

Sijoittaminen kapitalisaatiosopimukseen

Pauli Leinvuo

Opinnäytetyö
Liiketalouden koulutusohjelma
2013



Liiketalouden koulutusohjelma

<p>Tekijä tai tekijät Pauli Leinvuo</p>	<p>Ryhmätunnus tai aloitusvuosi 2008</p>
<p>Raportin nimi Sijoittaminen kapitalisaatiosopimukseen</p>	<p>Sivu- ja liitesivumäärä 51+2</p>
<p>Opettajat tai ohjaajat Irene Uusitalo</p>	
<p>Tutkimuksessa verrattiin osakkeiden tuottojen avulla kapitalisaatiosopimusta ja suora sijoittamista passiivisella sijoitusstrategialla. Tutkimuksessa käytetty aikaväli oli 28.12.2007 - 28.12.2012. Tutkimuksessa käsiteltiin eroja sijoitettaessa kapitalisaatiosopimuksella ja arvo-osuustilillä. Tutkimukseen valittiin viiden suomalaisen pörssiyhtiön osakkeet. Osakkeiden valinnassa keskityttiin yrityksen tunnuslukujen kautta valitsemaan arvo- sekä kasvuyhtiöiden osakkeita.</p> <p>Päätutkimusongelmana tutkimuksessa oli selvittää kumpi kapitalisaatiosopimus vai suora sijoitus on kannattavampi. Sijoitusmuotojen kannattavuutta vertailtiin niiden tuottojen perusteella. Tuottoja laskettiin huomioiden ennen sijoittamisesta aiheutuvien kuluja, huomioituina kuluilla ja huomioituna sijoituksen realisointi tilanteessa. Tutkimuksen viitekehys koostui osakesijoittamisen teoriasta, arvo-osuustilin ominaisuuksista ja kapitalisaatiosopimuksen tarkemmasta kuvailusta sekä katsauksesta sijoittamisen verotukseen.</p> <p>Tutkimukseen valikoitui kvantitatiivinen tutkimusmenetelmä. Tutkimukseen rakennettiin kuvitteellinen sijoitustilanne, jossa sijoitettiin viiden suomalaisen pörssiyhtiön osakkeeseen kapitalisaatiosopimuksella ja arvo-osuustilillä. Tutkimusaineisto oli numeerista tilastomateriaalia, joka koostui tutkimukseen valittujen osakkeiden kurssihistoriasta ja osinkohistoriasta. Tutkimusaineisto kerättiin OMX Nordicin ja Kauppalehden verkkosivuilta.</p> <p>Tutkimuksen perusteella ei voi sanoa onko kannattavampaa sijoittaa kapitalisaatiosopimukseen vai suoraan sijoitukseen. Tutkimuksessa kapitalisaatiosopimus erottui paremmilla tuotoilla ennen kuluja mutta suora sijoitus erottui edukseen tuotoista, joista olivat kulut vähennettyinä ja sijoituksen realisointitilanteen tuotoissa. Tutkimuksesta voi tehdä johtopäätöksen, että kapitalisaatiosopimuksella sijoittava hyötyy siihen kohdistuvasta osinko- ja myyntivoittojen verotuksen viivästymisestä ja sillä on mahdollista saavuttaa lisätuottoja.</p>	
<p>Asiasanat Kapitalisaatiosopimus, arvo-osuustili, osake, tuotto</p>	

Degree programme in Business

<p>Authors Pauli Leinvuo</p>	<p>Group or year of entry 2008</p>
<p>The title of thesis Investing in capital redemption contract</p>	<p>Number of report pages and attachment pages 51+2</p>
<p>Advisor(s) Irene Uusitalo</p>	
<p>The thesis examined the difference between capital redemption and direct investment methods with a passive investment strategy by looking at the profit of the shares. The research data was collected from the period of 28 December 2007- 28 December 2012. The difference between two investment methods, the capital redemption contract and book-entry account, was studied. Shares were chosen from five different Finnish companies. Value and growth company shares were chosen by studying the company identification numbers.</p> <p>The main research problem was to find out which one of these investment methods, capital redemption contract or direct investment method, is more profitable. Viability was compared by the profit of these two methods. The profit was measured before costs, with the costs and after realizing the investment. The theory of thesis included theory of investing, the book-entry account analysis and a closer look at the capital redemption contract and an overview of the investment tax.</p> <p>The research was made by using a quantitative research method. An imaginary investment situation was created around the idea that capital redemption contract and book-entry account methods were used in investing in five different Finnish companies' shares. The result of the research was numeric statistic information which consists of the stock price history of the selected company shares and dividend history. The research data was collected from OMX Nordics and Kauppalehti websites.</p> <p>Based on the study no conclusions can be made on which investing method is viable. In the research the capital redemption method scored better with a better profit before expenses but direct investment method was showing better results in profits including expenses. The direct method was also better in the profit of the realization situation. One can make a conclusion based on the research that with capital redemption contract you benefit from the delay of the dividend and sales profit tax which gives you more profit in general.</p>	
<p>Key words Capital redemption contract, book-entry account, share, profit</p>	

Sisällys

1	Johdanto.....	1
1.1	Tutkimuksen tavoite.....	1
1.2	Tutkimusongelma.....	2
2	Osakekaupankäynti.....	3
2.1	Kapitalisaatiosopimus	4
2.2	Arvo-osuusjärjestelmä ja sijoittamiseen liittyvät kustannukset.....	10
2.2.1	Arvo-osuustilin ominaisuudet.....	10
2.2.2	Sijoittamisen kustannukset.....	11
3	Osake sijoitusinstrumenttina.....	13
3.1	Sijoituksen tuotto.....	14
3.2	Sijoituksen riski.....	15
4	Sijoittamisen tyylejä	18
4.1	Passiivinen ja aktiivinen sijoitustyyli	18
4.2	Top down ja Bottom up.....	19
4.3	Arvo- sekä kasvustrategia	20
5	Verotus	22
5.1	Pääomatuloverotus	22
5.2	Osinkotulojen verotus	24
5.3	Luovutustappio	26
6	Tutkimuksen tekeminen	28
6.1	Tutkimusaineisto.....	28
6.2	Tutkimusmenetelmät	31
6.3	Tutkimusaineiston luotettavuus ja pätevyys	32
7	Tutkimustulokset.....	34
7.1	Tuotot ennen kuluja.....	35
7.2	Tuotot kulujen jälkeen	38
7.3	Tulosten yhteenveto.....	42
8	Johtopäätökset	45
	Lähteet.....	48
	Liitteet.....	52

Liite 1. Osinko oikaistun tuoton laskenta	52
Liite 2. Kokonaistuottojen laskenta	53

1 Johdanto

Sijoittaminen on ollut ihmisen historiassa yksi vaurastumiseen johtaneista tekijöistä. Osakesijoittaminen on kasvattanut suosiotaan tähän päivään tultaessa merkittävästi suomalaisten ihmisten keskuudessa. Sijoittamiseen liittyvät teoriat ja niistä saatava informaation lisääntyminen tietoyhteiskunnan kasvun aikana on lisännyt ja mullistanut sijoittamista keskuudessamme. Jatkuvasti kehittyvät markkinat luovat ympärilleen mielenkiintoisia tarinoita sijoittamisella rikastuneista henkilöistä ja kertovat tarinoita yrityksistä sijoituksien takana. Ihmiset pyrkivät sijoittamalla saavuttamaan jatkuvasti suurempia tuottoja kilpailemalla sijoitusmarkkinoilla.

Sijoitusmarkkinoiden muuttuessa, sääntelyn lisääntyessä ja läpinäkyvyyden kasvaessa on markkinoille rantautunut jatkuvasti mitä mielenkiintoisempia mahdollisuuksia tehdä sijoitustoimintaa. Sijoittamista on voinut tehdä suoralla sijoituksella tai sitten välillisen sijoittamisen kautta. Suorassa sijoittamisessa kohde-etuudet omistetaan itse, kun taas välillisessä sijoittamisessa kohde-etuudet ovat kerätty esimerkiksi vakuutuksen sisälle. Välillisen sijoittamisen muotoja on kapitalisaatiosopimus, joka on sijoittajan ja vakuutusyhtiön välinen sijoitussopimus. Suorassa sijoituksessa arvopapereita hallinnoidaan arvo-osuusjärjestelmän avulla.

Sijoittamisessa on koettu historiassa vaiherikkaita aikoja, jolloin toisinaan tuottoja on ollut saatavilla helpommin ja toisinaan ne ovat olleet muistoja menneisyydestä. Tuottoja sijoittajat ovat tavoitelleet monilla strategioilla, joita löytyy sijoitusmaailmasta yhtä monia kuin on sijoittajia. Sijoittaa voi passiivisella tai aktiivisella tyylillä jossa kaupan käynnin määrät ja tiheys erottavat tyylit toisistaan. Sijoittajalla on monia teknisiä apuvälineitä käytettävänä ja yrityksiä voidaan arvostaa niiden tunnuslukujen ja tulevaisuuden näkymien mukaan käyttämällä osakkeen arvostusmalleja.

1.1 Tutkimuksen tavoite

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää suoran osakesijoittamisen (arvo-osuustili) ja (välillisen) kapitalisaatiosopimuksen erot sijoittaessa pörssiosakkeisiin. Tutkimuksessa

tutkitaan tuleeko kapitalisaatiosopimuksessa oleva verotuksellinen eroavaisuus suoraan osakekaupankäyntiin verrattuna kannattavamiksi kokonaistuotoilla mitattuna.

Tutkimuksen tavoitteena on antaa lukijalle perustiedot sijoittamisesta. Tutkimuksessa keskitytään suoraan osakesijoittamiseen ja välilliseen vakuutussijoittamiseen. Sijoitusinstrumenteistä tutkimuksessa keskitytään pörssiosakkeisiin. Tarkoituksena on selvittää vakuutuksellisen sijoittamisen erot suoriin osakesijoituksiin. Tutkimuksessa käydään läpi eri sijoitusstrategioita ja yksittäisen osakkeen valintaan vaikuttavia tyylejä, joita yksityinen sijoittaja voi hyödyntää sijoittamisessa. Laajemmin tutkimuksessa käsitellään kapitalisaatiosopimusta ja sijoittajan verotusta. Opinnäytetyön tehtävänä on antaa yleisesti hyödyttävää tietoa asiasta kiinnostuneille.

1.2 Tutkimusongelma

Tutkimuksen pääasiallinen tutkimuskysymys on ” Onko kapitalisaatiosopimukseen sijoittaminen kannattavampaa kuin suora osakesijoittaminen?” Tutkimuksessa tutkitaan sijoittamalla passiivisella strategialla osinkoja maksavien yhtiöiden osakkeisiin, kun osingot sijoitetaan uudelleen osakkeeseen. Kummassakin sijoitusmuodossa on omat eroavaisuutensa jotka sijoittajan tulee huomioida. Tutkimuksessa tavoitteena on selvittää tuoko kapitalisaatiosopimukseen sisältyvä verotuksen viivästyminen hyötyjä siihen sijoittaessa passiivisella strategialla.

Kannattavuutta mitattaessa keskeisessä osassa ovat sijoituksella saavutettavat tuotot. Tuottoja mitattaessa verotus ja sijoittamisen kulut ovat keskeisiä. Tutkimus on rajattu koskemaan yksityistä sijoittajaa joka sijoittaa NASDAQ OMX Helsingin pörssissä listattujen pörssiyhtiöiden osakkeisiin.

Tutkimusongelma tullaan ratkaisemaan laskemalla viiden vuoden aikajaksolta viiden osakkeen kokonaistuotot kapitalisaatiosopimuksella ja suoralla sijoituksella. Tuottoja tullaan vertailemaan ennen kuluja, kulujen jälkeen ja sijoituksen realisoinnin jälkeen.

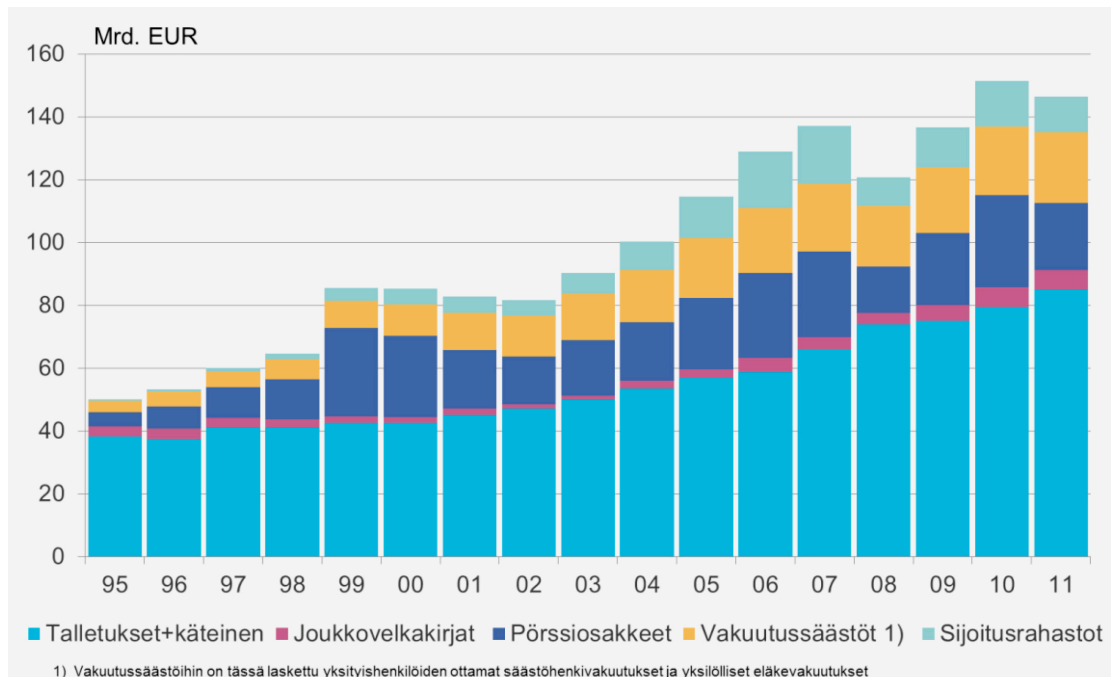
2 Osakekaupankäynti

Osakekaupankäynti on osa sijoittamista missä on lukuisia tapoja ja välineitä tehdä sijoitustoimintaa. Sijoittamisen kohteita ovat osakkeet, talletukset, metsät, kiinteistöt, joukkovelkakirjat, raaka-aineet, niin kahvipavut kuin arvometallit. Sijoittaa voi suoraan kohteeseen tai välillisesti esimerkiksi sijoitusrahastojen ja sijoitussidonnaisten vakuutuksien kautta. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 95 - 96)

Sijoittaminen Suomessa on varsin uutta ja rahoitusmarkkinat Suomessa ovat käyneet läpi valtaisan muutosta viime vuosikymmenen aikana. Pankkitalletukset ovat olleet pitkään suomalaisten kotitalouksien suosituin säästämismuoto. Tähän on ollut suuri vaikutus niiden aiemmalla verovapaudella sekä talletusten rajoittamattomalla takaisinmaksusuojalla. Uudet sijoitusmuodot, kuten sijoitussidonnaiset vakuutukset, sijoitusrahastot ja suorat osakesijoitukset ovat tuoneet vaihtoehtoja perinteisten pankkitalletusten seuraksi. Tähän on osaltaan vaikuttanut talletuksien verovapauden poistuminen ja matala korkotaso. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 15 - 16)

Suomen rahoitusmarkkinoiden rakenteellisten muutosten seurauksena ja kansalaisten lisääntyneen vaurastumisen ansiosta markkinoille on syntynyt tarve luoda uusia säästämisen muotoja. Väestön ikääntymisen merkityksen kasvaessa on eläkesäästämisen tarve lisääntynyt ja kotitalouksien tietoisuus uusista mahdollisuuksista sijoittaa on mahdollistanut sijoitusvaihtoehtojen kehittymisen. Suomalaisten kotitalouksien voimakkaasta vaurastumisesta on merkinä rahoitusvarallisuuden kasvu vuoden 1995 50,1 miljardista eurosta vuoden 2005 110,3 miljardiin euroon. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 16)

Kuviossa 1 on havainnollistettu rahoitusvarallisuuden kasvua ja sen jakautumista omaisuusluokkien kesken. Kuviossa 1 voidaan selvästi huomata talletusten suhteellisen suuri paino suomalaisten rahoitusvarallisuuden sijaintina, mutta huomattavaa kasvua sekä osake että vakuutusmuotoisten sijoituskohteiden osalta on havaittavissa. (Finanssialan keskusliitto.)



