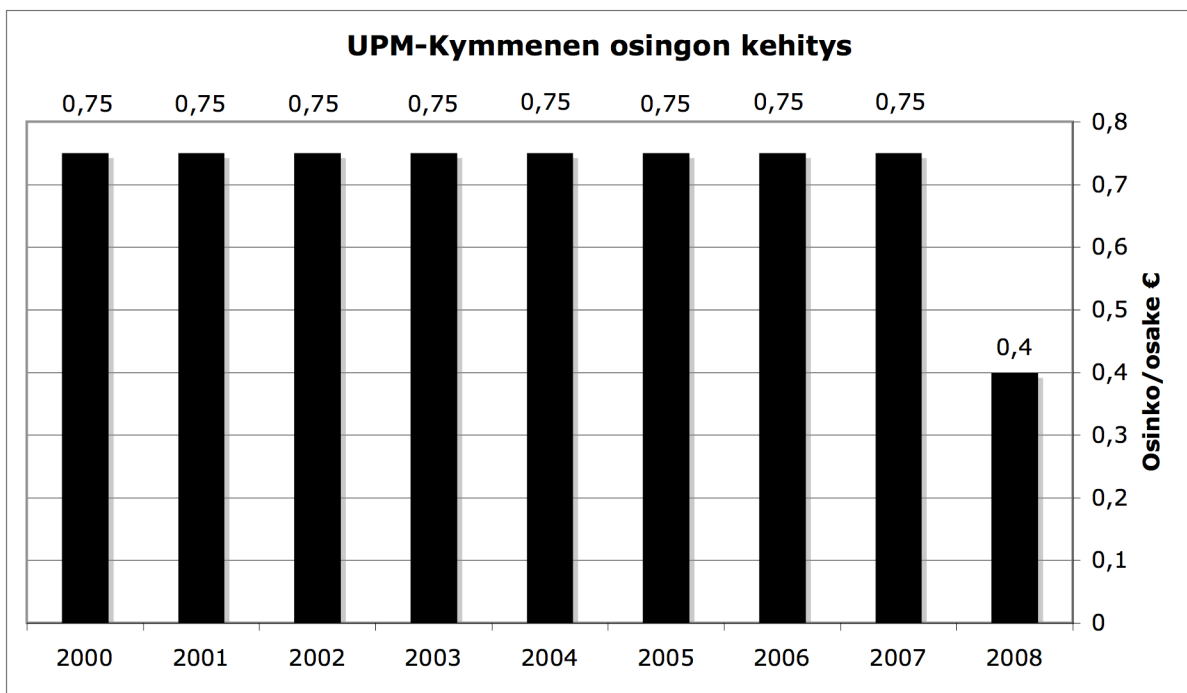
**Kuvio 2.** Stora Enson payout ratio vuosina 2000 – 2008

Stora Enso on jakanut 2000-luvun alussa yhtiön kokoon nähden melko vähän osinkoja tuloksesta. Stora Enso oli jo tuolloin kypsään ikään päässyt yhtiö, joiden ominaispiirteitä ovat runsaat osingot. Yhtiön payout ratio vuosituhaten alussa on ollut jopa alhainen Lindströmin (2006) artikkelin perusteella, jonka mukaan suomalaisten yhtiöiden keskimääräinen payout ratio tuolloin olisi ollut 40 prosentin luokkaa. Stora Enso ilmoittaa www-sivuillaan, että heidän osinkopolitiikkanaan on jakaa puolet nettovoitosta osinkoina omistajilleen. Vuosien 2000 ja 2001 payout ratiot ovat tämän tavoitteen alapuolella, mutta yhtiöllä on voinut olla tuolloin erilainen osinkopolitiikka. Yhtiöiden ilmoittamille osinkopolitiikoille on yleensä tyypillistä, että ne eivät ainakaan alita ennakkoon ilmoitettua, vaan pikemminkin päinvastoin (Leppiniemi 2008). Vuosina 2003 – 2005 yhtiö on jakanut omistajilleen enemmän osinkoja kuin on tehnyt tuloista, joten yhtiön johto on purkanut ylikapitalisaatiotaan aiempien vuosien voittovaroista. Mielenkiintoinen huomio on, että vaikka vuonna 2008 yhtiö joutui leikkaamaan osakekohtaista osinkoaan, payout ratio on silti ollut yli 100 prosenttia. Tuntien vuoden 2008 yleisen taloudellisen tilanteen ja metsäyhtiöiden saneeraukset, olisi aikaisempina vuosina kerättyjä varoja voitu käyttää enemmän investointeihin tai laittaa säästöön ulosjakamisen sijaan.

Stora Enson voidaan tulkita käyttäneen osinkopolitiikkanaan target payout ratiota, vaikka yhtiö ei aivan täysin olekaan noudattanut politiikkaansa. Yhtiö on ilmoittanut sidosryhmilleen tietyn osuuden, 50 % nettovoitosta, jonka aikovat jakaa vuosittain ulos omistajilleen. Osakekohtainen osinko on pysynyt hyvin tasaisena vuodesta toiseen ja vaikka yhtiön payout ratio on vaihdellut melko paljon, on se kuitenkin välttynyt laskemasta ilmoitetun osuuden alapuolelle.

#### 4.1.2 UPM-Kymmene

UPM-Kymmenen osingot noudattelevat hyvin pitkälti samaa kaavaa Stora Enson kanssa. Osakekohtainen osinko on ollut hyvin vakaa ennen vuotta 2008, jolloin myös UPM joutui laskemaan osinkoa. Yhtiön osakekohtaisen osingon kehitys näkyy kuviossa 3.



**Kuvio 3.** UPM-Kymmenen osingon kehitys vuosina 2000 – 2008.

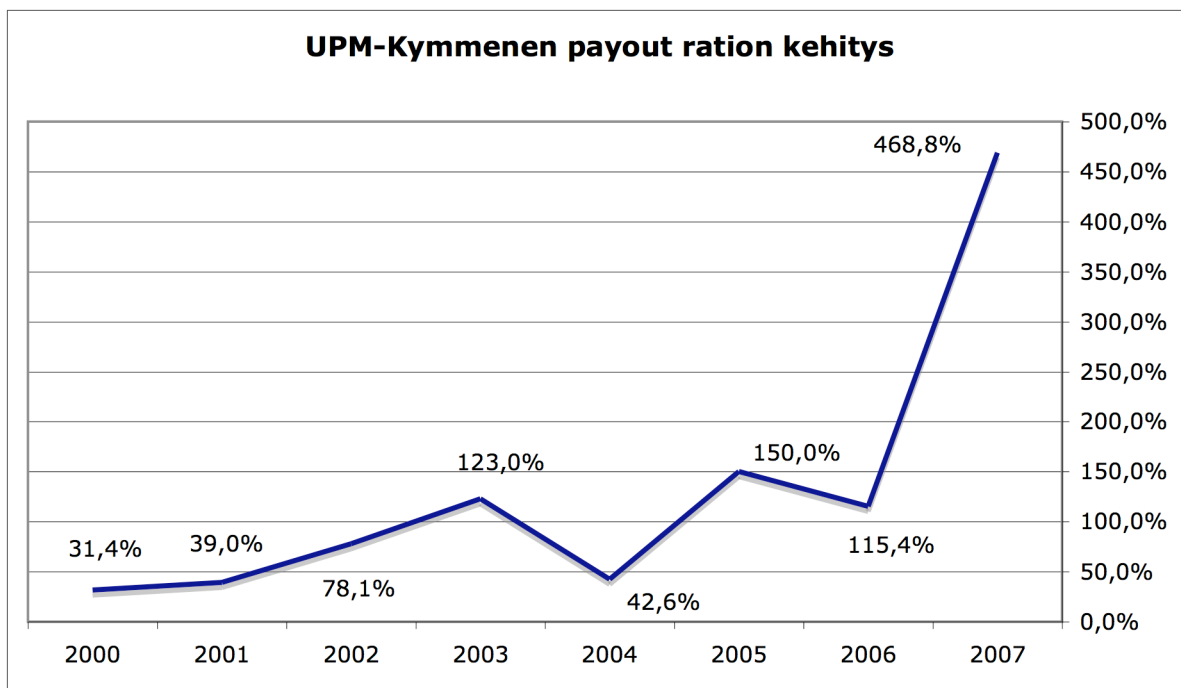
UPM teki myös ensi kertaa 2000-luvulla tappiota vuonna 2008, mutta ei kuitenkaan yhtä paljon kuin kilpailija Stora Enso. Konsernin tulos verojen ja kertaluonteisten erien jälkeen oli hieman vajaat 200 miljoonaa euroa tappiollinen, kun vuotta aiemmin voittoa tehtiin noin 80 miljoonaa euroa (UPM-Kymmene 2009). UPM ilmoittaa sijoitta-



jille pyrkivänsä vakaaseen osingonmaksuun, joka toteutuu tarkastellulla ajanjaksolla. Osakekohtainen osake on suurille pörssiyrityksille tyypilliseen tapaan voitu pitää tasaisena. Eräs syy siihen, miksi UPM:n osakekohtainen osinko on suurempi kuin Stora Ensolla, löytyy osakkeiden määrästä. Osakekohtaiseen osinkoon vaikuttaa nimittäjänä osakkeiden määrä, joten vähemmän osakkeita tarkoittaa suurempaa osakekohtaista osinkoa. Stora Ensolla on 789 538 499 osaketta kun taas UPM:llä jonkin verran vähemmän, 519 970 088 kappaletta (Stora Enso 2009; UPM-Kymmene 2009).