Kuvio 1. Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuuden jakautuminen säästökoh-teittain. (Finanssialan keskusliitto)

2.1 Kapitalisaatiosopimus

Sijoittaminen mahdollistaa omistusosuuksien oston yrityksistä, joka tekee sijoittajasta yhden yrityksen omistajista. Sijoituskohteet voidaan katsoa jaettavaksi kahteen osaan, suoriin ja välillisiin. Suoria sijoituskohteita ovat osakkeet, joukkovelkakirjalainat, kiinteistöt, rahamarkkinasijoitukset ja talletukset. Välillisiä sijoituskohteita ovat sijoitusrahastot ja vakuutussidonnaiset sijoituskohteet. Näiden arvo määräytyy niiden taustalla olevien arvopapereiden kehityksen mukaan. Tässä tutkimuksessa keskitytään ainoastaan suorista sijoituskohteista pörssiosakkeisiin ja välillisissä sijoituskohteista vakuutussidonnaiseen kapitalisaatiosopimukseen.

Vakuutussidonnaiset sijoitus- ja säästöratkaisut ovat rahastojen tapaan vaihtoehto sijoittaa välillisesti korko- ja osakemarkkinoille. Vakuutussidonnaiset sijoitusratkaisut voidaan jakaa karkeasti kahteen pääluokkaan, säästö- ja sijoitusvakuutuksiin sekä eläkevakuutuksiin. Osa sijoitus- ja säästämisen vakuutustuotteista on sijoitussidonnaisia ja osa on olemukseltaan pankkitalletuksia. Tällä pankkitalletuksen kaltaisuudella viitataan vakuutusyhtiön maksamaan laskuperustekorkoon eli riskittömän tuoton-osaan. Laskuperustekorona lisäksi vakuutusyhtiö maksaa vuosittain vahvistettavaa asiakashyvitys osaa,

jonka suuruus riippuu vakuutusyhtiön sijoitustoiminnan tuloksesta. Asiakashyvityksien suuruudet vaihtelevat vakuutusyhtiö kohtaisesti, mutta viimeisen kymmenvuoden aikana asiakashyvityksien suuruudet ovat osalla toimijoista voineet vaihdella 0 – 2.6 % välillä. Sijoitussidonnaisia vakuutuksia voi käytännössä verrata rahastosijoittamiseen. Niiden tuotto määräytyy vakuutuksen sisällä olevien sijoituskohteiden arvon kehityksen mukaan. Usein tällaisiin vakuutuksiin liitetään rahastoja jolloin niitä kutsutaan Unit Link-vakuutuksiksi. Näissä vakuutuksissa vakuutusyhtiöt sallivat paljonkin vapauksia. Yksi vapauksista on veloituseton rahastojen vaihtaminen. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 95 - 96; Lähi Tapiola.)

Yleistä nykyisin on, että vakuutuksiin on mahdollista sisällyttää takuutuottoisuus sekä sijoitussidonnaisuus. Vakuutusyhtiö antaa vapauden sijoittajalle tämän osalta valita sopivan yhdistelmän. Sijoitussidonnaiset vakuutukset yhdistellään yleisimmin rahastoihin joista on valittavana yleisimmät rahastovaihtoehdot. Vakuutussidonnaisiin sijoitustuotteisiin sisältyy myös tiettyjä lisäominaisuuksia, joista keskeisin on kuolemanvaraturva. Tämä mahdollistaa verotuksellisesti etua vakuutuksen ottajan jälkeläisille. Henkivakuutuskorvaus on vakuutetun lähiomaisille veroton, jos se ei ylitä 35 000 euron saajakoh- taista rajaa. Puolisolle korvaus on puolet tai vähintään 35 000€. Muille kuin lähiomaisil- le korvaus on veronalaista tuloa, josta maksetaan pääomatulovero. (Kallunki, Martikai- nen & Niemelä 2011, 124 - 125)

Kapitalisaatiosopimusta voidaan kuvata seuraavan lainauksen mukaisesti.

Kapitalisaatiosopimus on vakuutusyhtiön ja asiakkaan välinen sijoitussopimus. Se poik- keaa muista vakuutusyhtiön tarjoamista tuotteista (esimerkiksi säästö- tai sijoitusvakuu- tuksista) siinä, että kapitalisaatiosopimuksen perusteella ei vakuuteta ketään. Kapitalisaa- tiosopimus on aina määräaikainen, koska ei ole mitään vakuutustapahtumaa, joka muu- toin päättäisi sopimuksen.(Finanssivalvonta)

Suomalaiset vakuutusyhtiöt ovat tarjonneet yli kymmenen vuotta kapitalisaatiosopi- muksia. Näitä kapitalisaatiosopimuksia oli ennen käytännössä ainoastaan tarjolla yrityks- sille ja yhteisöille sijoitustoimintaan. Viime vuosina kapitalisaatioiden hyödyntäminen sijoitustoiminnassa on yleistynyt yksityishenkilöiden piirissä ja sopimuksia on solmittu

vakuutusyhtiöiden kanssa. Kapitalisaatiosopimuksia Suomessa tarjoavat henkivakuutusyhtiöt. Esimerkiksi Mandatum Life, Lähi Tapiola, Nordea ja Op-Pohjola.

Kapitalisaatiosopimuksen rakenne muodostuu sopimuksesta vakuutusyhtiön ja asiakkaan välillä. Kapitalisaatiosopimus on sijoitussopimus, joka tehdään aina määräajaksi. Määräaika on yleisesti 20 vuoden mittainen ja sopimus on uusittavissa määräajan umpeutuessa. Kapitalisaatiosopimuksia on kahta päätyyppiä, sijoitussidonnainen ja laskuperusteinen. Vakuutusyhtiöt tarjoavat myös sopimuksia, joissa asiakas voi jakaa säästönsä sijoitussidonnaisten ja laskuperusteisten osien välillä. (Finanssivalvonta 2011.)

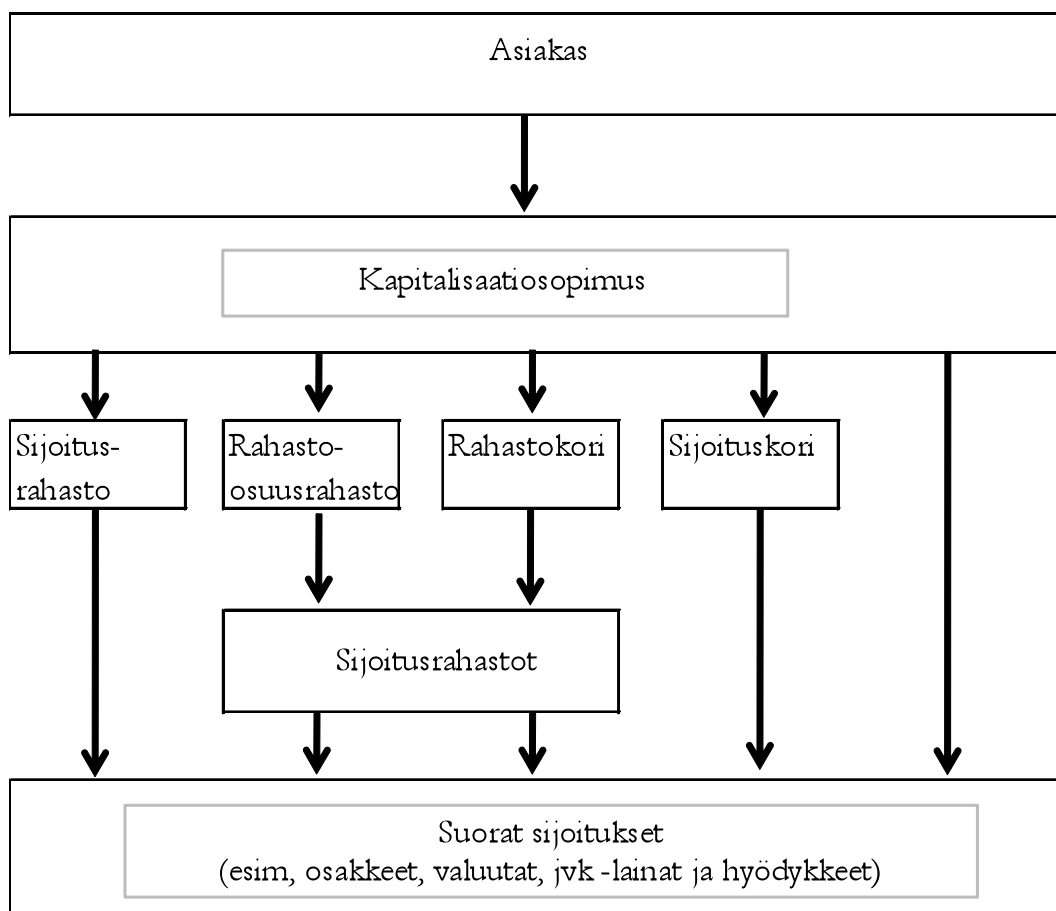
Sijoitussidonnaisessa kapitalisaatiosopimuksessa vakuutusyhtiö hankkii asiakkaan maksamalla maksuilla niitä sijoituskohteita, esimerkiksi osuuksia sijoitusrahastoista, rahastokoreista, joukkovelkakirjalainoja, mutta myös indeksilainoja, talletuksia tai osakkeita, joiden arvonkehitykseen asiakas itse on valinnut säästönsä kehityksen sidottavaksi. Asiakas voi vaihtaa sijoituskohteita sopimuksen voimassa ollessa. Vakuutusyhtiö on näiden sijoitusten omistaja. Asiakas on oikeutettu tuottoon sen perusteella, miten sijoitusten arvo kehittyy. Laskuperustekorkoisessa kapitalisaatiosopimuksessa vakuutusyhtiö päättää, miten asiakkaiden maksuista kertyneet varat sijoitetaan eri sijoituskohteisiin. Tuotto muodostuu tavallisesti kapitalisaatiosopimuksessa sovitusta laskuperustekorosta ja asiakashyvityksestä. Laskuperustekorko voi olla kiinteä korko (esimerkiksi 0 tai 1,5 %) tai johonkin korkotekijään sidottu korko (esim. 3 kk:n euribor). Asiakashyvitysten myöntämisestä päättää vakuutusyhtiö. Asiakashyvityksen osan muodostumiseen vaikuttaa vakuutusyhtiön sijoitustoiminnasta saama tuotto. (Finanssivalvonta 2011.)

Kapitalisaatiosopimukset eroavat säästö- ja sijoitusvakuutuksista. Kapitalisaatiosopimuksissa ei ole vakuutettuna henkilöä toisin kuin säästö- ja sijoitusvakuutuksissa, tämän takia kapitalisaatiosopimukseen ei liity perintöverotusetuja kuin säästö- ja sijoitusvakuutuksiin. Vakuutusyhtiö ei myöskään peri henkivakuutusmaksua vakuutetun kuoleman varalta toisin kuin säästö- ja sijoitusvakuutuksissa. Jos asiakas kuolee kesken sopimusajan, sopimukseen perustuvat oikeudet siirtyvät kuolinpesälle. (Finanssivalvonta 2011.)

Kapitalisaatiosopimuksen kautta tehtävässä sijoitustoiminnassa on eroja vertailtuna suoriin sijoituksiin, esimerkiksi osakkeisiin tai sijoitusrahastoihin sijoitettaessa. Kapitalisaatiosopimuksen solmiminen tapahtuu aina asiakkaan ja vakuutusyhtiön välillä. Sopimuskumppanina ei siis ole vakuutusyhtiön asiamiehenä toimiva pankki tai rahastoyhtiö, jonka rahaston arvonkehityksen mukaan kapitalisaatiosopimuksen arvo kehittyy. Vakuutuslainsäädännössä kapitalisaatiosopimukset rinnastetaan vakuutuksiin, minkä vuoksi asiakkaalle on annettava kapitalisaatiosopimuksesta tietoja samalla tavalla kuin säästö- ja sijoitusvakuutuksista. Rahastosijoittamisessa ja suorassa osakesijoittamisessa sijoittaja omistaa rahasto-osuudet ja osakkeet kun taas kapitalisaatiosopimukseen liitettyjen sijoituskohteiden omistaja on vakuutusyhtiö. Koska asiakas ei omista sijoituskohteita, hän ei voi myöskään myydä ja ostaa niitä suoraan, mutta sen sijaan hän voi vaihtaa niitä sopimuksen mahdollistamissa rajoissa. Sijoitussidonnaiseen kapitalisaatiosopimukseen liitettäviä sijoituskohteita voi vaihtaa ilman, että sijoitetuille varoille kertynyttä tuottoa (korot, osingot, luovutusvoitot ja muut tuotot) verotetaan. Kapitalisaatiosopimuksia kuten säästö- ja sijoitusvakuutuksia verotetaan vasta siinä vaiheessa kun tuottoa aletaan nostamaan. Siten sopimusaikana kertynyt tuotto kerryttää säästön tuottoa korkoa korolle -periaatteen mukaisesti. Toisaalta kapitalisaatiosopimukseen liitettyjen sijoituskohteiden tappioita ei voi vähentää muiden sijoitusten luovutusvoitoista. (Finanssivalvonta 2011.)

Kapitalisaatiosopimukseen liittyviä riskejä kantaa säästäjä, joka on solminut vakuutusyhtiön kanssa sopimuksen kapitalisaatiosopimuksesta. Sijoitussidonnaisissa kapitalisaatiosopimuksissa asiakas kantaa riskin sijoituskohteiden arvon kehityksestä, joten sijoitussidonnaiseen vakuutukseen liittyvät samat riskit kuin niihin sijoituksiin, joihin vakuutuksen arvo on sidottu. Asiakas voi menettää pääomansa osittain tai kokonaan sijoituskohteiden arvon laskiessa, mutta hajauttamisella voidaan vähentää tätä riskiä ja pienentää koko pääoman menetystä. Laskuperustekorkoisissa kapitalisaatiosopimuksissa vakuutusyhtiö sijoittaa asiakkaan maksuista kertyneet varat. Perinteisissä laskuperustekorkoisissa tuotteissa asiakkaalle sovitaan tietty korko, ja tämän koron lisäksi asiakkaalle luvataan asiakashyvityksiä. Sovittu korko voi kuitenkin olla alhainen tai sitä ei ole lainkaan. Vakuutusyhtiö kantaa kohde-etuuden arvonkehitykseen liittyvän riskin tällöin.

Riskejä joita asiakas kantaa ovat markkinariskin ja yritysrisikin eli riskin siitä, että kapitalisaatiosopimukseen kertyneen säästön arvo laskee, koska sen sijoituskohteiden markkinat laskee. Korkoriski, jos sopimukseen on valittu korkorahastoja tai joukkolainoja, laskevat sijoitusten arvoa korkojen noustua. Vastaavasti valuuttamääräisiin sijoituksiin liittyy valuuttakurssiriski. Liikkeellelaskijariski eli riski siitä, että säästöt menetetään, jos vakuutusyhtiö joutuu selvitystilaan. Riski verotuksesta, koska verotusta voidaan muuttaa ja sen myötä myös verohyödyt voivat muuttua. (Finanssivalvonta 2011.)



Kuvio 2. Sijoitussidonnaisen kapitalisaatiosopimuksen rakenne. (Mukaillen Finanssivalvonta 2011)

Kuvio 2 ilmaisee miten sijoitusprosessi etenee kapitalisaatiosopimukseen sijoitettaessa. Ensimmäisessä vaiheessa asiakas ottaa yhteyden kapitalisaatiosopimuksia tarjoavan yritykseen ja sopii tapaamisen edustajan kanssa. Tämän jälkeen aloitetaan keskustelu sijoittamisesta, jossa asiakas selvittää tarpeensa, tavoitteensa ja kokemuksensa sijoittamisesta. Mielenkiinnon synnyttyä asiakkaalle kapitalisaatiosopimusta kohtaan solmitaan sopimus ja tehdään päätös sijoittamisesta kapitalisaatiosopimukseen. Asia etenee tarkempaan keskusteluun, jossa selvitetään asiakkaan sijoitushorisontti, sijoitettavan summan suu-

ruus, riskiprofiili, joka (kertoo sijoittajan suhtautumisen ja siedon sijoituksen arvon ajallisiin vaihteluihin) ja määrittää sijoituskohteita jolla lähdetään tavoittelemaan tuottoa. Asiakkaalla on valittavanaan yleisimmin täyden valtakirjanmallin sopimus, jossa asiakas luovuttaa täyden päätännän sijoituskohteista palvelutarjoajan asiantuntijoille tai asiakas voi halutessaan valita konsultoivan sopimuksen, jossa yhdessä palvelutarjoajan asiantuntijan kanssa käydään sijoituskeskustelut lävitse.

Sijoituskohteita on asiakkaalla valittavana useita ja nämä sijoituskohteet vaihtelevat kapitalisaatiosopimuksen tarjoavan yrityksen vaihtoehtojen mukaan. Kuvion 2 sijoituskohteet on jaoteltuina pääpiirteissään sijoitusrahastoihin, rahasto-osuusrahastoihin, rahastokorirahastoihin, sijoituskoreihin ja suoriin sijoituskohteisiin. Näissä kohteissa voi olla palvelutarjoaja kohtaisia eroja.

Sijoitusrahastoja ovat osake-, korko ja yhdistelmärahastot. Sijoitusrahasto on osakkeista tai muista arvopapereista, esimerkiksi korkopapereista koostuva rahasto, jonka omistavat siihen sijoittaneet sijoittajat osuuksiensa suhteessa. Rahasto-osuusrahasto on sijoitusrahasto, joka sijoittaa toisiin sijoitusrahastoihin. Rahastokori on useammasta rahastosta koostuva rahasto. Sijoituskorit ovat rahastojen kaltaisia, jotka voivat koostua osakkeista, korkopapereista ja muista arvopapereista. Sijoituskorin omistaa ja sitä hallinnoi vakuutusyhtiö. Tällöin asiakas on oikeutettu sijoituskorin tuottamaan mahdolliseen tuotto-osuuteen. Suorat sijoitukset ovat osakkeita, joukkovelkakirjoja, etf-indeksiosuuksia, hyödykkeitä (raaka-aineita, kulta) ja johdannaisia. Suorissa sijoituksissa voi ilmetä kapitalisaatiosopimus palvelutarjoaja kohtaisia rajoitteita osakkeiden osalta, esimerkiksi kapitalisaatiosopimusta tarjoavan yrityksen osakkeita ei ole saatavilla sopimukseen.

Sijoituskohteiden valinnan, sovittujen yhteydenpito ja raportointi määrien sekä sopimuksen allekirjoituksen jälkeen on sopimus sijoittamisesta tehty kapitalisaatiosopimukseen. Asiakkaan on tämän jälkeen suoritettava maksu sopimukseen ja sen jälkeen asiakas on oikeutettu kapitalisaatiosopimuksen arvon kehityksen mukaisiin tuottoihin. Kapitalisaatiosopimuksen arvon kehitystä voidaan seurata palvelutarjoaja kohtaisten sähköisten palvelujen kautta. Asiakas voi tehdä nostoja sopimuksesta ja hän voi valita nostavansa ainoastaan omaa pääomaa sopimuksesta jolloin ei synny veroseuraamusta.

2.2 Arvo-osuusjärjestelmä ja sijoittamiseen liittyvät kustannukset

Arvo-osuusjärjestelmässä pidetään kirjaa yritys- ja yksityissijoittajien arvo-osuusmuotoisista arvopaperiomistuksista sekä toteutetaan näihin omistuksiin tapahtuvat muutokset. Arvopaperikeskus hoitaa järjestelmiä, joista käy ilmi kuinka paljon kellenäkin arvo-osuuksia on sekä mistä ne ovat tulleet. Euroclear Finland Oy (aiemmin Suomen Arvopaperikeskus Oy) hallinnoi Suomessa arvo-osuusjärjestelmää ja siihen liittyviä tehtäviä. Euroclear Finlandista saa kuka tahansa tietoa pörssiyritysten omistajista, lukuun ottamatta hallintarekisteröidyistä ulkomaalaisomistajista. Arvo-osuus on perinteisen painetun osake- tai velkakirjan sähköinen vastine.

2.2.1 Arvo-osuustilin ominaisuudet

Sijoittajan, joka on kiinnostunut aloittamaan sijoittamisen pörssiosakkeisiin, on avattava itselleen tili jolle arvopapereita voidaan hankkia. Tätä tiliä kutsutaan nimellä arvo-osuustili. Arvo-osuustili on kuin pankkitili jossa säilytetään arvopapereita, esimerkiksi osakkeita, indeksiosuuksia, optioita tai merkintäoikeuksia. Arvo-osuustilin rinnalle asiakkaalle avataan rahaliikennettä varten rahatili, jonka kautta järjestetään rahaliikenne pörssikaupankäyntiä varten. Pörssiosakkeiden osto- ja myynti tapahtuu Internetissä vaivattomasti arvo-osuustilin kautta. Sähköisesti tehdään toimeksianto ja siinä merkitään mitä arvopaperia halutaan ostaa, mihin hintaan ja kuinka monta. Asiakkaalla on mahdollisuus nähdä reaaliaikaisena toimeksiannon tilanne ja parhaimpien osto- ja myyntitarjouksien tasot. Osakeomistukset kirjataan arvo-osuustilille, josta osakkeen omistajat saavat tiliotteen. (Pörssisäätiö 2013a.)

Arvo-osuustilin voi avata missä tahansa arvo-osuustilejä pitävässä pankissa, pankkiiriliikkeessä tai Arvopaperikeskuksessa. Osakeomistukset kirjataan samalle tilille tai tilejä voi olla useampiakin ja arvo-osuustilin voi vaihtaa vaivattomasti myös palveluntarjoajalta toiselle. Tämä vaihto toteutetaan avaamalla toinen arvo-osuustili ja antamalla esimerkiksi valtakirja uudelle arvo-osuustilin tarjoajalle, jotta he saavat näin siirrettyä arvopaperit asiakkaan puolesta. (Pörssisäätiö 2013b.)

2.2.2 Sijoittamisen kustannukset

Tekemällä arvopaperikauppaa syntyy kustannuksia, joista sijoittaja joutuu kantamaan osansa. Kustannuksia ovat osto-, myynti-, ja säilytyspalkkiot joita arvopaperivälittäjät perivät. Kustannukset voivat vaihdella ostettaessa kotimaisia tai ulkomaisia osakkeita ja näiden säilytyksestä voidaan periä markkinakohtaisia hintoja. Rahastosijoittamisessa kustannuksia syntyy osto-, myynti-, ja hallinnointipalkkioista. Osto- ja myyntipalkkioita syntyy kun sijoittaja myy- tai ostaa rahasto-osuuksia. Hallinnointipalkkio vähennetään rahasto-osuuden päivittäisestä arvosta. Hallinnointipalkkio voi muodostua sijoittajalle hyvin suureksi, johon on syytä kiinnittää huomiota rahastoa valittaessa. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 255 - 260)

Välillisissä sijoituksissa esimerkiksi, sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa kuluja aiheutuu maksupalkkioista, vakuutuksen hallinnoinnista, säästöjen siirroista, mahdollisesta henkivakuutusosasta, lunastuspalkkioista, kaupankäyntikuluista ja takaisinostopalkkioista. Myös sijoituskohteena olevan rahaston tai sijoituskorin hallinnointipalkkiot muodostavat osan kokonaiskuluista. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 124 - 128)

Pankit ja arvo-osuustilien hallinnointia ylläpitävät tahot perivät palkkioita arvo-osuustilien hallinnoinnista. Palkkioiden suuruudet riippuvat paljolti palveluntarjoajasta ja mahdollisista asiakkaan etu-ohjelmien tasosta. Kustannuksia ovat esimerkiksi arvopapereiden säilytys arvo-osuustilillä, kaupankäynnistä aiheutuvat kustannukset ja arvo-osuustilien väliset siirrot. Osalla toimijoista arvopapereiden säilyttämisestä ei aiheudu kuluja. Ulkomaisten arvopapereiden säilytys- ja kaupankäyntikustannukset ovat yleisesti korkeampia kuin kotimaisten. Arvo-osuustilillä tehtävästä uudesta osakekaupankäynnistä osakkeet rekisteröityy heti uuden omistajan nimiin, kun osakekauppa on maksettu ja selvitetty. Kaupan selvitys vie ajallisesti kolme pankkipäivää kaupanteon jälkeen. Omistusoikeuksien muutoksista toimitetaan tili-ilmoitus tilinhaltijalle. (Pörssisäätiö 2013c; Saario 2007, 23 - 25.)

Arvopapereita säilytetään ja niillä käydään kauppaa arvo-osuustilin kautta, jolloin se maksaa sijoittajalle ja niillä on suora vaikutus sijoituksen tuottoon. Kaupankäyntiä käydään arvo-osuustilien kautta jossa tehdään toimeksiannot ja rahansiirrot. Kaupankäyn-

tikuluihin vaikuttavat sijoittajan sijoitettavan pääoman määrä. Esimerkiksi institutionaaliset- ja suuremmat yksityiset sijoittajat voivat neuvotella välityspalkkioitaan, jolloin ne eroavat normaaleista välityspalkkioista. Nykyisin pääasiassa kaupankäynti tehdään verkossa toimivilla palveluilla joten niiden vertailu on suhteellisen helppoa. Välillisissä sijoituksissa kuten kapitalisaatiosopimuksessa kaupankäyntikulut ovat kyselytutkimuksen mukaan keskimäärin 0,30 % luokkaa osakkeiden kaupankäynnissä. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 255)

Taulukko 1. Suoran sijoituksen kustannuksia.

Kaupankäyntikulut		Säilytyspalkkiot
Kotimaiset osakkeet		Kotimaiset osakkeet
Nordnet	0,20% min 9 €	–
Danske Bank	0,25% min 8 €	3,05 €/kk
Nordea	0,20% min 8 €	1,26-2,52 €/kk
OP	0,25% min 8 €	1,60-3,50 €/kk

Taulukossa 1 esiintyvät osakekaupankäynti- ja säilytyskulujen hintatiedot ovat arvo-osuustilejä Suomessa tarjoavien toimijoiden verkkosivuilta poimittuja. Kaupankäynti- ja säilytyspalkkioiden hinnat vaihtelevat palvelutarjoajien mukaan. Hinnat mukautuvat sijoittajan kaupankäynnin tiheyden ja mahdollisten etu-asiakasohjelmien kautta edullisimmiksi. Taulukossa 1 esiintyvät hinnat ovat alimman palvelutason mukaisia hintoja, jolloin kaupankäyntiä ei juuri esiinny.

Arvopapereiden säilyttäminen on yksi mahdollinen kustannus sijoittajalle, joka vaikuttaa myös sijoituksen tuottoon. Palveluntarjoajat esimerkiksi pankit veloittavat säilyttämisestä kulun, jota kutsutaan säilytyspalkkioiksi tai hallinnointipalkkioiksi. Tämä säilytyspalkkio on määritelty palveluntarjoaja kohtaisesti ja he veloittavat tästä ominaisuudesta 0-3 €/kk euron keskimääräisiä sopimushintoja. Jos sijoittaja kuuluu mahdollisten palveluntarjoajien etu-ohjelmien piiriin voivat hinnat olla tällöin pienempiä. Taulukoon 1 on kerätty kaupankäynti- sekä säilytyskustannuksia Suomessa toimivilta pankeilta. Välillisissä sijoituksissa hallinnointi- ja säilytyspalkkiot voivat vaihdella 0,25-1 % välillä vuotuisesti. Mahdollisia maksupalkkioita sopimukseen voi olla 2-5 % suuruisena ja lunastuspalkkioita voi esiintyä 0,5-1 % suuruisena. (Kallunki ym 2011, 128; Taloustaito 2010.)

3 Osake sijoitusinstrumenttina

Ostamalla osakkeen ostaa osuuden osakeyhtiöstä. Yhtiön osakepääoma rakentuu osakkeista. Nämä osakkeet yritys on laskenut liikkeelle ns. osakeannissa. Omistamalla osakkeita on oikeutettu yrityksen voitonjaossa maksettavaan mahdolliseen osinkoon. Omistuksessa olevien osakkeiden määrä kertoo omistuksen osuuden suuruuden yrityksen kokonaisesta osakepääomasta. Yhtiökokouksissa osakkeiden tuoman äänivallan kautta osakkeenomistajat ovat valitsemassa yhtiölle hallitusta. Kantaosakkeilla on suurempi äänivalta ja etuoikeutetuilla osakkeilla on puolestaan taas etuoikeus osinkoon verrattuna muihin osakkeisiin. Osakkeen omistajat ovat oikeutettuja yrityksen lopetettua toimintansa velkojen maksamisen jälkeen jäljelle jääviin varoihin omistusosuuden osoittamaan määrään. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 101 - 102; Saario 2007, 17.)

Täsmäytyspäivä on hyvä asia tietää, kun tekee osakekauppaa osingon maksun aikoihin, yhtiökokouksen aikoihin tai osakeannin aikoihin. Täsmäytyspäivänä omistajalla on oikeus saada osinkoa, osallistua yhtiökokoukseen ja osallistua merkintäoikeusantiin. Yhtiökokouksen täsmäytyspäivä on kymmenen kalenteripäivää ennen kokousta. Yhtiökokoukseen on oikeus osallistua, jos on hankkinut osakkeet kolme pankkipäivää ennen yhtiökokouksen täsmäytyspäivää, koska kauppojen selvitys vie tuon kolme pankkipäivää. Osingon täsmäytyspäivä on kolmantena pankkipäivänä yhtiökokouksen jälkeen. Osinko oikeus siirtyy osakkeenomistajalle jos on hankkinut osakkeet ennen osingoista päätettävää yhtiökokousta tai viimeistään kokouspäivänä. Osakeannin täsmäytyspäivästä päättää yritys. Osakkeiden merkintäoikeus siirtyy osakkeenomistajalle viimeistään jos osakkeet on ostettu kolme päivää ennen osakeannin täsmäytyspäivää. (Pörssisäätiö 2013d.)

Osakkeet voidaan jakaa kasvu- ja arvo-osakkeisiin. Kasvuyhtiöt toimivat nimensä mukaisesti usein nopeasti kasvavilla aloilla, esimerkiksi informaatioteknologiassa. Niiden kurssit voivat vaihdella jyrkästikin. Kasvuyhtiöt maksavat usein keskimääräistä pienempiä osinkoja tai eivät maksa lainkaan, koska ne tarvitsevat voittonsa yhtiön investointeihin. Toisaalta niiden kurssien nousuodotukset ovat usein suuret. Kasvuosakkeiden pörssikurssit heijastavat usein hyvin pitkän ajan tuotto-odotuksia. Tämä näkyy muun muassa yhtiöiden P/E-luvuissa jotka ovat korkeita. Kasvuyhtiön markkina-arvo on

moninkertainen verrattuna yhtiön kirjanpitoarvoon eli substanssiarvoon. P/B luku on tällöin korkea. Arvo-osakkeet käyttäytyvät kasvuosakkeita vakaammin. Arvo-osakkeiden kurssit eivät nouse yhtä lailla kuin kasvuosakkeiden, mutta toisaalta ne pitävät paremmin pintansa laskuissa. Öljy-, sähkö- ja rahoitusalan sekä perinteisen teollisuuden, kuten metsä- ja metalliyhtiöiden osakkeet kuuluvat usein tähän luokkaan. Arvo-osakkeiden P/E- luvut ovat alhaisia ja markkina-arvot lähellä tasearvoja. Arvo-osake yhtiöt maksavat tunnetusti hyvin osinkoja. (Pörssisäätiö 2013e.)