UPM-Kymmene vaihtoi vuonna 2008 osinkopolitiikkansa tuloslaskelmaperustaisesta rahalaskelmaperustaiseen. Vanhaa osinkopolitiikkaa oli jakaa kolmannes vuosituloksesta, kun uuden mukaan tavoitteena on jakaa kolmannes operatiivisesta investoinneilla vähennetystä liiketoiminnan nettorahavirrasta. Vanhan osinkopolitiikan mukaan laskettuna osinko on ollut huomattavasti suurempi kuin tulos olisi antanut aiheutta. Uusi, rahalaskelmaperustainen politiikka antaa myös vakaamman osingon, joten ehkä uuden laskentatavan vuoksi osinkoa on laskettu vuonna 2008 vastaamaan yhtiön todellista osingonjakokykyä. (Lindström & Lindström 2009)

UPM:n payout ratio on ollut melko suuri tarkastellulla ajanjaksolla, joka näkyy kuviossa 4. Varsinkin vuonna 2007, jolloin yhtiö jakoi viisi kertaa enemmän osinkoja kuin samalla tilikaudella oli tehty tulosta. Korkean payout ration on aiheuttanut ennallaan pidetty, korkeahko osakekohtainen osinko ja tilikauden vain hieman voitolliseksi jäänyt tulos. Lindströmin ja Lindströmin (2009) artikkelista käy ilmi, että jos yhtiö olisi noudattanut vanhaa osinkopolitiikkaansa, olisi laskukaavan mukainen todellinen osinko voinut olla vain viisi senttiä osaketta kohti. Yhtiön olisi jo tuolloin pitänyt laskea osinkoaan vastaamaan todellisia rahavirtoja. Kuviosta 4 ei käy ilmi vuoden 2008 payout ratiota, sillä yhtiö ilmoitti sen vain olleen negatiivinen. Yhtiö jakoi osinkoa, mutta negatiivisuus johtuu payout ration laskemiseen käytetystä EPS-tunnusluvusta, joka tarkoittaa kuinka paljon tulosta on tehty osaketta kohti. Vuonna 2008 UPM:n tulos osaketta kohti on siis ollut negatiivinen, johtuen jo aiemmin mainitusta tilikauden tappiollisesta tuloksesta.



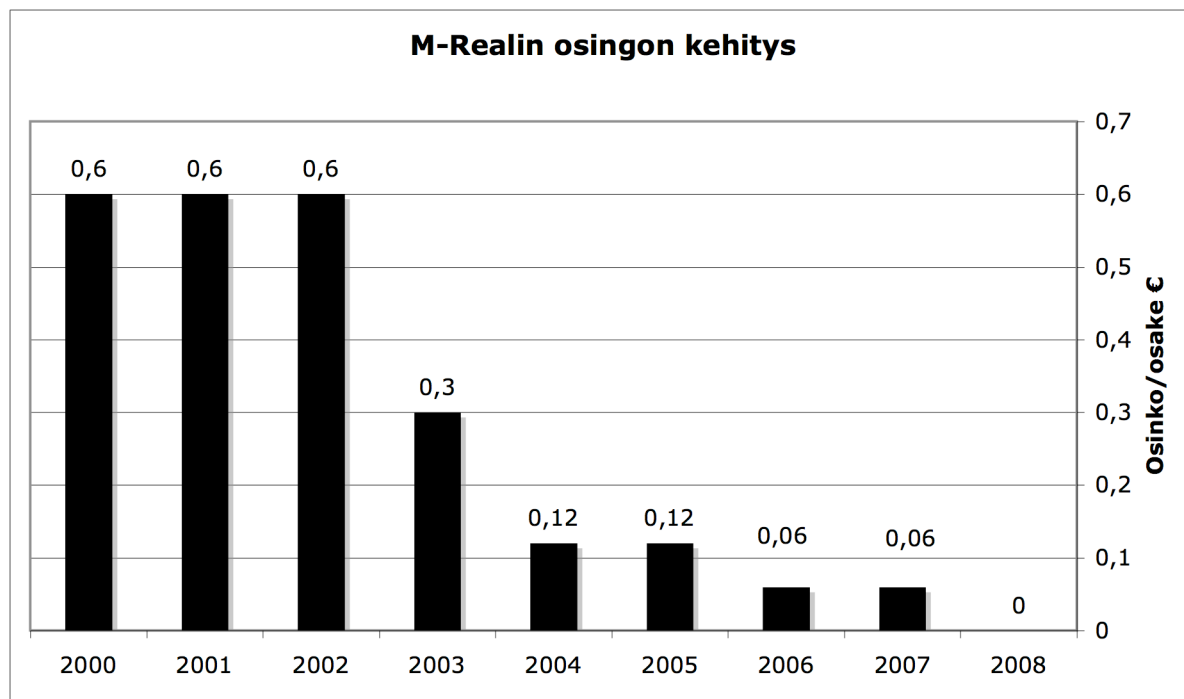
**Kuvio 4.** UPM-Kymmenen payout ratio vuosina 2000 – 2007.

Yhtiön ilmoittama osinkopolitiikka, riippuen laskutavasta, on maksaa vähintään kolmannes tuloksesta tai nettorahavirroista. Kuvioista 4 huomataan, että tavoite on ylittynyt selvästi jokaisena tilikautena. 2000-luvun alussa ja vuonna 2004 payout ratio on ollut maltillinen, joka on todennäköisesti seurausta kyseisten tilikausien erittäin hyvistä tuloksista. Vuosina 2000, 2001 ja 2004 UPM teki lähes miljardin tulokset (Lindström & Lindström 2009). Koska tulos oli tuolloin korkea, payout ratio on jäänyt matalaksi, johtuen tunnusluvun laskukaavasta.

#### 4.1.3 M-Real

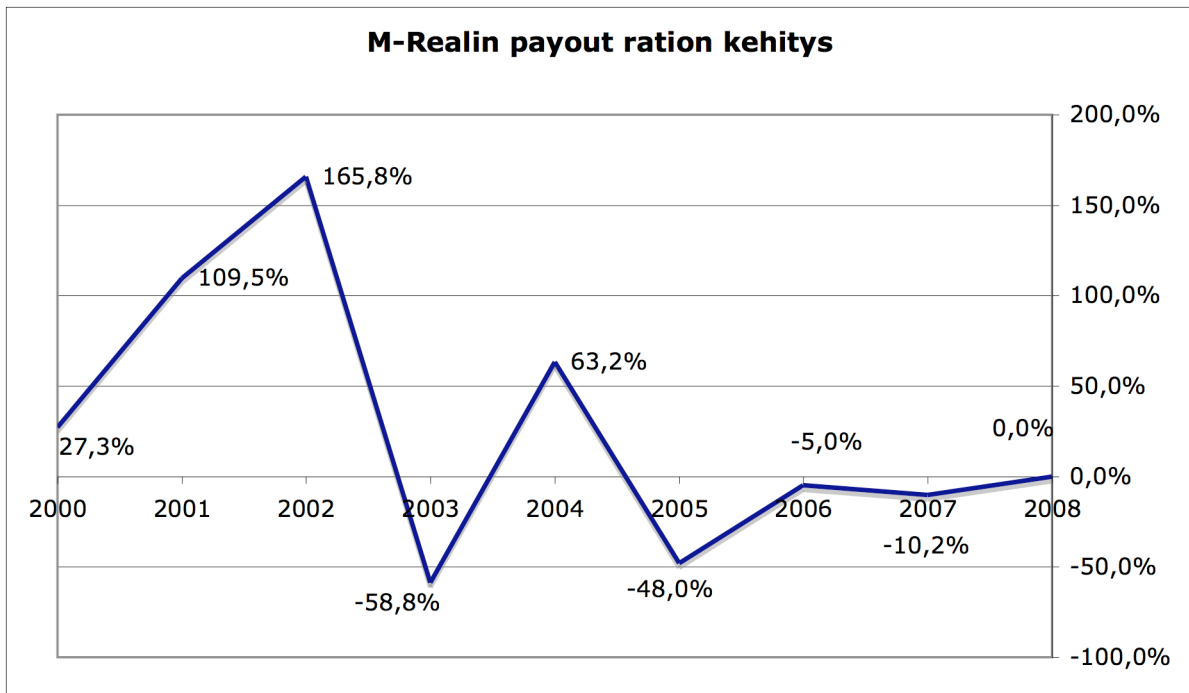
M-Realin vuosittainen osakekohtainen osinko on vaihdellut huomattavasti enemmän kuin kahdella edellisellä metsäkonsernilla. Yhtiön osakekohtainen osinko vuosilta 2000 – 2008 heijastelee samalla yhtiön tuloskehitystä ja on nähtävissä kuvioista 5. M-Real teki voitollisen tuloksen ennen kertaluonteisia eriä vuonna 2002, jonka jälkeen voittoa ei ole enää tehty ja tappio on kasvanut vuosi vuodelta (M-Real 2009b). Yhtiön tulokset ennen kertaluonteisia eriä ovat olleet niin suuria, etteivät edes vuosittaiset tehtaiden myynnit ole pystyneet nostamaan tulosta voitolliseksi, paitsi vuonna

2004 (M-Real 2009b). Vuonna 2008 yhtiö ei jakanut lainkaan osinkoa, sillä aiemmat tappiolliset vuodet eivät mahdollistaneet enää voitonjakoa.



**Kuvio 5.** M-Realin osingon kehitys vuosina 2000 – 2008.

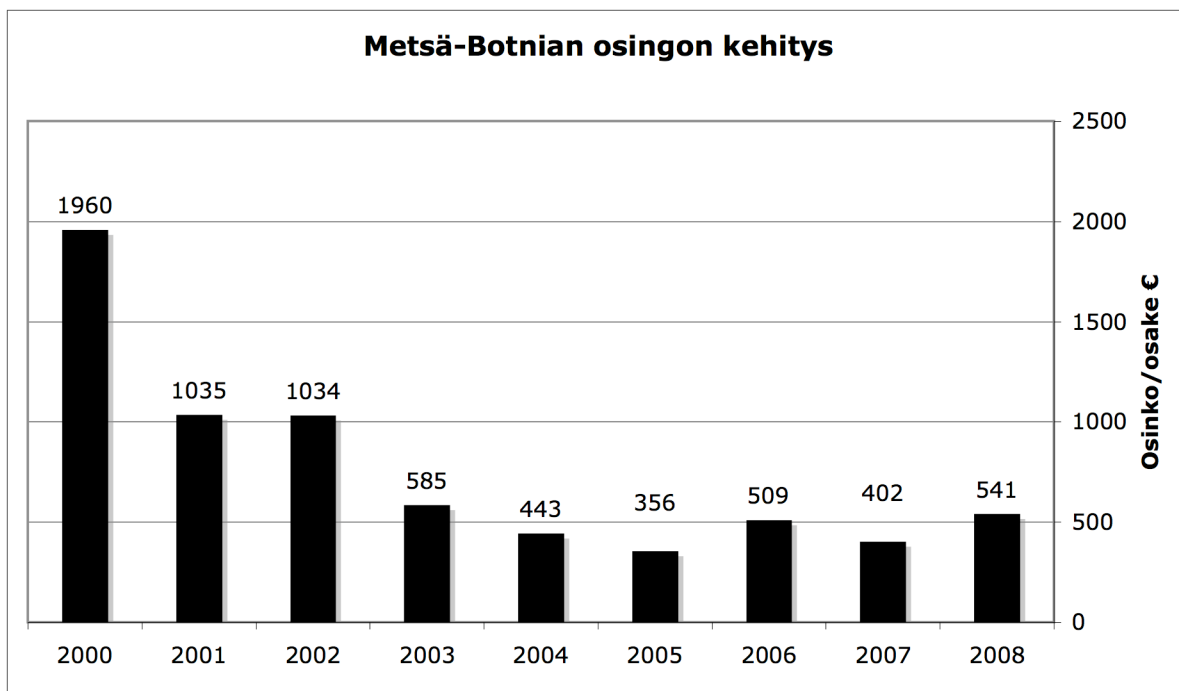
M-Realin osinkopolitiikkana on vakaa osingonjako omistajille, jonka ei voida sanoa toteutuneen 2000-luvulla. Osakekohtainen osinko on jouduttu puolittamaan lähes joka kolmas vuosi. Yhtiön payout ratio on ollut osakekohtaisen osingon tapaan laskupainotteinen, joka näkyy kuviossa 6. Kuviosta on huomattavissa 2000-luvun alun voitolliset vuodet, jolloin yhtiö jakoi suurimmat osingot yhtiön historiassa (Puttonen 2008). Vuonna 2003 osakekohtainen tulos laski negatiiviseksi ja samaan suuntaan painui payout ratio. Tämän jälkeen payout ratio on ollut vuosittain negatiivinen, poikkeuksena kuitenkin vuosi 2004, jolloin tappiollisesta tuloksesta ennen kertaluonteisia erää huolimatta liiketoimintojen myynneillä saatiin tilikauden tulos hieman positiiviseksi (M-Real 2009b). Tästä johtuen myös osakekohtainen tulos ja payout ratio olivat positiivisia. Yhtiön osinkopolitiikan mukainen kolmanneksen jako osakekohtaisesta tuloksesta on myös useimmiten jäänyt tavoitteesta.



**Kuvio 6.** M-Realin payout ratio vuosina 2000 – 2008.

#### 4.1.4 Metsä-Botnia

Metsä-Botnia on tämän tutkielman muista yhtiöistä poikkeuksellinen, sillä sen omistavat vain UPM-Kymmene ja Metsäliitto suunnilleen yhtä suurilla osuuksilla. Botnialla ei siis ole suoraan yksityisiä omistajia, joten sen osingotkin ovat hieman tavallisuudesta poikkeavia. Yhtiö on voinut melko vapaasti vaihdella osakekohtaista osinkoaan, sillä vaihtelut eivät ole vaikuttaneet yhtiön osakkeisiin yksityisten osakkeenomistajien puuttuessa. Metsä-Botnian liikevoitto on ollut tarkastellulla ajanjaksolla aina positiivinen (Metsä-Botnia 2009). Yhtiö on keskittynyt sellun valmistukseen, jonka hinta maailmalla ei ole laskenut kuten paperin tai kartongin. Vuonna 2009 sellun hinta ja kysyntä ovat olleet laskussa paperitehtaiden huonojen käyntiasteiden vuoksi, joten vuoden 2009 tulos saattaa olla tappiollinen (Ibid). Metsä-Botnia on myös ainut tutkielman metsäyhtiöistä, joka nosti osinkoaan vuonna 2008. Yhtiön tiedotteesta huomataan, että yhtiö laski investointejaan lähes 300 miljoonalla eurolla vuodesta 2007 ja liikevoittokin kasvoi, jolloin osingonjakoon on ollut käytettävissä enemmän varoja (Ibid). Metsä-Botnian osakekohtaisen osingon kehitys näkyy kuviossa 7.