Osakemarkkinoiden ominaisuuksia on tutkittu laajasti ja tämän pohjalta voidaan osakemarkkinoita pitää tehokkaimpana järjestelmänä taloudellisessa päätöksenteossa. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesissa uusi informaatio välittyy osakkeen hintaan heti välittömästi. Tämä tarkoittaisi sitä, ettei väärin hinnoiteltujen osakkeiden löytäminen olisi mahdollista julkisen tiedon avulla. Osakemarkkinoita pidetään ennakoivina, jolla tarkoitetaan osakemarkkinoiden kertovan yrityksen odotetun kehityksen. Mitä tehokkaampi markkina sen tarkemmin se heijastaa tulevaa kehitystä. Parhaimmillaankin osakemarkkina kuvaa odotusta, koska tulevaa kehitystä ei voida tietää. Inhimillisuus on osakemarkkinoita liikkeessä pitävä elementti. Inhimillisuus perustelee osakemarkkinoilla tapahtuvaa päätöksentekoa, koska ihmiset suhtautuvat varallisuuteensa tunteilla, joka ei voi olla heijastumatta osakemarkkinoiden toimintaan. Osakkeiden hinnoitteluun liittyy myös rationaalisen päätöksen lisäksi tunteet. Keskeisiä tunteita ovat tappion pelko ja voiton ahneus. (Hyöty 2006, 28 - 32)

3.1 Sijoituksen tuotto

Sijoituksista saatava tuotto on laskettavissa kaikista arvopapereista. Sijoituksen tuotto koostuu sijoituksen mahdollisesta arvonnoususta ja sijoitusperiodin aikana sijoituskohdelle maksettavasti muista maksuista, joihin sijoituskohde oikeuttaa. Osakkeelle tuotto määritellään osakkeen hinnan nousun ja sille maksettavan osingon summana. Sijoituksen tuotto kuvataan prosenteissa yleisesti. Alla olevalla kaavalla voidaan laskea osakkeen tuotto. (Knüpfer & Puttonen 2012, 130; Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 4-25)

$$\frac{\text{osakkeen myyntihinta} - \text{osakkeen ostohinta} + \text{osingot}}{\text{osakkeen ostohinta}} \times 100$$

Mitä pidempään osake on omistettu sen merkittävämmäksi osinkojen osuus kokonaistuotossa muodostuu. Tällöin tuotto saadaan laskettua oikaisemalla tuotto, jossa huomioidaan maksettavat osingot. Kun vertaillaan pidempikestoisia sijoitusperiodeja ja niiden sisällä maksettavia osinkoja on oikaistu tuotto oikea tapa selvittää kyseisen aikavälin tuotto. Oikaistussa tuotossa täytyy selvittää osakkeiden lukumäärä osinkojen maksun jälkeen. Oikaistu tuotto saadaan laskettua seuraavalla kaavalla. (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2005, 26 - 28)

$$r = \frac{P_n N_n}{P_0 N_0} - 1$$

missä

P_n	= osakkeen hinta vuoden lopussa
N_n	= osakkeiden lukumäärä vuoden lopussa
P_0	= osakkeen hinta vuoden alussa
N_0	= osakkeiden lukumäärä vuoden alussa

Lyhytaikaisemmissa osake omistuksissa arvonnousut muodostuvat suuremmiksi tuoton synnyttäjäksi kuin osingot. Tässä kuvastuu passiivisen ja aktiivisen sijoitusstrategian eroja. (Saario 2007, 94 - 95)

3.2 Sijoituksen riski

Sijoittamisella pyritään saavuttamaan tuottoa ja siihen vaikuttava keskeinen tekijä sijoittamisessa on riski. Sijoittajalla on sijoitustoiminnan aloitettuaan tarve hankkia tuottoja sijoittamalleen pääomalle. Tähän liittyy riski pääoman menettämisestä osittain- tai kokonaan ja samalla on mahdollisuus myös saavuttaa tuottoa osittain tai suuremmin. Riski näin ollen kuvastaa epävarmuutta, joka liittyy sijoituksen arvon vaihteluun. Riskin ja tuoton sanotaan kulkevan käsi kädessä. Mitä suurempi on sijoituskohteen riski sen suurempaa tuottoa sijoittajat tällöin odottavat. (Saario 2007, 76 - 77; Knüpfer & Puttonen 2012, 132 - 133)

Sijoituksen kokonaisriskiä voidaan mitata sijoituksen keskihajonnalla. Keskihajontaa kutsutaan nimellä volatilititeetti. Volatilititeetti mittaa tuottojen hajontaa osakkeen tuoton odotusarvon ympärillä. Mitä useammin arvot poikkeavat suuresti keskiarvostaan sen

suurempi on sijoituksen volatilitteetti ja riskiä voidaan tällöin katsoa olevan enemmän. Volatilitteetti lasketaan tuoton varianssin avulla, jossa laskemalla ensin osakkeen tuoton odotusarvo, josta otetaan varianssi. Saadusta varianssista otetaan lopuksi neliöjuuri, jolloin saadaan lopputulokseksi osakkeen volatilitteetti. Varianssi mittaa sijoituksen tuottojen hajontaa. (Knüpfer & Puttonen 2012, 132)

Sijoituksen riski jaetaan epäsystemaattiseen riskiin ja systemaattiseen riskiin. Epäsystemaattista riskiä voidaan kutsua yritysriskiksi ja se on hajautettavissa oleva riski. Siihen kuuluvat esimerkiksi yrityksen toimitusvaikeudet, merkittävien tilausten saanti ja työntekijäongelmat. Systemaattinen riski eli markkinariski, tarkoittaa yleistä arvopapereiden hintojen vaihtelua. Tähän vaikuttavia tekijöitä ovat inflaatio ja korkotasot. Arvopapereiden systemaattista riskiä mitataan beeta-kertoimella. Beeta-kerroin kuvaa markkinoiden yleistä vaihtelusta aiheutuvaa arvopaperin systemaattista riskiä. Jos osakkeen beeta on suurempi kuin yksi, osakkeen tuotto nousee tai laskee voimakkaammin kuin kaikkien markkinoilla olevien osakkeiden keskimääräinen tuotto. Osake on tällöin aggressiivinen. Jos beeta on pienempi kuin yksi, osakkeen tuotto vaihtelee vähemmän kuin markkinat keskimäärin. Osake on tällöin defensiivinen. Beetan ollessa yhtä suuri kuin yksi osake on tällöin neutraali ja sen tuotto muuttuu markkinoiden mukana. Epäsystemaattista riskiä voi poistaa hajauttamalla, mutta arvopapereiden systemaattista riskiä ei voi poistaa. Sijoittajan kantama kokonaisriski on näiden kahden summa. (Malkiel 2011, 203 - 204; Kallunki ym 2011, 272 - 279.)

Harry Markowitz on modernin portfolioteorian keksijä, joka 1950-luvulla kehitti teorian epäsystemaattisen riskin vähentämisestä hajauttamisen avulla. Modernissa portfolioteoriassa on kyse riskin vähentämisestä osakkeiden määrän lisäämisen avulla. Modernissa portfolioteoriassa ajatus lähtee siitä, että sijoittajat ovat riskiä karttavia ja korkeita tuottoja haluavia. Modernissa portfolioteoriassa tämä voidaan saavuttaa valitsemalla salkkuun useita osakkeita yksittäisen osakkeen sijaan. Tulosta voidaan parantaa vielä osakkeiden välisten suhteiden, eli osakkeiden välisten riippuvuuksien kautta. Salkkuun valitaan osakkeita jotka eivät ole keskenään positiivisesti korreloivia. Tällöin osakkeiden tuotot liikkuvat toisiinsa nähden eri suuntiin markkinoiden suhdanteissa. Osakkeita lisäämällä ei kuitenkaan voida poistaa riskiä kokonaan. Osakkeita lisäämällä voidaan

poistaa epäsystemaattinen riski, mutta jäljelle jää aina systemaattinen riski eli markkina-riski. (Malkiel 2011, 192 - 194;)

Sijoitussalkun suorituskykyä voidaan mitata erilaisilla mittareilla ja näistä yleisemmin käytettyjä mittareita ovat Sharpen, Treynorin ja Jensenin mittarit. Suorituskyvyn mitta-uksessa on kysymys sijoitussalkun tuoton vertaamisesta sen riskiin. Suurempi Sharpen luku kertoo sijoitussalkun tuoton olleen parempi suhteessa sen riskiin. Sharpen luku saadaan laskettua seuraavalla kaavalla. (Kallunki ym 2011, 279.)

$$S = \frac{R_p - R_f}{Q}$$

missä

S	= salkun Sharpen mittari
R_p	= salkun keskimääräinen tuotto tarkasteluajanjaksolla
R_f	= keskimääräinen riskitön vuosituotto tarkastelujaksolla
Q	= salkun volatiliteetti

Sharpen luku saadaan jakamalla sijoitussalkun ja riskittömän koron erotus sijoitussalkun volatililla. Mitä suurempi Sharpen luku saadaan laskemalla, niin tällöin voidaan ajatella sijoituksen tuottaneen riskiinsä nähden paremmin. Vastaavasti pienempi Sharpen luku kertoo sijoituksen tuottaneen riskiinsä nähden heikommin.

4 Sijoittamisen tyylejä

Sijoittamisella tavoitellaan tuottoa ja sen tekemiseen on sijoittamisessa monia tyylejä. Yleisempänä pääjakona sijoittamisen tyylit voidaan jakaa passiiviseen ja aktiiviseen sijoitustyyliin. Sijoitustapoja voidaan jakaa myös sen mukaan miten paljon sijoittaja itse on mukana sijoituspäätösten tekemisessä. Nämä voidaan jakaa kolmeen pääkategoriaan; itsenäisiin sijoittajiin, konsultointia haluaviin sijoittajiin ja täydenvaltakirjan sijoittajiin. Sijoitustyyliä voidaan jakaa myös sijoitusmuotojen mukaan. Joku sijoittaja uskoo suoriin osakkeisiin, toinen rahastoihin, toinen strukturoituihin sijoituskohteisiin ja joku uskoo ainoastaan raaka-aineisiin. Sijoitustyyliä ovat myös teknisenanalyysiin ja yritys-analyysiin perustuvat sijoitukset. Yksittäisten osakkeiden valinnassa voidaan hyödyntää myös vakioituja tyylejä ja näitä ovat top down (ylhäältä alas) ja bottom up tyylit (alhaalta ylös). Osakkeita voidaan valita myös arvostrategialla. Tässä tutkimuksessa käsitellään passiivisella arvostrategialla tehtävää sijoittamista.

(Parviainen & Järvinen 2012, 13 - 19; Kallunki ym 2011, 144 - 145 – 201.)

4.1 Passiivinen ja aktiivinen sijoitustyyli

Passiivisella sijoitustyyllillä tarkoitetaan sijoittajan sijoitussalkun sisällön pitämistä käytännössä muuttumattomana riippumatta ajan tai markkinatilanteiden muutoksista. Muutoksia sijoitussalkkuun tehdään pääasiallisesti silloin, kun sijoituskohteiden markkina-arvot muuttuvat salkussa suhteellisesti liian suuriksi tai pieniksi. Tämän seurauksena sijoitussalkun sijoituskohteiden painoarvoa lisätään tai vähennetään. Muutoksia voidaan myös tehdä tilanteissa joissa sijoittaja päättää lisätä tai vähentää pääomaa sijoituksissaan. Muutoksen taustalla ei kuitenkaan ole kohdeyrityksessä tai markkinoilta tuleva uusi informaatio, jonka perusteella markkina-arvot muuttuvat. Passiivinen sijoittaja ostaa ja pitää sijoituskohdettaan ja päättää olla vaivaamatta mieltään, sillä mitä markkinoilla tapahtuu. Yksi keskeinen etu passiivisessa sijoittamisessa on sen kustannustehokkuus. Monet tutkimukset osoittavat, ettei aktiivisella kaupankäynnillä saavuteta lisätuottoja vaan kustannukset kasvavat. (Parviainen & Järvinen 2012, 13 - 14.)

Aktiivisessa sijoitustyyliässä sijoittaja käy aktiivista kauppaa osakkeilla sijoitussalkussa, uusien markkinatapahtumien ja markkinatiedon pohjalta. Aktiivisessa sijoittamisessa ei useinkaan noudateta perinteisten osakeindeksien ja omaisuuslajien viitepainotuksia. Aktiivisessa sijoitustyyliässä voidaan ottaa merkittävän suuria taktisia positioita markkinoilta ilmaantuvien tietojen pohjalta. Esimerkiksi myydä osakkeita lyhyeksi, jossa pyritään hyötymään osakkeiden hintojen laskusta. Lyhyenvälin tilanteen tuoma tunne ja tekninen analyysi ovat aktiivisessa sijoitustyyliässä hyödynnettyjä apukeinoja. (Parviainen & Järvinen 2012, 13 - 14.)

4.2 Top down ja Bottom up

Yksittäisten osakkeiden valinnassa sijoittajalla on hyödynnettävissä top down ja bottom up lähestymistavat. Nämä lähestymistavat eivät kuitenkaan ole toisiaan poissulkevia yleisistä oletuksista huolimatta, vaan ne käsittelevät hieman eri osa-alueita sijoittajan päätöksenteossa. Näin ollen ne lähinnä täydentävät toisiaan. Top down lähestymistavan ottaessa kantaa sijoituksien allokaatioihin, niin bottom up lähestymistapa pyrkii löytämään sijoittajalle osakkeet tai joukkolainat joita kannattaa ostaa saadakseen markkinoita keskimääräistä parempaa tuottoa. (Kallunki ym 2011, 144 - 146.)

Top down lähestymistavassa otetaan kantaa osakkeiden valintaa allokaatiotasolla ja toimialoittain. Joukkovelkakirjasijoituksissa liikkeellelaskijan tai korkoriskin valintaan. Top down sijoitustyyli on suoraan liitoksissa sijoittajan omaan riskiprofiiliin. Top downissa lähetään liikkeelle kansantalouden yleisestä tilasta, jossa markkinatilanteet vaikuttavat sijoittajan allokaatioihin. Esimerkiksi jos osakkeet ovat alihinnoiteltuja suhteessa korkomarkkinoihin, tällöin sijoittajan kannattaa ylipainottaa salkussa osakkeita. (Kallunki ym 2011, 144 - 145.)

Bottom up lähestymistavassa pyritään löytämään arvonmäärittämisalustoja hyödyntäen osakkeita tai joukkovelkakirjalainoja, jotka ovat markkinoilla yli- tai aliarvostettuja. Bottom up tyyliässä tarkastellaan ensisijaisesti yksittäisiä yrityksiä, joka ei itsessään kuitenkaan sulje pois yleisen talous- ja toimialanäkymien huomioonottamista. Makrotalouden näkymät käsitellään bottom up lähestymistavassa yritysten tulevaisuuden näkymissä. Bottom up lähestymistapa on huomattavasti vaativampi, kuin top down lähestymistapa,

koska bottom up tyylissä on lukuisille yrityksille luotava ennusteet ja niiden pohjalta arvonmääritykset. (Kallunki ym 2011, 145 - 146.)

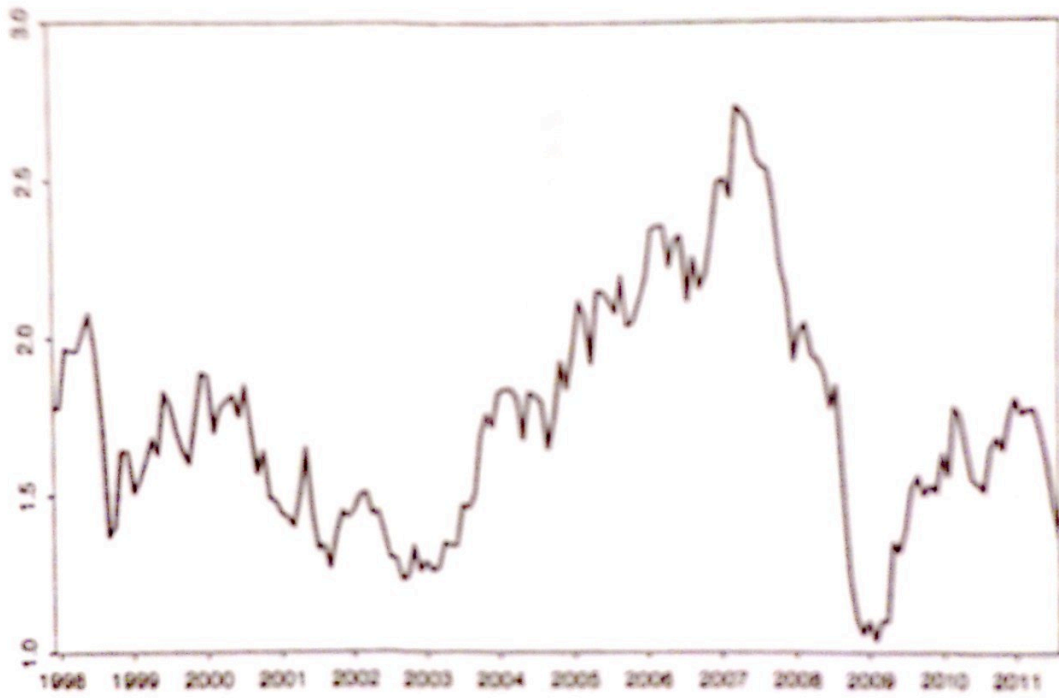
4.3 Arvo- sekä kasvustrategia

Arvostrategialla sijoittaja pyrkii löytämään markkinoilta osakkeita joiden markkinahinta on alihinnoiteltu niiden kirjanpidolliseen arvoon nähden. Tunnuslukua jota tällöin käytetään yleisesti on P/B- luku. P/B- luku kertoo yrityksen markkina-arvon ja kirja-arvon suhteen. Yleisesti uskotaan tämän tunnusluvun kertovan osakkeen arvostustasosta. Matalan P/B- luvun yritys luokitellaan arvo-osakkeeksi.