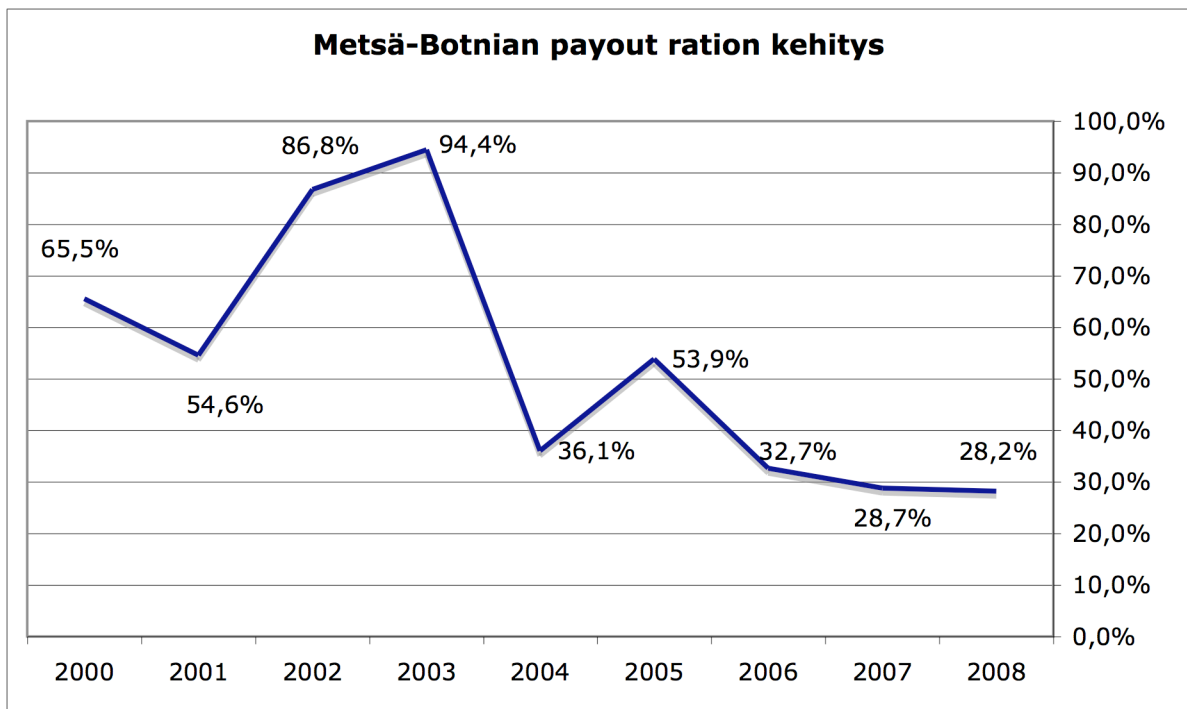


**Kuvio 7.** Metsä-Botnian osingon kehitys vuosina 2000 – 2008.

Kuviosta 7 huomataan, että yhtiön osakekohtainen osinko ei ole ollut ajanjakson tilikausilla euromääräisesti samansuuruinen muina vuosina kuin vuonna 2001 ja 2002. Osinko seuraa melko tarkasti yhtiön liikevoiton kehitystä, joten voidaan olettaa yhtiön osinkopolitiikan olevan jakaa osinkona tietty prosentti tilikausien voitosta. Tämän oletuksen perusteella Botnian johto käyttäisi osinkopolitiikkana target payout ratiota. Siinä yhdistyy tietyn prosenttiosuuden lisäksi vakaa osakekohtainen osinko, Vaikka yhtiön osakekohtainen osinko on seurannut yhtiön vuosittaista tuloskehitystä, on se pysynyt suhteellisen vakaana. Metsä-Botnian jakama osinko menee Metsäliiton ja UPM-Kymmenen tuloksiin osinkotuotoina osakkuusyrityksistä.

Metsä-Botnian payout ration kehityksestä kuviossa 8 huomataan, että yhtiö ei ole kertaakaan tarkastellulla ajanjaksolla maksanut osinkoa yli tilikaudella tehdyn tuloksen. Siitä voidaan päätellä, että yhtiön tavoitteena ei ole kerryttää suurta kassavaraa, vaan käyttää tilikausien voitto investointeihin ja osinkoihin, jolloin pääoma ei jää tehottomasti yhtiön taseeseen. Payout ration kehityksestä 2000-luvulla huomataan, että lukuun ottamatta vuosia 2002 ja 2003, on yhtiön payout ratio ollut melko vakaa. Vuosien 2002 ja 2003 korkeat payout ratiot selittää tuolloin tehdyt leikkaukset osingossa, jotka olivat lähes 50 prosenttia. Aiemmin arvioitiin Botnian käyttävän osinko-

politiikkanaan target payout ratiota ja kuvion 8 voidaan katsoa vahvistavan tämän arvon. Esimerkiksi vuodesta 2006 eteenpäin payout ratio on ollut muutaman prosentin sisällä vuosittain. Yritysjohdo tarkentaa aika ajoin osinkopolitiikkaansa ja tutkielman tarkasteltu ajanjakso on melko pitkä, joten olisi epätodennäköistä havaita vuosittain tasainen payout ratio tällä ajanjaksolla.

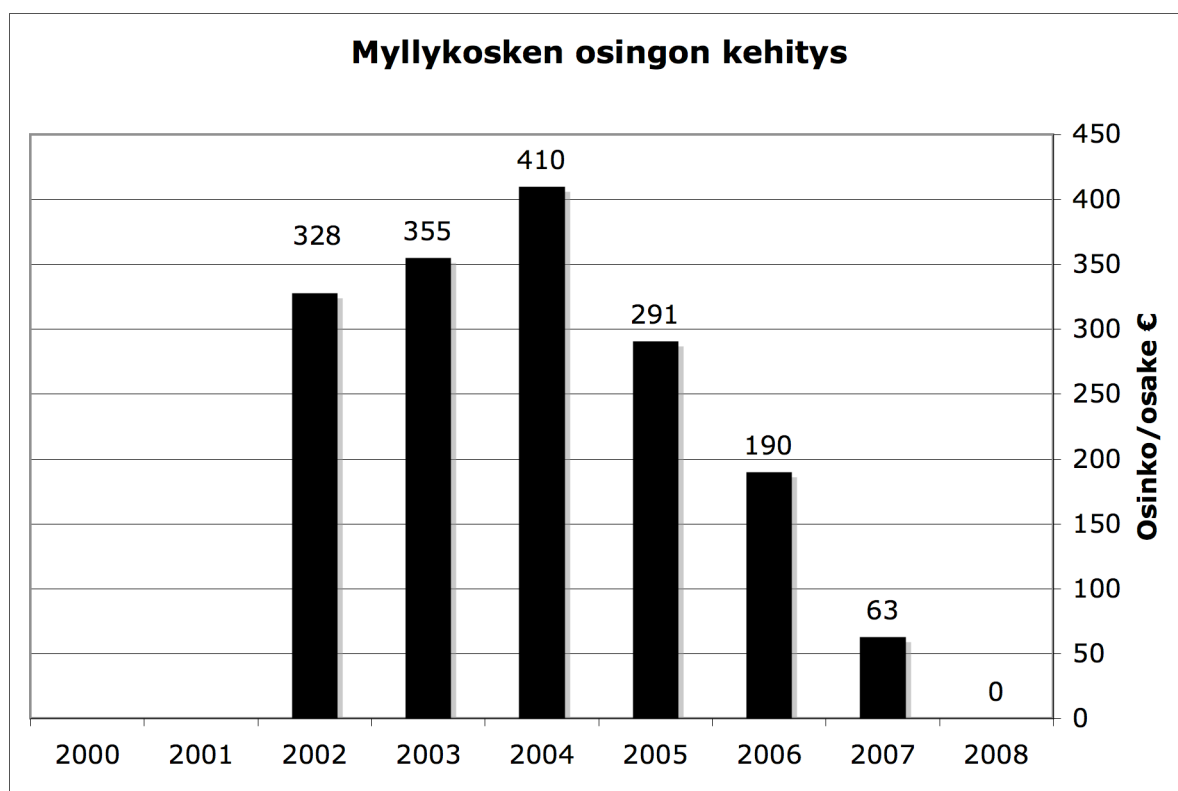


**Kuvio 8.** Metsä-Botnian payout ratio vuosina 2000 – 2008.

#### 4.1.5 Myllykoski

Myllykoski on muiden metsäyhtiöiden tapaan kärsinyt paperin hinnan laskusta. Yhtiön tulos ennen veroja on ollut vuodesta 2006 lähtien tappiollinen (Myllykoski 2009b). Yhtiöllä on kuitenkin positiivisia näkymiä, sillä sen tekemä tappio on pienentynyt joka vuosi (Ibid). Vuonna 2008 yhtiö teki jo liikevoittoa, vaikka tilikauden tulos ei vielä ylittänytään voitolliseksi (Ibid). Kuvioista 9 nähdään Myllykosken osakekohtaisen osingon kehittyminen 2000-luvulla. Tietoja vuodelta 2000 ja 2001 ei ollut saatavilla. Myllykosken osingot eroavat tutkielman muiden metsäyhtiöiden osingoista siinä, että 2000-luvun alussa yhtiön osingot ovat kasvaneet aina vuoteen 2004 asti ja vasta sitten kääntyneet laskuun, kun muilla yhtiöillä osingot ovat laskeneet jo 2000-luvun al-

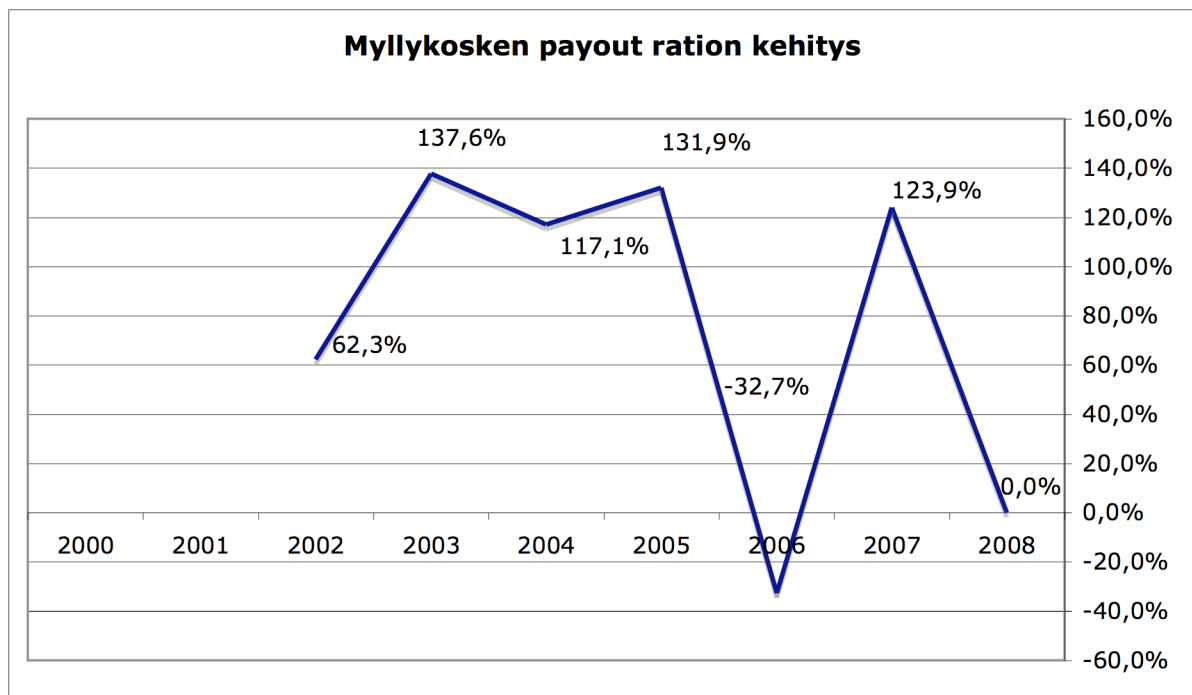
kuvuosista. Vuonna 2004 osingot olivat korkeimmalla tasolla, joka voi johtua uudesta osinkoverotuksesta. Myllykosken suurimmat omistajat ovat yksityishenkilöitä, joiden osinkotuloja verotetaan Suomessa melko raskaasti. Vuonna 2004 jaettiin yleisesti Suomessa kaksinkertaisia osinkoja ennen uuden osinkoverolain voimaantulua (Kärkkäinen 2004). On mahdollista, että Myllykosken johto on tuolloin jakanut normaalia enemmän osinkoa, ennen kuin verotus kiristyi. Myllykoski ei kuitenkaan jakanut tuplaosinkoja verrattuna vuoteen 2003.