Toisena tunnuslukuna jota käytetään yleisesti osakkeen arvonmäärityksessä on P/E- luku. Se kuvastaa yrityksen markkina-arvon ja osakekohtaisen tuloksen suhdetta. P/E- luvun tulkinnan mukaan luku kuvaa sitä aikaa, joka kestää osakkeen takaisinmaksuun sen hetkiselällä hintatasolla. P/E- luvulla ei ole suositeltavaa perustella yrityksen arvostusta, koska takaisinmaksuaika ei ole hyvä investointikriteeri. Suuren P/E- luvun yritys luokitellaan kasvuosakkeeksi. Tästä voidaan todeta se, että korkean P/E ja P/B- luvun omaavat yritykset ovat kasvuosakkeita ja keskimääräisesti matalammat P/E ja P/B- luvun yritykset ovat tällöin arvo-osakkeita. (Kallunki ym 2011, 231 - 233.)

Arvosijoittaja pyrki löytämään markkinoilta alihinnoiteltuja yrityksiä niiden kirjanpidolliseen arvoonsa nähden ja kasvusijoittaja taas pyrkii löytämään markkinoilta järkevästi hinnoiteltua kasvua. Siinä suhteessa periaate on sama arvosijoittajan kanssa mutta kasvusijoittaja on kiinnostunut nopeasti liikevaihtoaan ja tulostaan kasvattavasti kohteista. Arvosijoittajan tavoin kasvusijoittaja tarkastelee tunnuslukuja ja käy niistä lävitse P/B, P/E- luvun ja osinkotuotot muttei odota löytävän niistä kovin matalia arvoja. (Lindström 2005, 117 – 119.)

Kuviossa 3 on P/B- luvun mediaani kuvattuna vuosien 1998 - 2011 välillä. Siitä voidaan havaita P/B- luvun muutoksien vaihtelut markkinoilla.



Kuvio 3. P/B- luvun mediaani vuosien 1998-2011 Helsingin pörsissä. (Lindström & Lindström 2011, 261.)

Osakkeen P/B- luvun jäädessä mediaani arvon alapuolelle sen voidaan katsoa lukeutuvan arvoyhtiöksi P/B- luvulla tarkasteltuna.

5 Verotus

Sijoittaja tavoittelee sijoittamisella vaurastumista. Tuotto on tärkein elementti sijoittamisessa ja se kertoo numeerisesti miten hyvin sijoitustoiminta on kannattanut. Verotus on keskeinen osa sijoittamisen kustannuksia. Verotus voidaan jakaa pääpiirteissään ansiotuloverotukseen ja pääomatuloverotukseen. Sijoitustoimintaa verotetaan pääomatuloverolla. Verotus eroaa yksityishenkilön, instituution, ulkomaisen yhtiön ja listaamattoman yrityksen välillä, joten tässä tutkimuksessa keskitytään ainoastaan pääomatuloverotukseen luonnollisen henkilön näkökulmasta sijoitettaessa suomalaisiin pörssiosakkeisiin suoralla sijoituksella ja vakuutussijoituksella.

5.1 Pääomatuloverotus

Pääomatuloja ovat myyntivoitot, vuokrat, sijoitusrahastojen-, säästöhenkivakuutuksien voitot, kapitalisaatiosopimusten voitot, eräät korot, puunmyyntitulot sekä osa yritys- ja maataloustulosta. Eläkevakuutussäästöt ja ps-säästöt ja niiden tuotot verotetaan pääomatuloverotuksessa niitä nostettaessa. Kapitalisaatiosopimuksia kuten säästö- ja sijoituskvakuuksia verotetaan vasta siinä vaiheessa kun tuottoa aletaan nostamaan. Siten sopimusaikana kertynyt tuotto kerryttää säästön tuottoa korkoa korolle periaatteen mukaisesti. Toisaalta kapitalisaatiosopimukseen liitettyjen sijoituskohteiden tappioita ei voi vähentää muiden sijoitusten luovutusvoitoista. (Finanssivalvonta; Pörssisäätiö 2013f.)

Pääomatulovero oli ennen vuotta 2012 suuruudeltaan 28 %. Tähän hallitus teki muutoksen jonka vaikutus oli se, että pääomatulovero nousi vuoden 2012 alussa 30 % 50 000€ asti ja 50 000€ ylittävistä pääomatuloista pääomatulovero nousi 32 %. Tämä tarkoitti pääomatuloveron muuttuneen osittain progressiiviseksi. (Veronmaksajat 2013)

Sijoittamisesta syntyneitä voitto-osuuksia tai tappioita kutsutaan luovutusvoitoiksi ja luovutustappioiksi. Niitä verotetaan pääomatuloverotuksen mukaan. Luovutusvoittoa verotetaan sen vuoden tulona, jonka aikana sitova kauppa tai muu luovutussopimus on tehty. Kauppahinnan maksuajankohta ei vaikuta verotusajankohtaan. Vastaavasti luovutustappio syntyy sinä vuonna, jonka aikana sitova kauppa tai muu luovutussopimus

on tehty. Luovutustappio voidaan vähentää muista omaisuuden luovutuksesta syntyneistä voitoista luovutustappion syntymisvuonna ja viitenä seuraavana verovuonna. (Pörssisäätiö vero-opas 2013)

Luovutusvoiton ja luovutustappion määrä lasketaan siten, että osakkeen luovutushinnasta (myyntihinnasta) vähennetään omaisuuden poistamatta oleva hankintameno (ostohinta) ja voiton hankkimisesta aiheutuneet menot. Luovutusvoiton hankkimisesta johtuneita menoja ovat luovuttajan maksamat omaisuuden luovutuksesta aiheutuvat kulut. Tällaisia kuluja ovat esimerkiksi osakkeen myyjän arvopaperinvälittäjälle maksamat välityspalkkiot, sijoitusrahasto-osuuksien lunastuspalkkiot ja luovutukseen liittyvät toimitusmaksut. Hankintamenuon taas lasketaan mukaan myös hankintaan vaikuttavat tekijät, esimerkiksi arvopaperinvälittäjälle ostosta maksettu välityspalkkio ja rahastoyhtiölle maksettu sijoitusrahasto-osuuden merkintäpalkkio. Arvopapereiden säilyttämisestä ja hoitamisesta aiheutuneita säilytys- ja hoitokuluja ei katsota kuuluvan hankintamenuon. Näitä ei voida myöskään vähentää luovutusvoiton verotuksessa luovutusvoiton hankintamenuona. Vaan tällaiset kulut voidaan vähentää maksuvuotena pääomatuloista siltä osin kuin niitä on verovuonna maksettu yhteensä yli omavastuuosuuden 50 euroa. (Vero 2013a.)

Hankintameno-olettama

Luovutusvoiton voi laskea kahdella tavalla. Sen voi laskea käyttämällä todellista hankintahintaa tai sitten käyttämällä hankintameno-olettamaa. Hankintameno-olettama on keskeinen asia sijoittajan verotuksessa. Sillä tarkoitetaan vaihtoehtoista tapaa laskea hankintameno. Käyttämällä hankintameno-olettamaa verotuksessa ilmoitetaan omistuksen hankinta-aika ja hankintameno-olettaman suuruus muodostuu omistusaikasta. 10 vuotta tai yli sen omistettu omaisuuden hankintameno-olettama on tällöin 40 % ja alle 10 vuoden omistus tarkoittaa hankintameno-olettamana 20 %. Jos hankintameno-olettamaa hyödyntää verotuksessa ei voi enää tällöin vähentää verotuksessa omaisuuden ostosta ja myynnistä aiheutuneita kuluja. Jos omaisuuden todellinen hankintahinta on suurempi kuin 20 % tai 40 % hankintameno-olettama, kannattaa tällöin hyödyntää luovutusvoiton verotuksessa todellista hankintahintaa. (Pörssisäätiö 2013g.)

Taulukossa 2 on havainnollistettu hankintamenon ja hankintameno-olettaman vaikutusta osakkeiden luovutusvoiton laskemiseen. Lähtökohtatilanteessa henkilö A on myymässä omistamansa osakkeet, jotka hän on omistanut yli 10 vuotta. Tässä havainnossa sijoittaja A:n kannattaa käyttää hankintameno-olettamaa, koska luovutusvoitto laskennallisesti jää pienemmäksi kuin käytettäessä todellista hankintahintaa. Veroseuraamus sijoittaja A:lle on tässä tilanteessa $50\,000\text{€} \cdot 30\%$ ja $10\,000\text{€} \cdot 32\%$, joka tekee 18 200€ veroa. (Pörssisäätiö 2013h.)

Taulukko 2. Hankintameno-olettaman laskenta.

	Todellinen hankintahinta	Hankintameno-olettama
Myyntihinta	100000	100000
Hankintahinta	-20000	
Kulut	-500	
Hankintameno-olettama		-40000
Luovutusvoitto	79500	60000

5.2 Osinkotulojen verotus

Osingoille tyypillistä on niiden osittainen verovapaus. Luonnollisen henkilön saaman osinkotulon veronalaisuus ja tulolaji riippuvat siitä, onko osinko saatu listatusta vai listaamattomasta yhtiöstä. Osingon verotukseen vaikuttaa myös se, missä valtiossa osinkoa jakavan yhtiön kotipaikka on. Toisesta EU-valtiosta tai verosopimusvaltiosta saatuun osinkoon sovelletaan samoja säännöksiä kuin suomalaisesta yhtiöstä saatuun osinkoon. Muista kuin EU- tai verosopimusvaltioista saadut osingot on säädetty kokonaan veronalaiseksi ansiotuloksi. Verosopimusvaltiolla tarkoitetaan tässä yhteydessä sellaista valtiota, jonka kanssa Suomella on osinkotuloon sovellettava kaksinkertaisen verotuksen välttämistä koskeva sopimus. (Vero 2013b)

Listattuja yhtiöitä ovat sellaiset yhtiöt, joiden osakkeilla käydään arvopaperimarkkinalain 1 luvun 3 §:n mukaisesti julkisesti kauppaa Helsingin Pörssin (NASDAQ OMX Helsinki) Pohjoismaisella listalla, Pre-listalla tai ML-markkinalla tai vastaavalla säännellyllä ja viranomaisen valvonnassa olevalla markkinalla Suomessa tai ulkomailla. (Vero 2013)

Listattujen yhtiöiden maksama osinko on luonnolliselle henkilölle kokonaisuudessaan pääomatulo-osinkoa, josta 70 % on veronalaista ja 30 % verovapaata. Osinko on saatu listatusta yhtiöstä silloin, kun yhtiön osakkeet ovat olleet osingonjaosta päätettäessä julkisesti noteerattuja. (Vero 2013c)

Taulukko 3. Taulukossa on havainnollistettu esimerkin kautta osinkojen verotuksen laskeminen.

Osinko yrityksestä A Oyj	5000€
Osinko yrityksestä B Oyj	4000€
Osinko yht	9000€
Veronalaisen pääomatulo-veron osuus	$9000 * 0,70 = 6300€$
Verovapaaosa	$9000 - 6300 = 2700€$
Veron osuus osingoista	$6300 * 0,30 = 1890€$

Osakeyhtiö voi maksaa ns. pääomanpalautusta osakkeenomistajille. Tämä on osakeyhtiön sidottua omaa pääomaa ja sitä voidaan joko maksaa lunastamalla yhtiön osakkeenomistajilta osakkeita pois tai palauttaa osakkaalle ilman, että osakas luopuu osakkeistaan, esimerkiksi alentamalla ylikurssirahastoa. Osakkeiden lunastusta ja ylikurssirahaston kautta tehtävää pääomapalautusta verotetaan luovutusvoittoa koskevien säännösten mukaan. Poikkeuksena tästä on tilanne, jos sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto on muodostettu ainoastaan pääomansijoituksista ja yhtiö jakaa varoja rahastosta osakkailleen, kysymyksessä on pääomanpalautus, josta verotetaan luovutusvoittoa koskevien säännösten mukaan. Jos sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto on muodostettu pelkästään voittovaroista, varojen jako osakkaille katsotaan osingonjaoksi.

Pääomanpalautuksesta aiheutuvaa luovutusvoittoa laskettaessa palautuksen osa vähennetään osakkeen hankintamenosta samalla euromäärällä kuin palautuksena saadaan, ei

kuitenkaan enempää kuin osakkeen hankintameno. Kun osake myöhemmin luovutetaan sitä osaa osakkeen hankintamenosta, joka on vähennetty sijoitetun oman pääoman palautuksesta, ei voida enää vähentää. Kunkin osakkeen hankintamenoa pienennetään sille maksetun pääomanpalautuksen suuruudella. Jos osakkeelle maksettava pääomanpalautus ylittää osakkeella pääomanpalautushetkellä olevan hankintamenon, ylimenevä osa on verovuoden luovutusvoittoa. (Vero 2013d.)

5.3 Luovutustappio

Arvopapereilla käytävässä kaupassa on sijoittajalla mahdollisuus tuottoon, mutta sijoittajalla on myös riski tehdä tappiollista sijoitustoimintaa. Näitä tappio osuuksia kutsutaan luovutustappioksi. Luovutustappio määräytyy myydyn osakkeen poistamattoman hankintamenon ja voiton hankkimisesta aiheutuvien kulujen yhteismäärän suuruuden suhteesta luovutushintaan. Jos luovutushinta on pienempi kuin hankinnasta aiheutuneet kulut on syntynyt luovutustappiota. Arvopaperin arvon laskeminen ei itsessään oikeuta luovutustappion vähentämiseen, vaan arvopaperi pitää luovuttaa jotta luovutustappio on vähennettävissä verotuksessa. Luovutustappiona voidaan katsoa vähennettävän kuitenkin sellainen arvopaperin arvonmenetys, jota voidaan pitää lopullisena konkurssin tai muun siihen verrattavan syyn vuoksi. Muussa kuin osakekaupankäynnistä syntynyt luovutustappio on myös vähennyskelpoinen. Esimerkiksi, arvopaperin arvonmenetys syntyy myös, kun warrantti raukeaa arvottomana tai arvopaperiksi katsottavan joukkolainan pääoma menetetään. Myös luovutustappioon yhdistetään vakioidun option raukeaminen ja vakioidusta termiinisopimuksesta johtuva tappio. (Vero 2013e.)

Sijoitusvakuutuksesta syntyy tappio, jos vakuutuksesta saatava takaisinostoarvo on alempi kuin maksetut vakuutusmaksut siihen. Sijoitusvakuutuksesta syntynyt tappio ei ole vähennyskelpoinen, vaikka vakuutusmaksut olisivat olleet sijoitettaina arvopapereihin. Tämä koskee yhtäläillä säästö- ja kapitalisaatiosopimuksia. Niissä ei ole verovähennys oikeutta luovutustappioiden osalta. Pienissä luovutuksissa luovutusvoitto on verovapaa, jos kaiken verovuonna luovutetun omaisuuden luovutushinnat ovat enintään 1 000 euroa. Vastaavasti luovutustappio on vähennyskeltoton, jos kaiken verovuonna luovutetun omaisuuden hankintamenot ovat enintään 1 000 euroa ja kaiken verovuon-

na luovutetun omaisuuden luovutushinnat ovat samalla yhteensä enintään 1 000 euroa.
(Vero 2013f.)

6 Tutkimuksen tekeminen

Opinnäytetyön empiirinen osa on tehty kvantitatiivista tutkimusmenetelmää hyödyntäen. Opinnäytetyön tutkimus on suoritettu aikavälillä 28.12.2007 – 28.12.2012. Tutkimukseen on rakennettu kaksi kuvitteellista tilannetta, joissa yksityissijoittaja tekee saman sijoituksen suoran (arvo-osuustili) ja välillisen (kapitalisaatiosopimus) kautta, viiden suomalaisen pörssiyrityksen osakkeisiin passiivisella strategialla. Tutkimuksen lähtöhetken sijoitettava rahamäärä määräytyy osakkeen ostomäärän mukaan, joka on määritetty 1000 kpl:seen osaketta kohden, koska sillä saadaan havainnollistettua osakkeiden määrän muutoksia selkeästi tutkimuksessa. Tutkimus on tehty viiden vuoden aikavälillä, koska tutkimukseen valitulla passiivisella sijoittamisella on tarkoitus tavoitella pitkällä aikavälillä tuottoja. Tutkimukseen valitun viiden vuoden ajanjaksolla on ollut lasku- sekä noususuhdanteita, jolloin osinkojen merkitys kuvastuu tutkimuksen tuottoja laskettaessa.