**Kuvio 9.** Myllykosken osingon kehitys vuosina 2000 – 2008.

Myllykosken osakekohtaista osinkoa alettiin leikata vuoden 2004 jälkeen, seurauksena konsernin tappiollisista tuloksista. Yhtiön johto on voinut leikata osinkoja melko vapaasti, sillä suurin osa yhtiön hallituksen jäsenistä on myös yhtiön suurimpia omistajia (Myllykoski 2009b). Koska Myllykosken osakkeilla ei käydä kauppaa pörssissä, ei johdon tarvitse pelätä osakkeen arvon laskua pörssissä, eikä omistajien luottamuspuolan kasvusta johdon itse ollessa yhtiön pääomistajia. Toinen syy osinkojen pienentämiseen voi olla investoinneissa. Yhtiö investoi vuonna 2005 100 miljoonaa euroa enemmän kuin vuonna 2004, joten osinkoa on saatettu laskea myös sen takia. Vuonna 2006 yhtiö investoi vielä enemmän kuin edellisvuonna ja samalla myös osin-

ko laski (Myllykoski 2009b). Havainto viittaisi siihen, että yhtiön johto saattaa käyttää osinkopolitiikkanaan residuaalista tapaa eli ennen osingonjakoa tehdään investointipäätökset. Tätä tukee myös kuviosta 10 havaittava payout ratio, joka on ollut vuosittain melko epätasainen. Sen perusteella voidaan olettaa, että yhtiöllä ei ole target payout ratiota, joka taas tukee aiempaa residuaalisen osinkopolitiikan olettaa.



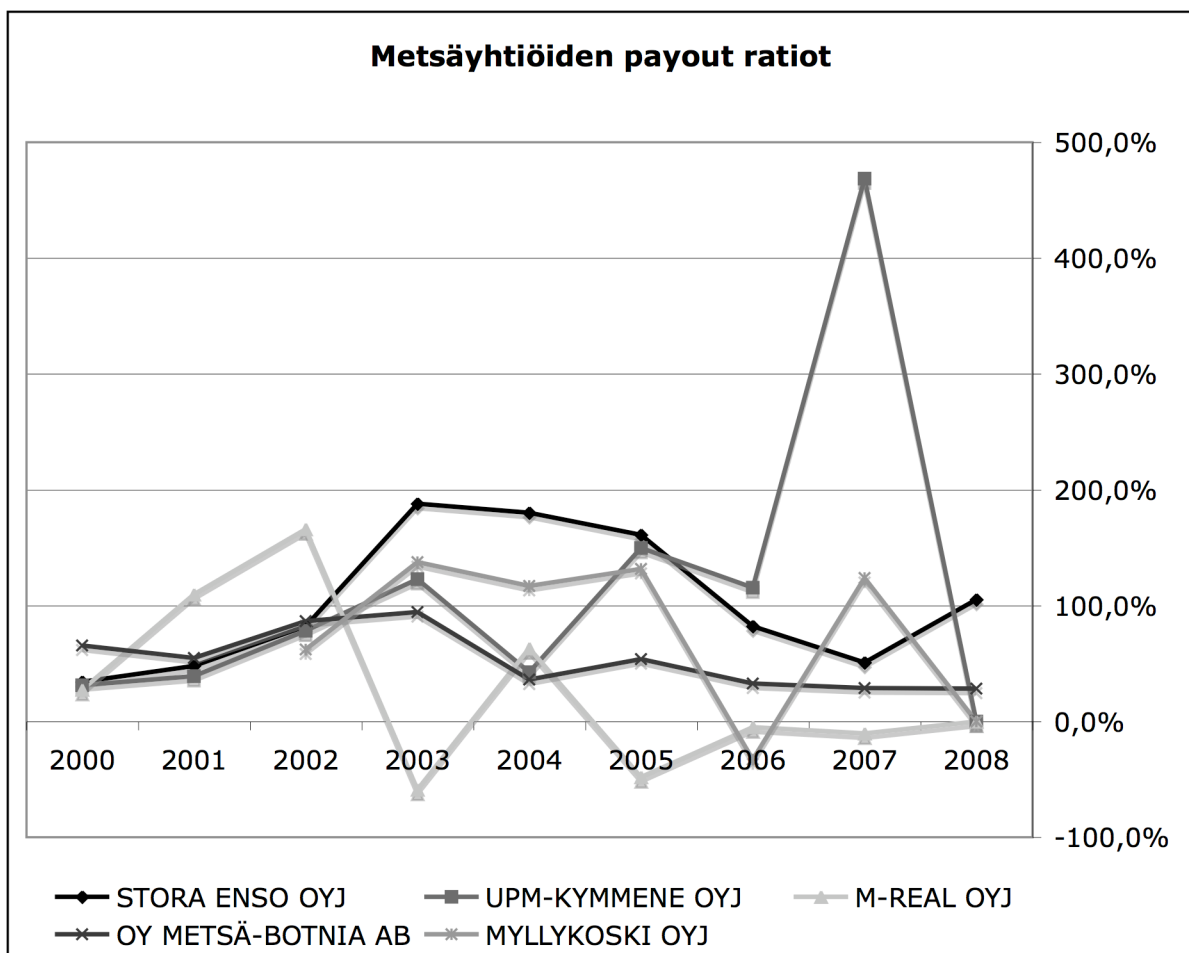
**Kuvio 10.** Myllykosken payout ratio vuosina 2000 – 2008.

Myllykosken payout ratio on vaihdellut vuosittain ääripäästä toiseen. Useimpina vuosina yhtiö on jakanut enemmän osinkoja kuin tilikaudella on tehty voittoa, jolloin osingot on jaettu kertyneistä voittovaroista. On huomattavaa, että ainoastaan vuonna 2002 yhtiö on jakanut osinkoja vähemmän kuin on suhteessa tehty voittoa. Tappiollisten vuosien alettua vuonna 2006, payout ratio laski jyrkästi. Vaikka yhtiön tulos ennen veroja ja satunnaisia eriä vuonna 2007 olikin tappiollinen, on payout ratio ollut tuolloin positiivinen. Vuonna 2007, payout ration laskukaavaan vaikuttava, osakekohdainen tulos oli positiivinen, sillä siinä ei ollut huomioitu satunnaiserien vaikutusta, joka tuolloin oli negatiivinen (Myllykoski 2009b). Yhtiö päätti olla jakamatta osinkoja vuodelta 2008, jotta yhtiön taloudellinen asema ja rahoituksellinen tilanne ei vaarantuisi.



## 4.2 Yhteenveto metsäyhtiöiden osingoista

Kuvioon 11 on koottu yhteen metsäyhtiöiden payout ratiot tarkastellulta ajanjaksolta vertailun helpottamiseksi. Kuviosta 11 huomataan, että kaksi suurinta konsernia, Stora Enso ja UPM-Kymmene, ovat jakaneet eniten osinkoja suhteessa tulokseen. Miellenkiintoinen havainto on, että vuodesta 2000 vuoteen 2002, metsäyhtiöiden payout ratiot ovat olleet hyvin samansuuruisia ja vasta vuonna 2003 payout ratiot ovat alkaneet hajaantua. Kuviosta huomataan myös vuosittainen vaihtelu toimialan sisällä, ja vaikka yhtiöt pyrkivätkin tasaiseen osingonjakoon vuosittain, vain Metsä-Botnian payout ratiota osoittava käyrä on pysynyt melko vakaana.