6.1 Tutkimusaineisto

Opinnäytetyön empiirisen osan tutkimusaineiston perusjoukko koostuu pörssiosakkeista. Tutkimukseen on valittu viiden suomalaisen pörssiyrityksen osake. Tutkimusaineisto koostuu osakkeiden kurssimuutoksista ja osakkeista maksettavista osingoista. Pörssiosakkeet ovat Nasdaq OMX Helsinki listalta valittuja osakkeita, jotka ovat tutkimuksen kohteeksi valitun arvo- sekä kasvusijoittamisen täyttäviä yhtiöitä. Tutkimusaineisto on kerätty valmiiksi saatavilla olevista materiaaleista Kauppalehti.fi ja Nasdaq OMX Nordicin verkkosivuilta. Sijoittamisesta aiheutuvat vero- ja kulutiedot on kerätty vero.fi verkkosivulta ja kustannukset suoran (arvo-osuustili) ja välillisen (kapitalisaatiosopimus) osalta palveluita tarjoavien yritysten verkkosivuilta ja ammattikirjallisuudesta. Tämän jälkeen tiedot on viety Excel-taulukkolaskentaohjelmaan.

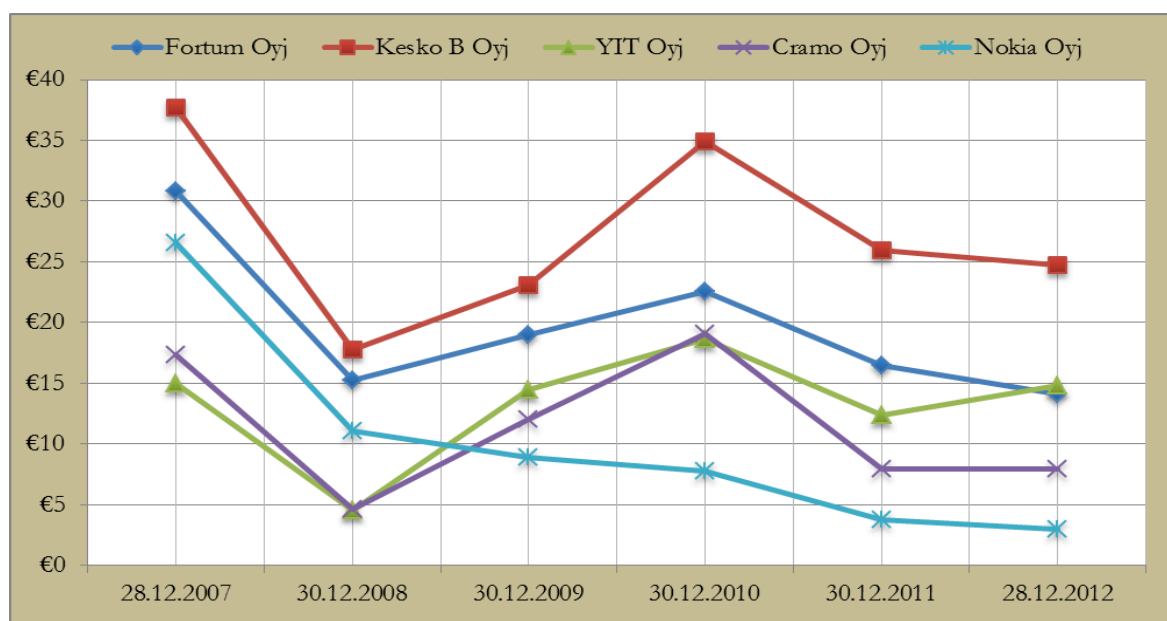
Kauppalehti on suomalainen talouteen keskittynyt aikakauslehti, joka tuottaa taloudesta ajankohtaista informaatiota. Kauppalehden pörssiverkkosivusto Kauppalehti.fi tarjoaa kattavaa tietoa pörssiosakkeista. Pörssiosakkeiden historialliset hinnat ja osinkojen historiatiedot ovat saatavilla maksutta Kauppalehden verkkosivuilta. Nasdaq OMX Nordic on osa Nasdaq OMX Groupia, joka on maailman suurin pörssitoimialan yritys.

Nasdaq OMX:n pörssiin on listattu yhteensä n.3500 pörssiyhtiötä. Nasdaq OMX Helsinki on yksi konsernin pörsseistä, joista tutkimuksen pörssiosakkeet ovat valittu. Nasdaq OMX Nordic tarjoaa verkkosivuillaan päivitettyjä tilastoja pörssiosakkeiden hinnoista, joita on tutkimuksessa hyödynnetty.

Taulukko 4. Osakkeiden alku- ja päätöskurssit.

Yhtiö	Kurssi 28.12.2007	Kurssi 28.12.2012
Fortum Oyj	30,81	14,15
Kesko B Oyj	37,72	24,77
YIT Oyj	14,99	14,78
Cramo Oyj	17,32	7,92
Nokia Oyj	26,52	2,93

Yhtiöiden tunnuslukuja, kuten P/E, P/B ja osinkohistoriaa on selvitetty tutkimusta varten. Tällä on voitu varmistua siitä, ovatko kohdeyhtiöt arvo- vai kasvuyhtiöitä. Yhtiöistä on tutkimukseen kerätty lyhyet kuvaukset ja tehty taulukot, joista ilmenee tutkimuksessa käytettävät yhtiökohtaiset tunnusluvut.



Kuvio 4. Osakekurssien kehitys tutkimusajanjaksolla.

Fortum Oyj on suomalainen energia-alan yritys, joka tuottaa sähköä ydin- ja vesivoimalla. Yhtiön toiminta on keskittynyt Pohjoismaihin, Venäjälle, Puolaan ja Itämeren alueelle. Fortum on perustettu vuonna 1998 yhdistämällä vuonna 1932 perustettu energiayhtiö Imatran Voima ja vuonna 1948 perustettu öljynjalostaja Neste. Fortumin P/B-luku on keskiarvallisesti korkea arvoyhtiölle mutta sen P/E ja osinkotuotto osoittavat sen lukeutuvan arvoyhtiöksi.

Taulukko 5. Fortum Oyj tunnusluvut ja keskiarvo tutkimusajanjaksolta.

Fortum Oyj	v.2012	v.2011	v.2010	v.2009	v.2008	Keskiarvo
P/B	1,23	1,52	2,44	2,1	1,7	1,80
P/E	9,54	11,06	14,37	12,12	9,29	11,28
Osinkotuotto %	6	4,3	5,4	7,5	5,3	5,70

Cramo Oyj on palveluyritys, joka tarjoaa kone- ja laitevuokrauspalveluja sekä vuokraa ja myy siirrettäviä tiloja. Cramolla on toimintaa 15 maassa ja 400 toimipisteessä. Cramo on alansa johtavia toimijoita Pohjoismaissa ja Keski- sekä Itä-Euroopassa. Cramo on P/B-luvulla mitattuna arvoyhtiö.

Taulukko 6. Cramo Oyj tunnusluvut ja keskiarvo tutkimusajanjaksolta.

Cramo Oyj	v.2012	v.2011	v.2010	v.2009	v.2008	Keskiarvo
P/B	0,68	0,73	1,81	1,26	0,44	0,98
P/E	9,47	13,24	-94,26	-38,11	3,08	-21,32
Osinkotuotto %	2,6	0,5	0	3,9	4,3	2,26

Kesko Oyj on tukku ja vähittäiskauppaa hallinnoiva konserni. Kesko toimii ruoka, päivittäistavara, auto- ja konekaupassa. Keskolla on toimintaa Suomessa, Virossa, Norjassa, Ruotsissa, Venäjällä, Latviassa, Liettuassa ja Valko-Venäjällä. Keskolla on ollut matala P/B arvo ja sen osinkotuotto on ollut vahvaa. Keskon voidaan lukeutuvan arvoyhtiöksi.

Taulukko 7. Kesko Oyj tunnusluvut ja keskiarvo tutkimusajanjaksolta.

Kesko B Oyj	v.2012	v.2011	v.2010	v.2009	v.2008	Keskiarvo
P/B	1,1	1,14	1,6	1,14	0,95	1,19
P/E	17,1	13,83	19,55	32,56	14,72	19,55
Osinkotuotto %	5,1	4,1	3,1	6,4	5,1	4,76

YIT Oyj on rakennusalan ja teollisuudenalan palvelukonserni. Yhtiö rakentaa asuntoja, kiinteistöjä, kokonaisia alueita tarvitsevaa infrastruktuuria ja tarjoaa kiinteistötekniisiä ratkaisuja ja huoltopalveluita. Konserni toimii 14 maassa ja sen tärkeimmät markkina-alueet ovat Pohjoismaat, Venäjä, Baltian maat ja Keski-Eurooppa. YIT lukeutuu kasvuyhtiöksi sen P/B- luvulla mitattuna.

Taulukko 8. YIT Oyj tunnusluvut ja keskiarvo tutkimusajanjaksolta.

Yit Oyj	v.2012	v.2011	v.2010	v.2009	v.2008	Keskiarvo
P/B	1,8	1,69	2,65	2,37	0,72	1,85
P/E	10,14	11,9	16,09	25,55	4,48	13,63
Osinkotuotto %	4,2	3,3	2,3	10,2	4,9	4,98

Nokia on maailman laajuisesti toimiva tietoliikennealan konserni. Nokian keskeisin toiminta jakautuu matkaviestimiin, paikannuspalveluihin ja tietoliikenneverkko-yhteisiin. Nokia toimii globaalisti ympäri maapallon. Nokia on historiansa aikana saavuttanut arvoyhtiön aseman markkinoilla mutta lähihistoriassa sen vaikeudet ovat muuttaneet sitä enemmän kasvuyhtiöksi. Nokian tunnuslukuja arvioitaessa voidaan sen katsoa kuuluvan kasvuyhtiöiden joukkoon tutkimuksessa.

Taulukko 9. Nokia Oyj tunnusluvut ja keskiarvo tutkimusajanjaksolta.

Nokia Oyj	v.2012	v.2011	v.2010	v.2009	v.2008	Keskiarvo
P/B	1,35	1,18	2	2,53	2,89	1,99
P/E	16,78	12,98	12,69	13,47	8,09	12,80
Osinkotuotto %	8,4	6,8	4,8	3,7	2,8	5,30

6.2 Tutkimusmenetelmät

Tutkimuksen empiirisen osan menetelmäksi on valittu kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimusmenetelmä, koska tutkimusaineisto koostuu numeerisesta materiaalista. Kvantitatiivinen tutkimusmenetelmä soveltuu tutkimukseen, jossa vertaillaan kahden sijoitustavan tuottojen eroja numeerisen tilastomateriaalin pohjalta. Tutkimuksessa mittarina käytetään tuottoja. (Heikkilä 2008, 16)

Tutkimusaineisto, joka koostuu osakkeiden kurssihistoriasta ja osinkohistoriasta on kerätty Nasdaq OMX Nordicin ja Kauppalehden verkkosivuilta. Verotuksesta ja sijoittamisesta aiheutuvista kustannuksista on hintatiedot kerätty verottajan ja sijoituspalveluja tarjoavien yritysten hinnastoista, joista kustannuksien osalta on tutkimuksessa käytetty keskimääräisiä hintoja. Osakkeiden ja osinkojen kurssihistoria tutkimukseen valitulta viidenvuoden ajanjaksolta on kerätyn tiedon jälkeen siirretty Excel-
taulukkolaskentaohjelmaan. Tutkimusaineisto on tarkistettu siirron jälkeen.

Sen jälkeen kullekin osakkeelle on laskettu vuosittaiset oikaistut tuotto prosentit ja kokonaistuotto prosentit tutkimuksen viiden vuoden ajanjaksolta. Kokonaistuottoja laskettaessa on huomioitu oikaistujen tuottojen kautta lasketut arvot. Tuottoja vertaillaan suoran sijoittamisen ja välillisen sijoittamisen välillä osakekohtaisesti oikaistujen tuottojen ja tutkimusajanjakson kokonaistuottojen kautta. Näissä vertailuissa huomioidaan sijoittamisesta aiheutuvien kulujen vaikutus kokonaistuottoihin.

6.3 Tutkimusaineiston luotettavuus ja pätevyys

Tutkimuksen onnistumista voidaan arvioida tutkimusaineiston ja tutkimusmenetelmien luotettavuudella, jossa luotettavuus on reliabiliteetti ja pätevyys on validiteetti. Tutkimuksen luotettavuudella tarkoitetaan tulosten tarkkuutta. Tutkimuksen luotettavuutta arvioitaessa kiinnitetään huomiota tutkimuksen toistettavuuteen. Luotettavuus on suuri kun tutkimus voidaan toistaa. Tutkimuksen pätevyys eli validiteetti mittaa sitä, onko tutkimuksessa mitattu tutkittavaa asiaa. (Holopainen & Pulkkinen 2008)

Tutkimuksen luotettavuutta voidaan pitää onnistuneena, koska tutkimusaineisto on kerätty Nasdaq OMX Nordicin ja Kauppalehden tilastointimateriaaleista, joita voidaan pitää luotettavana aineistolähteenä. Tutkimusaineiston siirrosta Excel-
taulukkolaskentaohjelmaan on voinut tarkistuksesta huolimatta ilmetä virheitä, mutta tämän ei katsota olevan merkittävää tutkimustulosten kannalta.

Tutkimuksen tarkoituksena oli mitata kahden sijoitusmuodon, suoran sijoittamisen (arvo-osuustili) ja välillisen sijoittamisen (kapitalisaatiosopimus) välisiä tuottoja sijoittamalla passiivisella strategialla ja vertailemalla saavutettuja tuottoja ennen kuluja, kulujen

jälkeen ja sijoituksen realisoinnin jälkeen.. Tutkimuksen pätevyyttä eli validiteettia voidaan pitää hyvänä, koska tutkimuksessa on käytetty tuottoa mittarina erottamaan näiden kahden sijoitusmuodon erot. Tutkimuksessa mitataan sitä mitä on tarkoituskin ollut mitattavan. Tutkimuksen aineisto on suuruudeltaan ollut suppea, joka vaikuttaa tutkimuksesta tehtäviin lopullisiin johtopäätöksiin. Yleistäviä johtopäätöksiä ei voida tehdä tutkimuksen perusteella.

7 Tutkimustulokset

Tutkimuksen pääasiallisena tutkimusongelmana oli selvittää kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen kannattavuutta tuottojen avulla. Tutkimuksessa hyödynnetään pörssiosakkeiden kurssihistoriaa viiden vuoden aikajaksolta, joista lasketaan tuotot kapitalisaatiosopimuksessa ja suorassa sijoituksessa. Tuottoja vertaillaan keskenään sijoitusmuotojen välillä.

Tutkimuksen tulokset on laskettu tutkimusajalta 28.12.2007 – 28.12.2012. Tutkimustulokset sisältävät osakkeiden tuotot, keskiarvot ja osakemäärien muutokset. Osaketuotot on jaettu tutkimuksessa osakekohtaisesti ja kokonaisvuosituottoihin. Tuottoja vertaillaan tutkimuksessa oikaistuilla tuotoilla. Tutkimuksessa havainnollistetaan osakkeiden määrien muutokset suoran- ja välillisen sijoittamisen välillä, kun osingoista saatava rahavirta sijoitetaan takaisin osingon maksavan yhtiön osakkeeseen. Tällä tavalla voidaan tarkastella ja vertailla suoran- ja välillisen sijoittamisen eroja verokohtelun kautta. Tuloksia havainnollistetaan taulukoiden ja kuvioiden kautta. Tutkimuksen lopussa tutkimustuloksista on muodostettu vertailutaulukko suoran- (arvo-osuustili) ja välillisen sijoitustavan (kapitalisaatiosopimus) tuottojen välisistä eroista, jotka koostuvat tuotoista ennen kuluja, kulujen jälkeen ja sijoituksen realisointitilanteessa.

Tutkimustuloksissa heijastuu arvopaperimarkkinoilla vallinnut epävarmuus tutkimusajanjaksolla. 2000-luvun alku oli arvopaperimarkkinoilla nousujohteista, kun taas vuoden 2008 lopulla Yhdysvalloista liikkeelle lähtenyt finanssikriisi iski maailman talouteen lamaannuttavasti. Tämä painoi omalta osaltaan arvopaperimarkkinoita voimakkaaseen syöksyyn kautta globaalien markkinoiden, josta markkinat ovat toipuneet hitaasti. Tästä pääomamarkkinoille syntynyt epävarmuus ja sitä seuranneet valtioiden ja varsinkin osassa Eurooppaa alkaneet talous- ja velkavaikkeudet ovat pitäneet arvopaperimarkkinoita hyvin epävakaina. Tämä on näkynyt varsinkin Suomen pörssissä, jossa on koettu hyvin voimakasta arvojen vaihtelua osakkeiden hinnoissa.