**Kuvio 11.** Metsäyhtiöiden payout ratiot vuosina 2000 – 2008.

### 4.3 IT-yhtiöt

IT-yhtiöiden osakekohtaiset osingot ja payout ratiot on koottu kahteen eri taulukkoon, jotka on järjestetty yhtiöittäin suuruusjärjestykseen ylhäältä alkaen. Taulukoiden loppuissa ovat laskettuina keskiarvot jokaiselta vuodelta. Yhtiöiden osinkoja ei tutkita yhtä tarkasti kuin metsäyhtiöiden kohdalla, vaan painopiste on toimialatasolla. Tarkoituksena on selvittää toisen alatutkimusongelman asettelun perusteella, eroavatko osingonjaot toisistaan kahdella eri toimialalla.

**Taulukko 1.** IT-yhtiöiden osakekohtaiset osingot vuosina 2000 – 2008.

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
NOKIA OYJ	0,4	0,53	0,43	0,37	0,33	0,3	0,28	0,27	0,28
TELIASONERA FINLAND OYJ	0,16	0,43	0,68	0,38	0,13	0,11	0,04	-	-
TIETO OYJ	0,5	0,5	1,2	0,85	1	1	0,5	1	0,49
ELISA OYJ	0,6	1,8	2,5	0,7	0,8	0	0	0	0,07
AFFECTO OYJ	0,14	0,16	0,1	0,1	0,06	0,14	0,07	0,01	-
DIGIA OYJ	0,05	0,1	0,08	0,05	0,11	0,3	0,38	0,22	0,11
F-SECURE OYJ	0,07	0,3	0,02	0,07	0	0	0	0	0
BASWARE OYJ	0,23	0,15	0,15	0,1	0,12	0,12	0,05	0,04	0,15
COMPTTEL OYJ	0,04	0,06	0,05	0,04	0,08	0,05	0	0,03	0,06
<b>KESKIARVO</b>	0,24	0,45	0,58	0,30	0,29	0,22	0,15	0,20	0,17

Jo ensisilmäyksellä huomataan taulukosta 1, että IT-yhtiöiden osingot ovat vaihdelleet eri vuosina huomattavasti enemmän kuin metsäyhtiöillä. Harvalla IT-yhtiöllä osakekohtainen osinko on pysynyt samansuuruisena pidempään kuin kahtena vuonna peräkkäin, lukuun ottamatta F-Securen ja Elisan muutamaa osingotonta vuotta. Toisaalta verrattaessa metsäyhtiöihin, IT-yhtiöiden osingot ovat vaihdelleet useimmissa tapauksissa vain muutamalla sentillä vuosittain. Keskiarvallisesti vuonna 2006 alalla jaettiin suurimmat osingot ja vuonna 2002 pienimmät.

IT-yhtiöiden osinkoja tarkasteltaessa saa kuvan, että nämä yhtiöt mukauttavat enemmän osinkojaan vastaamaan vuosittaisia tuloksiaan kuin metsäyhtiöt. On mahdollista, että näille yhtiöille ei Nokiaa lukuun ottamatta ole kertynyt suhteellisesti yhtä paljon varallisuutta kuin tutkielman metsäkonserneille. Tätä oletusta vahvistaa myös taulukon 2 payout ratiot, sillä vain muutamana vuotena on maksettu enemmän osinkoja kuin on tehty osakekohtaista tulosta.

**Taulukko 2.** IT-yhtiöiden payout ratiot vuosina 2000 - 2008.

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
NOKIA OYJ	37,0%	29,0%	41,0%	45,0%	48,0%	40,0%	39,0%	57,0%	33,0%
TELIASONERA FINLAND OYJ	42,5%	101,6%	166,5%	136,9%	43,3%	51,4%	-	32,1%	14,3%
TIETO OYJ	60,2%	-	36,9%	48,6%	47,0%	63,3%	64,9%	41,7%	55,7%
ELISA OYJ	53,0%	-	250,3%	57,4%	51,2%	-	-	-	39,0%
AFFECTO OYJ	35,4%	42,5%	61,0%	39,4%	19,0%	391,7%	34,1%	12,4%	-
DIGIA OYJ	14,0%	35,0%	32,0%	35,0%	44,0%	103,0%	187,0%	85,0%	52,0%
F-SECURE OYJ	53,8%	70,0%	40,0%	175,0%	-	-	-	-	-
BASWARE OYJ	40,8%	41,6%	33,6%	42,4%	25,6%	182,1%	48,3%	88,9%	106,8 %
COMPTEL OYJ	64,6%	59,1%	92,8%	61,5%	80,2%	132,9%	0,0%	32,2%	39,5%
<b>KESKIAARVO</b>	44,6%	33,2%	83,8%	71,2%	44,8%	137,8%	62,2%	49,9%	48,6%

Nokia on ollut tyypiesimerkki ihanteellisesta osingonjakajasta, johon yhtiöt yleisesti pyrkivät. Nokian osakekohtainen osinko on ollut lukuun ottamatta vuotta 2008 vuosittain tasaisen kasvava, joka on ihanteellinen tilanne yhtiön omistajille ja sijoittajille. Yhtiön payout ratio on myös pysynyt tasaisena, eikä yhtiö ole kertaakaan ajanjaksolla jakanut enemmän osinkoja kuin on tehty tulosta. Näiden perusteella voidaan olettaa Nokian käyttävän target payout ratiota.

Muidenkin IT-yhtiöiden osingoista on huomattavissa pyrkimystä tasaisen kasvavaan osingonjakoon. Useimmilla yhtiöillä on peräkkäisiä vuosia, jolloin osinko on kasvanut, mutta heikomman vuoden jälkeen osinkoa on leikattu vastaamaan paremmin tulosta. IT-yhtiöt eivät ole pelänneet laskea osinkojaan ajoissa, jota ei ole huomattavissa metsäyhtiöistä. IT-yhtiöiden www-sivuilla ilmoitetaan osinkopolitiikat, sillä jokainen näistä yhtiöistä on pörssilistattu. Yhtiöiden osinkopolitiikoista huomataan, että jokaisen osinkopolitiikkana on jakaa enintään puolet osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina ja että yhtiöt painottavat tulosten merkittävyyttä osingonjaosta päätettäessä. Osinkopolitiikoista huomataan myös metsäyhtiöistä poiketen, että melko moni tarkastelluista IT-yhtiöistä jakaa tilikauden voittoa omistajilleen pääoman palautuksilla.

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Tutkielman pääongelmana oli selvittää metsäyhtiöiden osingonjaon kehittymistä 2000-luvulla. Ongelman selvittämiseksi oli selvitettävä yleisellä tasolla tekijöitä, jotka vaikuttavat yhtiöiden jakamiin osinkoihin. Aiempien tutkimusten perusteella osinkoihin havaittiin vaikuttavan erityisesti yrityksen kannattavuus, investointimahdollisuudet, yrityksen koko, aiemmat osingot ja osinkojen markkinoille välittämä informaatio. Myös taantuman vaikutuksen huomattiin olevan merkittävä, varsinkin vuoden 2008 kohdalla. Tutkielmassa keskityttiin edellä mainituista tekijöistä taantuman lisäksi kolmeen viimeiseen, sillä kannattavuuden arvioiminen jokaisen yhtiön kohdalla olisi ollut vaikeaa tutkielman rajoitteiden puitteissa, ja investointimahdollisuuksien selvittäminen on yrityksen sisäistä tietoa, jota ei ole yleisesti saatavilla. Investointimahdollisuuksien vaikutusta arvioitiin kuitenkin jälkepäin, kun yritykset olivat jo tehneet investointeja. Yrityksien koon vaikutusta osinkoihin havaittiin vertailemalla globaaleja metsäkonserneja pienempiin IT-yhtiöihin, joiden toiminta ei ole yhtä laajaa. Aiempien osinkojen vaikutusta vertailtiin valitsemalla tarpeeksi pitkä ajanjakso, vuodesta 2000 vuoteen 2008. Osinkojen signalointiefektillä ja aiempien vuosien osinkojen välillä huomattiin olevan vahva yhteys, sillä markkinat huomioivat välittömästi yhtiön osinkojen nostot ja laskut aiemmista. Signalointiefektin merkitystä korostaa myös se, käydäänkö yrityksen osakkeella kauppaa pörssissä, jolloin osakkeen arvon kehittymiseen vaikuttavat sijoittajat ovat erityisen kiinnostuneita yhtiön osingoista ja niiden muutoksista.

Yrityksien koot vaikuttivat erityisesti payout ratioihin. Vertailtaessa pienten IT-yhtiöiden payout ratioita esimerkiksi Stora Enson ja UPM-Kymmeneen vastaaviin, huomattiin metsäyhtiöiden payout ratioiden olleen pääsääntöisesti suurempia. Metsäyhtiöt ovat toimineet pidempään ja ovat liikevaihdollisesti sekä organisationaalisesti suurempia kuin IT-yhtiöt, lukuun ottamatta Nokiaa. Näiden tekijöiden johdosta metsäyhtiöille on kerääntynyt varallisuutta ja näin ollen ne pystyvät jakamaan enemmän osinkoja, sillä tilikauden tuloksen lisäksi voittoa voidaan jakaa myös aiempien tilikausien voittovaroista.