7.1 Tuotot ennen kuluja

Osakekohtaisissa tuotoissa esiintyi viiden vuoden ajanjaksolla vaihtelua yksittäisten osakkeiden välillä. Haastava markkinatilanne loi osakekurseille tutkimusajanjaksolle voimakkaita osakekohtaisia tuottoeroja. Tutkimuksessa selvitettiin osakkeille oikaistut tuotot edelliseen vuoteen verrattuna, 1 – 5 vuoden kokonaistuotot ja keskiarvot. Näistä selvityksistä saadut tulokset on kerätty asiakohtaisesti taulukoihin ja niitä on verrattu keskenään kapitalisaatiosopimuksen ja suoran sijoituksen osalta.

Taulukkoon 10 on kerätty kapitalisaatiosopimuksen osalta **oikaistut tuotot** edelliseen vuoteen verrattuna. Laskenta löytyy tutkimuksen liitteestä 1. Näistä tuloksista nähdään osakekohtaisten tuottojen eronneen merkittävästi toisistaan. Tuottojen erot osoittavat osakemarkkinoilla tapahtuneen voimakasta hintojen heiluntaa edelliseen vuoteen nähden. Luvuista on havaittavissa osakkeisiin liittyvä riski arvojen vaihteluille.

Taulukko 10. Osakkeiden oikaistut tuotot kapitalisaatiosopimuksessa.

Osinko oikaistut tuotto %	2008	2009	2010	2011	2012	Ka%
Fortum Oyj	-47,9	33,9	25,2	-23,7	-9,0	-9,52
Kesko B Oyj	-50,4	38,0	56,0	-22,7	0,3	-3,71
YIT Oyj	-67,95	247,76	32,08	-31,43	24,37	4,7
Cramo Oyj	-72,3	170,8	59,1	-58,3	2,8	-12,5
Nokia Oyj	-56,96	-16,65	-9,07	-47,96	-15,78	-32,23

Vuosien 2009 - 2010 tuotoista nähdään niiden aikana tapahtuneen voimakasta osakekurssien kehityksen piristymistä. Käytännössä katsoen kaikki tutkimuksen osakkeet tuottivat tuolla aikavälillä verrattuina edelliseen vuoteen erittäin hyvin. Tämä johtunee markkinoilla vuoden 2008 lopulla syntyneen globaalien finanssikriisin mukanaan tuomasta voimakkaasta pörssikurssien laskusta kautta maailman osakemarkkinoiden. Tästä pahimmasta laskusta markkinoiden toivuttua osakkeiden arvostukset ovat nousseet vuosien 2009 - 2010 aikana voimakkaasti, mikä selittää tutkimuksessa osakkeiden voimakkaat vaihtelut tuotoissa edelliseen vuoteen nähden.

Osinkojen uudelleen sijoittaminen kasvattaa osakemääriä vuosikohtaisesti, joka voidaan havaita sijoitusmuotojen välisissä tuotoissa. Suorassa sijoittamisessa osakkeiden vuosikohtaiset tuotot verrattuina kapitalisaatiosopimuksen tuottoihin olivat suhteellisen samanlaisia, koska markkinat ja osakkeet sijoitusmuodoissa olivat tutkimuksessa samat. Tästä johtuen on näiden sijoitusmuotojen sisällä olevien osakkeiden kehitys samanlaista. Osinkojen edelleen sijoittaminen muodosti eron sijoitusmuotojen välille. Taulukosta 11 nähdään suoran sijoituksen tuotot vastaavassa tilanteessa kuin edellisen kapitalisaatiosopimuksen osalta. Tuotoissa on huomioitu verotuksen vaikutus.

Taulukko 11. Osakkeiden oikaistut tuotot suorassa sijoituksessa.

Osinko oikaistut tuotto %	2008	2009	2010	2011	2012	Ka%
Fortum Oyj	-48,5	32,1	24,0	-24,3	-10,1	-10,51
Kesko B Oyj	-50,9	36,3	55,1	-23,3	-0,8	-4,61
YIT Oyj	-68,24	241,44	31,49	-31,86	23,32	3,68
Cramo Oyj	-72,53	168,77	59,13	-58,36	2,21	-12,94
Nokia Oyj	-57,19	-17,24	-9,89	-48,61	-17,05	-32,89

Kun kapitalisaatiosopimuksessa voidaan osingot sijoittaa täysimääräisinä osakkeeseen uudelleen, niin suorassa sijoittamisessa tapahtuu osinkoveron pidättäminen, jolloin uudelleen sijoitettava rahamäärä on pienempi. Suora sijoittaja ei näin ollen voi sijoittaa osinkoja täysimääräisinä eteenpäin.

Tuottojen eroja voidaan havainnollistaa myös muuttuneiden osakemäärien kautta. Taulukoihin 12 ja 13 on kerätty osakekohtaiset määrät kapitalisaatiosopimuksen ja suoran sijoittamisen osalta. Osakkeiden määrät vaihtelevat keskimääräisesti noin 30 - 40 kpl verran sijoitusmuotojen välillä.

Taulukko 12. Kapitalisaatiosopimuksen osakemäärät vuosina 2008 - 2012.

Osakkeiden lkm, kun osingot sijoitettu	2008	2009	2010	2011	2012
Fortum Oyj	1053,21	1132,46	1194,18	1245,23	1320,38
Kesko B Oyj	1050,84	1118,07	1152,30	1199,14	1260,04
YIT Oyj	1049,08	1156,35	1183,33	1222,42	1273,44
Cramo Oyj	1042,57	1082,98	1082,98	1088,88	1117,53
Nokia Oyj	1028,36	1066,62	1117,72	1194,27	1294,21

Taulukko 13. Suoran sijoittamisen osakemäärät vuosina 2008 - 2012.

Osakkeiden lkm, kun osingot sijoitettu	2008	2009	2010	2011	2012
Fortum Oyj	1042,78	1105,87	1154,32	1194,00	1250,92
Kesko B Oyj	1040,88	1094,42	1121,36	1158,00	1204,46
YIT Oyj	1039,46	1124,91	1146,02	1176,45	1215,25
Cramo Oyj	1034,22	1066,45	1066,45	1071,13	1093,39
Nokia Oyj	1022,80	1053,40	1093,97	1154,21	1231,87

Osakemäärät kasvavat nopeammin kapitalisaatiosopimuksessa. Osinkojen uudelleen sijoittaminen täysimääräisinä kasvattaa vuosivuodelta eroa suoraan sijoittamiseen. Kapitalisaatiosopimuksen verotuskohtelulla voidaan saavuttaa ero osakemäärissä sijoitusmuotojen välille.

Taulukoihin 14 ja 15 on kerätty sijoitusmuotojen osakekohtaiset kokonaistuotot ennen kuluja. Taulukoiden tuloksista nähdään tutkimuksessa käytettävien osakkeiden saavuttamat kokonaisvuosituotot, jotka eivät olleet markkinatilanteen haasteellisuudesta johtuen kovinkaan hyviä. Osakkeista YIT osake oli tuotoilla mitattuna parhaiten pärjännyt yksittäinen osake ja kolmannen vuoden tuotto osoittautui sijoitusperiodeista tuottoisimmaksi. Fortumin ja Nokian osakkeilla ei ollut kokonaistuotoilla mitattuna lainkaan positiivisia vuosituottoja. Tulokset havainnollistavat kokonaisvuosituotoilla mitattuna erot kapitalisaatiosopimuksen ja suoran sijoittamisen välillä. Tutkimusajanjakso on ollut haasteellinen markkina, mikä ilmenee osakkeiden markkina-arvojen voimakkaina heiluntoina. Taulukoissa 14 ja 15 sininen väri havainnollistaa tuottoja ja punainen väri taas tappiollisia tuloksia.

Taulukko 14. Kapitalisaatiosopimuksen osakekohtaiset kokonaisvuosituotot.

Kapitalisaatiosopimus	Tuotto 1.v	Tuotto 2.v	Tuotto 3.v	Tuotto 4.v	Tuotto 5.v	Ka %
Fortum Oyj	-47,94	-30,27	-12,68	-33,35	-39,36	-33,70
Kesko B Oyj	-50,41	-31,59	6,71	-17,47	-17,26	-24,38
YIT Oyj	-67,95	11,47	47,23	0,96	25,56	-7,79
Cramo Oyj	-72,31	-25,03	19,30	-50,27	-48,90	-42,49
Nokia Oyj	-56,96	-64,12	-67,38	-83,02	-85,70	-73,85
Tuotto % yht	-56,22	-32,09	-6,93	-37,25	-36,12	-35,58

Taulukko 15. Arvo-osuustilin osakekohtaiset kokonaisvuosituotot.

Arvo-osuustili	Tuotto 1.v	Tuotto 2.v	Tuotto 3.v	Tuotto 4.v	Tuotto 5.v	Ka %
Fortum Oyj	-48,45	-31,91	-15,59	-36,10	-42,55	-35,83
Kesko B Oyj	-50,88	-33,04	3,84	-20,30	-20,91	-26,45
YIT Oyj	-68,24	8,44	42,58	-2,84	19,82	-10,58
Cramo Oyj	-72,53	-26,17	17,48	-51,08	-50,00	-43,36
Nokia Oyj	-57,19	-64,57	-68,07	-83,59	-86,39	-74,48
Tuotto % yht	-56,60	-33,51	-9,42	-39,43	-38,94	-37,33

Suoran sijoituksen osakekohtaiset kokonaisvuosituotot verrattuna kapitalisaatiosopimuksen vastaaviin osoittautuivat heikoimmiksi. Prosentuaalisesti osakekohtaiset erot olivat sijoitustapojen välillä n.0.2-5 % välillä. Vuosituotoissa oli hyvin merkittäviäkin eroja ja selvästi tutkimustuloksista oli nähtävissä tuottoeron kasvu mentäessä sijoitusajanjaksolla loppua kohden. Vertaamalla kokonaistuottojen eroja viiden vuoden ajalta tuotot eroavat 0.38 – 2.82 % välillä. Tämä kuvastaa kapitalisaatiosopimuksen hyötyjä tuotoissa ennen kuluja. Tässä tilanteessa kapitalisaatiosopimus muodostuu kannattavammaksi vaihtoehdoksi sijoittaa.

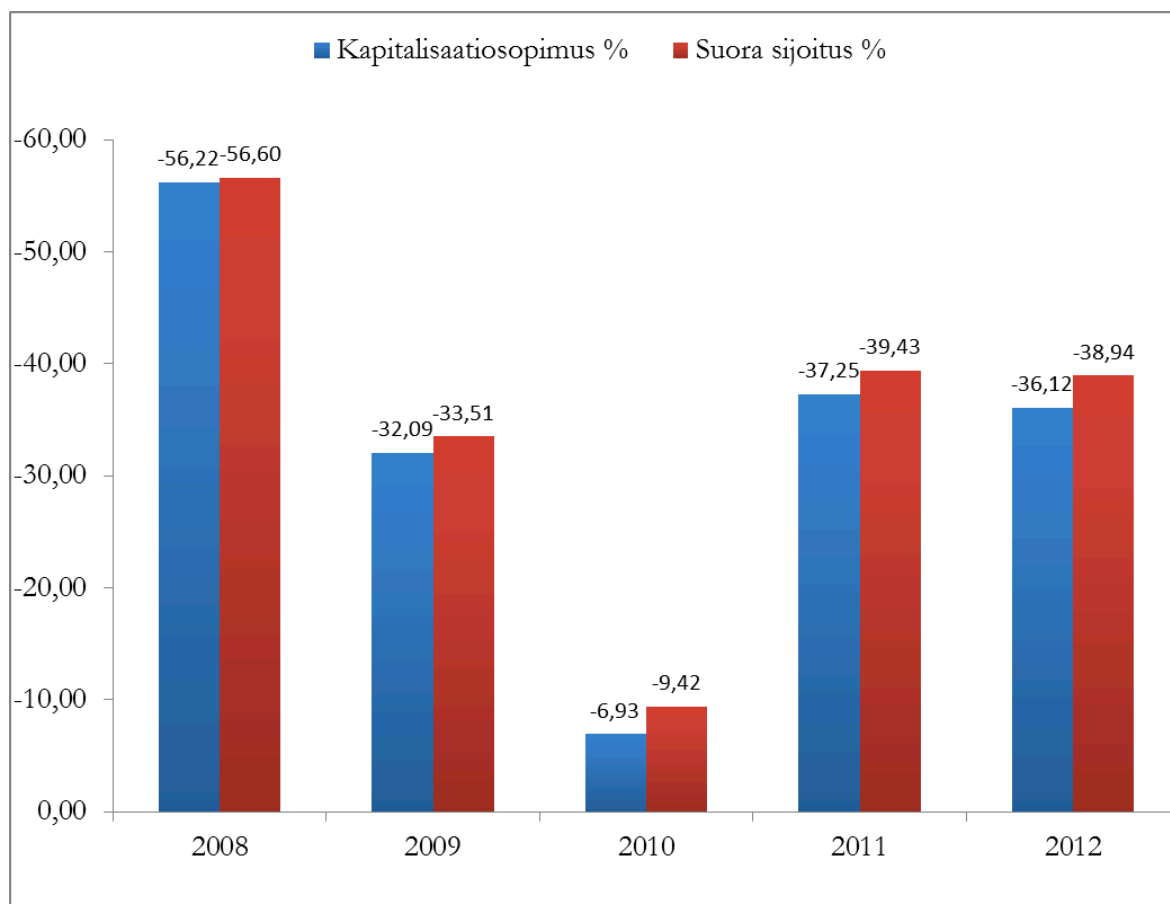
7.2 Tuotot kulujen jälkeen

Kapitalisaatiosopimus sisältää hallinnollisia kuluja, kuten osakekaupankäyntiin liittyviä osto- ja myyntikuluja, hallinnointipalkkioita, maksupalkkioita ja veroja. Tutkimuksessa käytetään kulujen keskimääräisiä hintoja kapitalisaatiosopimuksen ja suoran sijoittamisen osalta. Suoraan sijoittamiseen liittyvät kustannukset käsittävät pääsääntöisesti kulut osakekaupankäynnin osto- ja myyntitoimeksiannoista, säilytyspalkkioista ja veroista. Kuluille on tyyppillistä niiden periminen asiakkaalta vaikka sijoitukset eivät tuottaisi mitään. Kulujen vaikutus tuottoihin on siis keskeinen.