Aiempien vuosien osinkojen huomattiin olleen merkittävin osinkoihin vaikuttanut tekijä. Jokaisen tarkastellun yhtiön osakekohtainen osinko on kehittynyt selvästi aiempien vuosien osinkojen pohjalta, eikä yksikään yritys ollut maksanut osinkoja täysin sattumanvaraisesti ottamatta huomioon aikaisempia osinkoja. Tuloksista huomataan yritysten pyrkivän tasaisen kasvavaan osinkovirtaan, jonka on aiempien tutkimusten perusteella huomattu olevan yrityksen sidosryhmiä parhaiten tyydyttävä ratkaisu. Jos yritykset eivät olleet nostaneet osinkoja edelliseltä tilikaudelta, olivat ne ainakin yrittäneet pitää osingot ennallaan. Tämä huomataan erityisesti kahden suurimman metsäyhtiön, Stora Enson ja UPM-Kymmene, osingoista, jotka olivat varsin tasaiset vuosi toisensa jälkeen. Vaikka yhtiöiden tulokset olivat välillä nousseet ja laskeneet, ei osinkoa oltu muutettu. Tämä tukee Bravin et al. (2005) aiempia tutkimustuloksia, joiden mukaan väliaikaiset ja yllättävät tulonkasvut eivät yleensä vaikuta osinkoihin. Metsäyhtiöistä huomataan myös, että ne ovat olleet melko vastahakoisia nostamaan osinkoja, elleivät ole aivan varmoja siitä, pystyvätkö pitämään tason jatkossakin.

Yhtiöiden omistuspohjalla ja osinkojen signalointiefektillä havaittiin olevan yhteys osinkoihin vaikuttavana tekijänä. Kolmen suurimman metsäyhtiön, Stora Enson, UPM-Kymmene ja M-Realin osakkeet noteerataan pörsseissä, jolloin yksityiset sijoittajat voivat helposti hankkia omistusosuuden yhtiöstä. Tällöin sijoittajat haluavat myös tuottoa sijoitukselleen ja tämän yhtiön johto joutuu huomioimaan osingosta päätettäessä. Edellä mainitut kolme metsäyhtiötä ovatkin muuttaneet osakekohtaista osinkoa huomattavasti harvemmin kuin Metsä-Botnia tai Myllykoski. Näiden kahden osakkeilla ei käydä kauppaa pörssissä, joten osingot eivät vaikuta osakkeen arvon kautta yhtiön markkina-arvoon ja tällöin osinkoa voidaan vaihdella vapaammin.

Lähes kaikkia tarkasteltuja yhtiöitä yhdisti taantuman vaikutus osinkoihin. Vuonna 2008 Baswarea, Tietoa ja Metsä-Botniaa lukuun ottamatta yhtiöt laskivat osakekohtaista osinkoaan. Taantuman aikana osinkoa on helpompi laskea, sillä sijoittajat sekä omistajat ymmärtävät osinkojen leikkauksen olevan välttämätöntä ja hyväksyvät sen. Taantuman aikana yhtiöt pyrkivät säästämään varojaan selvittääkseen huonojen aikojen yli ja tällöin suurimmat säästöt tuo voitonjaon pienentäminen.

Kysymys investointien ja osinkojen välisestä yhteydestä metsäyhtiöiden kohdalla jäi hieman avoimeksi. Metsäyhtiöt jakoivat useana vuonna enemmän osinkoja kuin oli-

vat tehneet osakekohtaista tulosta, joka näkyi yli sadan prosentin payout ratioina. Tällöin on vaikea arvioida, paljonko osinkoa on jaettu tilikauden tuloksesta ja paljonko siitä on käytetty uusiin investointeihin. Joitain todisteita siitä, että investointien kasvu edellisvuodesta laski tilikauden osinkoja, havaittiin, mutta eräissä tapauksissa investointien kasvaessa myös osingot kasvoivat. Investointien ja osinkojen yhteyden selvittämiseksi olisi pitänyt selvittää yhtiöiden kohdalla se, mistä investoinnit rahoitetaan. Investoinnit saatetaan esimerkiksi rahoittaa ulkoisella rahoituksella, kun taas osingot jaetaan voittovaroista. Investointien ja osinkojen lähteet voivat myös vaihdella tilikausittain. Aihetta voisi tutkia jatkossa tarkemminkin selvittämällä investointien ja osinkojen rahoituslähteitä, jolloin yhteyden olemassaolo olisi mahdollista selvittää.

Ensimmäisen alaongelman mukaisesti tutkittiin myös metsäyhtiöiden osingonjakopolitiikkoja. Pörssinoteeratut metsäyhtiöt ilmoittivat osinkopolitiikkansa julkisesti, kun taas Metsä-Botnia ja Myllykoski eivät. Pörssiyhtiöiden ilmoittamat osinkopolitiikat ovat käytännössä target payout ratioita eli vakaa osakekohtainen osinko yhdistyy tiettyyn prosenttiosuuteen tuloksesta. Stora Enson ja UPM-Kymmeneen kohdalla osinkopolitiikat noudattivat melko hyvin ilmoitettuja, mutta payout ratiot olivat usein suuremmat kuin mitä yhtiöt ilmoittivat tavoittelevansa. Sen sijaan M-Realin toteutunut osingonjako ei vastannut yhtiön ilmoittamaa osinkopolitiikkaa. Metsä-Botnian arvioitiin käyttävän pörssiyhtiöiden tapaan myös target payout ratiota. Myllykosken kohdalla tilanne erosi muista metsäyhtiöistä. Yhtiön arveltiin jakavan osinkoaan residuaalisesti, joka tuki hieman oletettavaa investointien ja osinkojen välisestä yhteydestä.

Toisena alaongelmana oli verrata IT-yhtiöiden osingonjakoa metsäyhtiöiden vastaavaan samalla ajanjaksolla. IT-yhtiöt olivat herkempiä muuttamaan osinkoaan vuosittain, eivätkä karttaneet myöskään osinkojen laskemista. IT-yhtiöiden arvioitiin mukauttavan osinkojaan vastaamaan enemmän tilikauden tulosta ja ne olivat myös maltillisempia osinkojen jakajia, joka näkyi alhaisempina payout ratioina. Usean IT-yhtiön havaittiin myös jakavan voittoa omistajilleen pääoman palautuksilla.

Tutkielman lähtökohtana oli selvittää suomalaisten metsäkonsernien osingonjakoa 2000-luvulla. Asian selvittämiseksi tutkimuksessa perehdyttiin ensin osinkoihin ja osingonjakoon liittyvään teoriaan useiden tieteellisten julkaisujen perusteella ja määriteltiin tutkielman kannalta tarpeelliset käsitteet. Materiaalia osingoista oli tarjolla pal-

jon, mutta tutkielman kannalta oleellisen tiedon saanti oli ajoittain hankalaa, sillä suurin osa aiemmista tutkimuksista keskittyi osinkojen merkitykseen osakemarkkinoilla. Metsäteollisuuden tilannetta Suomessa käytiin myös hieman läpi, jotta ymmärrettäisiin metsäyhtiöiden toiminnan taustat ja motiivit.

Tutkielman yritysten osingoista havaittiin paljon yhteneväisyyksiä aiempien tieteellisten tutkimusten tuloksiin ja havaintoihin. Suurin osa aiemmista tutkimuksista on tehty yhdysvaltalaisista yrityksistä, joissa osingonjako eroaa hieman suomalaisesta tavasta. Osinkoihin vaikuttavat tekijät näyttäisivät kuitenkin pätevän yleismaailmallisesti niin Suomessa kuin Yhdysvalloissakin. Tärkeimpiä osinkoihin vaikuttavia tekijöitä havaittiin olevan yrityksen koko, aiemmat osingot ja osinkojen signalointieffekti.

Viiden suurimman suomalaisen metsäyhtiön havaittiin olleen melko anteliaita osingonmaksajia, jotka ovat pitäneet osinkonsa suhteellisen tasaisina koko 2000-luvun. Neljän viidestä yhtiöstä havaittiin käyttävän osinkopolitiikkanaan target payout ratiota, joka on yksi yleisimmistä tavoista.

Tutkielma suoritettiin tapaustutkimuksena viiden suurimman suomalaisen metsäyhtiön osingonjaosta 2000-luvulla ja samalla verrattiin kahden toimialan välisiä eroja osingonjaossa. Tutkielma rajattiin viiteen suurimpaan suomalaiseen metsäyhtiöön ja yhdeksään suurimpaan IT-yhtiöön. Aineisto rajattiin koskemaan vuosia 2000 – 2008. Jatkossa aiheeseen liittyviä tutkimuksia voisi tehdä selvittämällä tarkemmin osinkojen ja investointien rahoituslähteitä, jotta aiheeseen liittyvässä kirjallisuudessa esitettyyn yhteyteen osinkojen ja investointien välillä saataisiin empiirisiä todisteita.

## LÄHDELUETTELO

**Ahokas, N.** 2007. Sarbanes-Oxley on osa Yhdysvalloissa listattujen suomalaisyritysten sisäistä valvontaa. *Tilintarkastus-lehti* 4, 65–70.

**Allen, D.E.** 1992. Target payout ratios and dividend policy: British evidence. *Managerial Finance*, 18, 1, 9-21.

**Baker, H.K. & Powell, G.E.** 1999. How corporate managers view dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics* 38, 2, 17-35.

**Baker, H.K. & Smith, D.M.** 2006. In search of a residual dividend policy. *Review of Financial Economics* 15, 1-18.

**Bhattacharya, S.** 1979. Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, 259–270.

**Bhattacharyya, N., Mawani, A. & Morrill, C.** 2008. Dividend payout and executive compensation: theory and evidence. *Accounting and Finance* 48, 521-541.

**Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. & Michaely, R.** 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.

**Brealey, R., Myers, S. & Marcus, A.** 2001. *Fundamentals of corporate finance*. 3<sup>rd</sup> edition. New York. McGraw-Hill. 798 s.

**DeAngelo, H. & DeAngelo, L.** 1990. Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance* 45, 5, 1415-1431.

**Décamps, J-P. & Villeneuve, S.** 2007. Optimal dividend policy and growth option. *Finance and Stochastics* 11, 1, 3-27.



**Denis, D.J. & Osobov, I.** 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89, 62-82.

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

**Fama, E.F. & French, K.R.** 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.

**Frankfurter, G.M. & Wood jr, B.G.** 2002. Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis* 11, 111-138.

**Heikkilä, T.** 1997. Information content of cash dividend and concurrent earnings announcements : evidence from the Finnish stock market. Turun Kauppakorkeakoulun julkaisuja. Sarja/Series D-1:1997. 130 s.

**Hirvonen, A., Niskakangas, H. & Steiner, M-L.** 2003. Corporate governance. Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. Helsinki. WSOY. 400 s.

**Huang, C-S., You, C-F. & Lin, S-H.** 2009. Cash dividends, stock dividends and subsequent earnings growth. *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 594-610.

**Hänninen, R. & Sevola, Y.** 2008. Finnish forest sector economic outlook 2008 – 2009. [Metsäntutkimuslaitoksen www-sivuilla]. [Viitattu 26.9.2009]. Saatavilla: <http://www.metla.fi/julkaisut/suhdannekatsaus/index-en.htm>

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

**John, K. & Williams, J.** 1985. Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium. *Journal of Finance* 40, 1053–1070.

**Kotiranta, K., Raunio, M., Romppainen, L. & Ukkola, O.** 2007. Varojen jakaminen ja verotus osakeyhtiössä. Jyväskylä. Gummerus. 200 s.

**Kyläkallio J., Iiro O. & Kyläkallio K.** 2008. Osakeyhtiö. Helsinki. Edita. 1620 s.

**Kärkkäinen, H.** 2004. Osinkoverouudistus maksaa enemmän kuin pankkikriisi. Taloussanomat. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2009] Saatavilla: <http://www.taloussanomat.fi/arkisto/2004/01/10/osinkoverouudistus-maksaa-enemman-kuin-pankkikriisi/200432632/12>

**Leppiniemi, J.** 2008. Yrityksistä kerrotaan: kuuntele ja kuule oikein. Helsinki. WSOY. 336 s.

**Lindström, K.** 2006. Osakesäästäjän sadonkorjuu. Pörssisäätiön www-sivut. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 4.11.2009] Saatavilla: <http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/kim-lindstrom-osakesaastajan-sadonkorjuu>

**Lindström, K. & Lindström, T.** 2009. UPM-Kymmene osinko laskee? Nordnetin www-sivut. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 4.11.2009]. Saatavilla: <https://www.nordnet.fi/mux/web/analys/experterna/expert/kommentar.html?expert=LINDSTROM&id=2757>

**Lintner, J.** 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. The American Economic Review 46, 2, 97-113.

**Metsä-Botnia.** 2009. [Metsä-Botnian www-sivuilla]. [Viitattu 22.10.2009]. Saatavilla: <http://www.metsabotnia.com>

**Metsäteollisuus ry.** 2009. [Metsäteollisuus ry:n www-sivuilla]. [Viitattu 21.10.2009]. Saatavilla: <http://www.metsateollisuus.fi>

**Miller, M.H. & Modigliani, F.** 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. The Journal of Business 34, 4, 411-433.

**Miller, M.H. & Rock, K.** 1985. Dividend policy under asymmetric information. Journal of Finance 40, 1031–1051.

**M-Real.** 2009a. [M-Realin www-sivuilla]. [Viitattu 22.10.2009]. Saatavilla:  
<http://www.m-real.com>

**M-Real.** 2009b. M-Realin vuosikertomukset vuosilta 2000 - 2008.

**Myllykoski.** 2009a. [Myllykosken www-sivuilla]. [Viitattu 22.10.2009]. Saatavilla:  
<http://www.myllykoski.com>

**Myllykoski.** 2009b. Vuosikertomus 2008.

**Naveen, D.D., Denis, D.J. & Naveen, L.** 2008. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? *Journal of Accounting and Economics* 45, 2-26.

**Niskanen, J. & Niskanen, M.** 2007. *Yritysrahoitus*. 5. painos. Helsinki. Edita. 449 s.

**Ojanperä, K.** 2008. Paperiteollisuuden myllerrys kestää 10 vuotta. *Tekniikka ja Talous*. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 28.10.2009] Saatavilla:  
<http://www.tekniikkatalous.fi/metsa/article148394.ece>

**Ojanperä, K. & Kankare, M.** 2009. Näin kävi Suomen paperiylpeyksille. *Tekniikka ja Talous*. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 28.10.2009] Saatavilla:  
<http://www.tekniikkatalous.fi/metsa/article215525.ece?s=l&wtm=-19022009>

**Payne, B.** 2009. On the financial characteristics of firms that initiated new dividends during a period of economic recession and financial market turmoil. *Journal of Economics and Finance*. [Verkkolehti]. Saatavilla: SpringerLink. Vaatii käyttöoikeudet.

**Puttonen, V.** 2008. Kriisiyhtiö M-Real jakaa osinkoja. *Kauppalehti* [Verkkodokumentti]. [Viitattu 6.11.2009] Saatavilla:  
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/talous/uutiset/avoinarkisto/index.jsp?xid=2772915&date=2008/03/05>

**Rosendahl, J.** 2007. Paperimammutit pahassa jamassa. Kauppalehti [Verkkodokumentti]. [Viitattu 5.10.2009] Saatavilla:  
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/talous/uutiset/avoinarkisto/index.jsp?xid=2255809&date=2007/02/19>

**Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J.** 2008. Corporate finance. 8<sup>th</sup> edition. New York. McGraw-Hill. 926 s.

**Steverman, B.** 2009. Dividend cuts: the stigma fades. BusinessWeek Online [Verkkolehti] 23.3.2009. [Viitattu 26.10.2009]. Saatavilla:  
[http://www.businessweek.com/investor/content/mar2009/pi20090319\\_775659.htm](http://www.businessweek.com/investor/content/mar2009/pi20090319_775659.htm)

**Stora Enso.** 2009. [Stora Enson www-sivuilla]. [Viitattu 22.10.2009]. Saatavilla:  
<http://www.storaenso.com>

**Suomen metsäyhdistys ry.** 2009. Metsäteollisuus jalostaa puusta tuotteita. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 22.10.2009]. Saatavilla:  
<http://www.forest.fi/smyforest/forest.nsf/allbyid/E1C20BD9842CAFFAC2256F3400413D19?Opendocument>

**Suomen Tulli.** 2009. Kuvioita ulkomaankaupasta v. 2008. [PDF-tiedosto Tullin www-sivuilla]. [Viitattu 19.10.2009]. Saatavilla:  
[http://www.tulli.fi/fi/suomen\\_tulli/ulkomaankauppatilastot/grafiikkaa/liitteet/Kuviot\\_2008FI.pdf](http://www.tulli.fi/fi/suomen_tulli/ulkomaankauppatilastot/grafiikkaa/liitteet/Kuviot_2008FI.pdf)

**UPM-Kymmene.** 2009. [UPM-Kymmenen www-sivuilla]. [Viitattu 22.10.2009]. Saatavilla: <http://www.upm-kymmene.com>

**Von Eije, H. & Megginson, W.L.** 2008. Dividends and share repurchases in the European Union. Journal of Financial Economics 89, 347-374.

# LIITE

Liite 1. Suomen vienti toimialoittain vuosina 1997 – 2008. (Suomen Tulli 2009)