Tutkimuksessa käytettävät kulut kapitalisaatiosopimuksessa ovat maksupalkkio 2 % sijoitettavasta summasta, vuotuinen hoitopalkkio 0.5 %, osakekaupankäynnin osto- ja myyntikulut 0.3 % min 8€. Suoran sijoittamisen kulut ovat osakekaupankäynnissä osto- ja myyntikulut 0.2 % min 8€ ja hallinnointi- sekä säilytyspalkkio 2€/kk. Tutkimuksessa käytettävät hinnat ovat keskimääräisiä ja ne on kerätty palveluntarjoajien verkkosivuilta, kyselytutkimuksella ja ammattikirjallisuudesta. Kulut voivat vaihdella markkinoilla huomattavasti, joten sijoittajan on kannattavaa selvittää ja kilpailuttaa hinnat ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

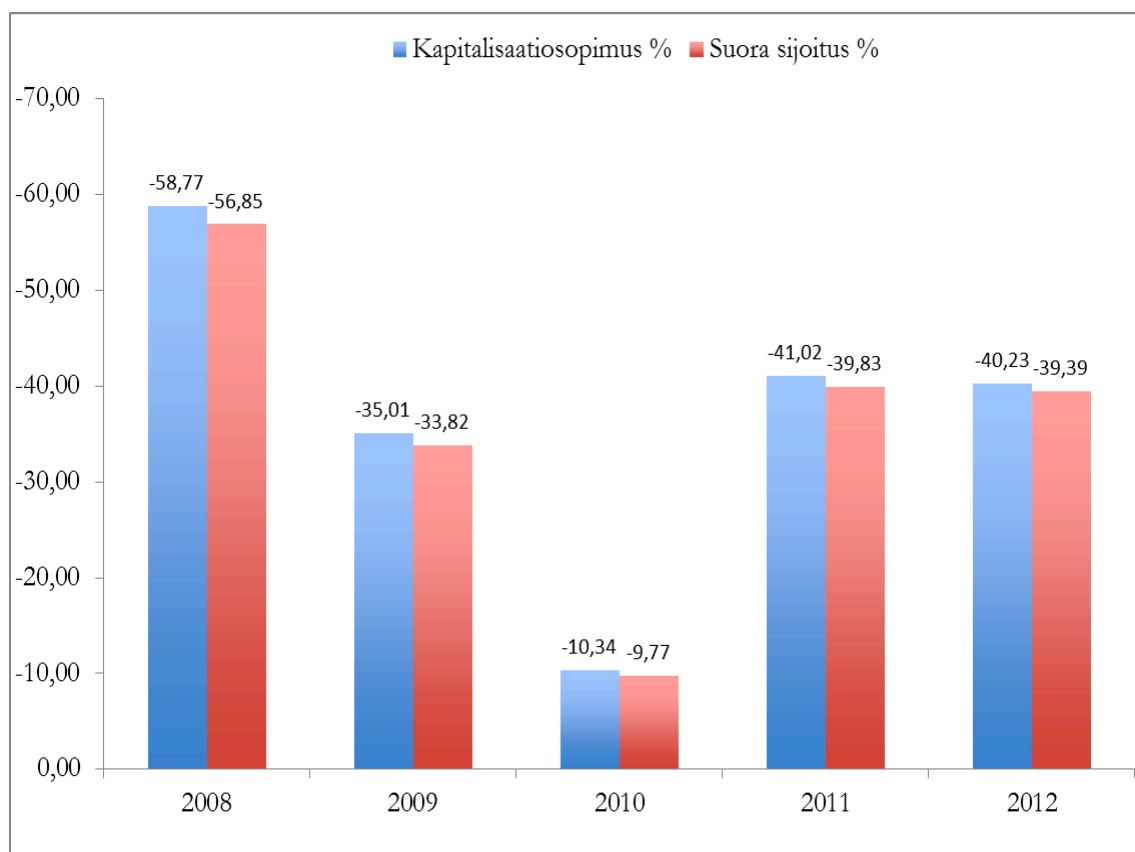
Kappaleessa 7.1 käsiteltiin kapitalisaatiosopimuksen ja suoran sijoittamisen välisiä tuottoja ilman kuluja. Veron vaikutus sisältyi suoraan sijoittamiseen, koska osingoista maksetaan osinkovero suorassa sijoittamisessa. Kapitalisaatiosopimuksessa ei veroa makseta samalla hetkellä. Veroa kannetaan täysimääräisenä voittoja lunastettaessa kapitalisaatiosopimuksessa.

Kuvio 5. Kokonaistuotot ennen kuluja.



Tuloksista ilmenee kapitalisaatiosopimuksen hyötyvän osinkojen edelleen sijoittamisesta ilman osinkojen veroseuraamusta. Kapitalisaatiosopimus saa tuotoissa mitattuna etua suoraan sijoitukseen verrattuna. Liitteessä 2 näkyy kokonaistuoton laskenta ennen kuluja. Kapitalisaatiosopimuksen tuottoerot suoran sijoituksen vastaavista tuotoista ovat keskimääräisesti 2 % luokkaa. Tämä asia selittyy aiemmin mainitun osinkojen verotuskohtelun erolla näiden kahden sijoitusmuodon välillä ja kulujen puuttumisella tuloksista. Tuottojen väliset erot selvästi kasvavat sijoitusajanjaksolla mentäessä eteenpäin. Kapitalisaatiosopimuksella saadaan näin kerrytettyä tuottoa enemmän, koska sijoitettavat osingot ovat kasvattaneet uusilla osakkeilla aikaisempia osakemääriä suhteellisesti voimakkaammin kuin suora sijoitus.

Kuvio 6. Kokonaistuotot kuluilla vähennettyinä.

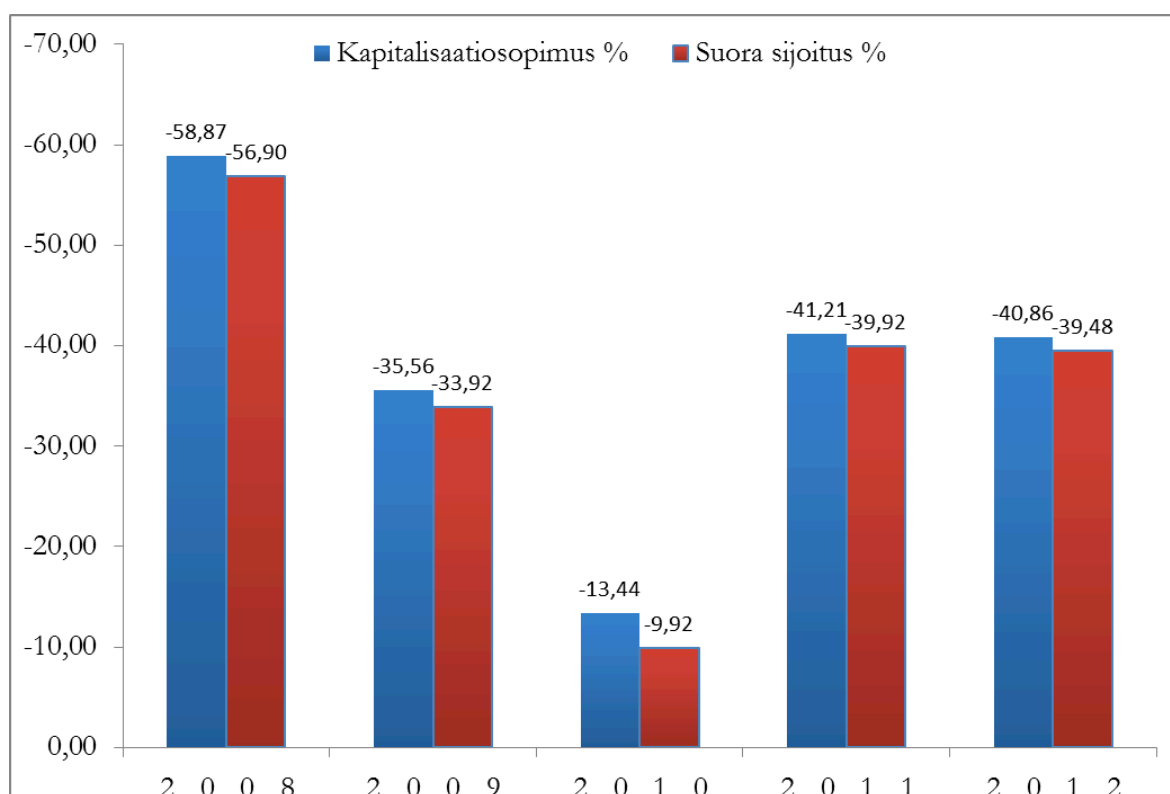


Kuvion 6 tulokset ilmaisevat kapitalisaatiosopimuksen ja suoran sijoituksen tuotot vähennettyinä kuluilla. Kuvioista voidaan nähdä kulujen vaikutukset sijoitusmuodoissa vuosikohtaisesti. Selkeästi suuremmat kulut kapitalisaatiosopimuksessa ensimmäisenä vuotena tekevät tuotoissa sijoitusmuotojen välille eroa. Erot tuotoissa pienenevät sijoitusmuotojen välillä mutta kapitalisaatiosopimuksen suuremmat kulut syövät sen saa-

man edun osinkoverokohtelussa. Kustannuksista kapitalisaatiosopimukseen vaikuttavat maksupalkkio ja hoitokulu keskimääräistä enemmän. Kahden prosentin maksupalkkio ja puolen prosentin hoitokulu tekevät selvän eron sijoitusmuotojen välille. Vaikka kapitalisaatiosopimus kärsii suuremmista kustannuksista, niin se myös hyötyy verotuskohtelusta. Erot tuotoissa olisivat vielä suurempia ilman kapitalisaatiosopimuksen verokohtelua.

Tutkimuksen passiivinen sijoitusstrategia tavoittelee pitkällä aikavälillä tuottoja ja siihen tyypillistä on pitää omistukset mahdollisimman pitkään. Osakkeiden realisointia ei juuri tehdä vaikka markkinatkin muuttuisivat epäsuotuisammaksi. Passiiviselle strategialle on tyypillistä se, ettei sijoituksia realisoida, niin on se kuitenkin tärkeää ottaa huomioon tuottoja laskettaessa. Kuviossa 7 on kokonaistuotot koko sijoitusperiodilta sijoitusmuotojen välillä laskettuna tilanteessa, jossa sijoitus realisoidaisiin.

Kuvio 7. Kokonaistuotot realisointi tilanteessa.



Kuviosta 7 nähdään verotuksen vaikutus sijoitusmuotojen välisessä vertailussa. Sijoitusmuotojen välille kasvaa suurempi ero realisoitaessa sijoitus. Vuoden 2010 kohdalla erot sijoitusmuotojen välillä ovat suhteessa suurimmillaan, koska tuona vuonna kolme

osaketta oli voitollisia jolloin suorassa sijoituksessa voitiin käyttää luovutustappiovähennystä. Kapitalisaatiosopimuksesta maksetaan sijoituksen myyntihetkellä vero kaikista voitoista pääomatuloverotuksen mukaan. Luovutustappioita sekä osto- eikä myyntikuluja voi vähentää. Tämä vaikuttaa kapitalisaatiosopimuksen tuottoihin ja muodostaa sijoitusmuotojen välisiin tuottoihin kasvavan eron suoraan sijoitukseen verrattuna. Varsinkin vuoden 2010 osalta jolloin kapitalisaatiosopimuksessa ei ole voitu hyödyntää luovutustappiovähennystä. Suorassa sijoituksessa vähentää voidaan syntyneet luovutustappiot verovuonna tai viiden vuoden aikana luovutustappioiden syntymisestä. Myös kaupankäyntikulut ovat vähennyskelpoisia. Tulokset puoltavat realisointitilanteen verokohtelun tuovan edun suoralle sijoittamiselle. Tämä puoltaa suoran sijoituksen kannattavuutta suhteessa kapitalisaatiosopimukseen.

7.3 Tulosten yhteenveto

Tutkimustuloksista on muodostettu yhteenvetotaulukko, johon tulokset on järjestelty kokonaisvuosituottojen mukaan aikajärjestykseen. Osakkeissa esiintyi yllättävän suurta vuosikohtaista hajontaa osakkeiden välisissä tuotoissa mutta kokonaistuotoissa erot jäivät tätä maltillisemmaksi. Tästä kuvastuu yritysrisi, joka sisältyy sijoittamiseen.

Parhaimpina tutkimuksen osakkeista olivat Kesko Oyj, YIT Oyj ja Cramo Oyj, joiden osakkeet tekivät osalla sijoitusperiodeista positiivista tuottoa. Näistä kolmesta osakkeesta YIT osake oli lopullisessa vertailussa ainoa osake jolla saavutettiin voitollinen tulos viiden vuoden sijoitusperiodin kokonaistuotoissa. YIT osake oli kapitalisaatiosopimuksessa vuosien 2009 - 2012 kokonaistuotoissa voitolla. Suorassa sijoituksessa osakkeella saavutettiin pienempiä tuottoja verrattuna kapitalisaatiosopimukseen, johtuen osinkoverotuksesta. Suorassa sijoituksessa YIT osake saavutti myös voitolliset tulokset vuosina 2009, 2010 ja 2012. Vuonna 2011 osake painui tappiolliseksi suorassa sijoituksessa johtuen juuri sijoitusmuotojen välisestä verokohtelusta.

Tutkimuksen muut kaksi osaketta eivät pärjänneet tutkimusajanjaksolla kovinkaan hyvin vaikka osinko rahavirtaa niistä saatiin varsinkin Fortum Oyj:n osalta, joka oli tutkimuksen osakkeista Keskon Oyj:n jälkeen paras osingon maksaja. Fortumin kurssi ei kehittynyt suotuisasti tutkimuksen ajanjaksolla, jonka vuoksi osake jäi kokonaistuotois-

sa mitattuna tappiolliseksi. Nokia Oyj:n osake oli tutkimuksen heikoimpia. Osakkeen kurssikehitys oli koko tutkimusajanjakson tappiollinen. Cramon ja Keskon osakkeet menestyivät vuoden 2010 osalta kokonaistuotoissa voitollisina osakkeina ja Kesko oli osakkeista suurinta osinkoa maksanut yhtiö.

Sijoituksien kokonaistuotot vuositasolla jäivät tutkimuksessa huonoiksi mutta sijoitusmuotojen välille muodostui eroavaisuuksia niitä vertailtaessa. Suora sijoittaminen oli tutkimuksessa kannattavampi sijoitusmuoto tuotoilla mitattuna kulujen jälkeen ja sijoituksen realisointitilanteessa. Taulukkoon 16 on kerätty tutkimustuloksista yhteenvetotaulukko, johon on tulokset vuosikohtaisesti kirjattu.

Taulukko 16. Yhteenvetotaulukko tutkimustuloksista.

	2008	2009	2010	2011	2012
Ilman kuluja					
Kapitalisaatiosopimus	-56,22	-32,09	-6,93	-37,25	-36,12
Arvo-osuustili	-56,60	-33,51	-9,42	-39,43	-38,94
Kulut vähennetty					
Kapitalisaatiosopimus	-58,77	-35,01	-10,34	-41,02	-40,23
Arvo-osuustili	-56,85	-33,82	-9,77	-39,83	-39,39
Realisointi tilanteessa					
Kapitalisaatiosopimus	-58,87	-35,56	-13,44	-41,21	-40,86
Arvo-osuustili	-56,90	-33,92	-9,92	-39,92	-39,48

Tutkimustulosten yhteenvetotaulukkoon on eriteltyinä tutkimuksen sijoitusmuotojen tulokset. Taulukon tulokset ovat kokonaistuottoja eriteltyinä ennen kuluja, kuluilla vähennettyinä ja realisointitilanteen jälkeen. Tuotoista näkyy sijoitusajanjakson haasteellisuus sijoitusmarkkinoilla. Viiden vuoden sijoitusajanjakso oli kokonaistuotoilla mitattuna tappiollinen kummassakin sijoitusmuodossa. Vuoden 2010 tulokset eroavat selvästi muista ajanjakson vuosista. Erot sijoitusmuotojen välillä ovat suhteellisen pieniä mutta tuloksista ilmenee kulujen ja verotuksen vaikutus sijoitusmuotojen välillä. Tilanteessa ilman kuluja kapitalisaatiosopimus erottuu edukseen tuloksissa sen verokohtelun kautta, kun taas suora sijoitus kaventaa etua sen matalimmilla kuluilla. Sijoituksen realisointitilanteessa suora sijoitus on tehnyt eron tuotoissa kapitalisaatiosopimukseen sen verokohtelun johdosta. Suorassa sijoituksessa saadaan luovutustappiot ja myyntikulut vähentää luovutusvoitoista, kun taas kapitalisaatiosopimuksesta maksetaan pääomatulove-

ro täysimääräisenä kaikista voitto-osuuksista ilman luovutustappion vähennysoikeutta. Verokohtelu ja kulut nousivat tutkimuksessa keskeisiksi erottavaksi tekijöiksi sijoitusmuotojen välille.

8 Johtopäätökset

Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää kumpi sijoitusmuoto, kapitalisaatiosopimus vai suora sijoittaminen on kannattavampi. Tutkimuksessa verrattiin sijoitusmuotojen välisiä tuottoja viiden pörssiyhtiön osakkeen tuottojen kehityksen kautta viiden vuoden sijoitusajanjaksolla. Tutkimuksen aikajaksolla on ollut haasteellinen markkinatilanne, jonne on mahtunut sekä nousu- että laskusuhdanne. Sijoitusmarkkinoita viimeaikoina vaivannut epävarmuus painoi osakkeiden tuottoja tutkimuksessa.

Tutkimuksen perusteella ei voida sanoa onko kannattavampaa sijoittaa, kapitalisaatiosopimukseen vai sijoittaa suoraan osakkeisiin. Tutkimuksessa esiintyneet kustannukset olivat keskimääräisiä hintoja ja sijoitusstrategioista tutkimuksessa esiintyi ainoastaan passiivinen strategia. Tutkimuksen tulosten perusteella voidaan sanoa kapitalisaatiosopimuksessa olevan verotuksellinen etu, jolla saadaan etuja suoraan sijoittamiseen. Tutkimuksen voisi tehdä koskemaan passiivista sekä aktiivista sijoitusstrategiaa pidemmällä tutkimusajanjaksolla ja laajemmalla portfoliolla, jolloin voitaisiin mahdollisesti saada enemmän eroja esiin sijoitusmuotojen välillä.

Tutkimuksen perusteella voidaan sanoa suoran sijoittamisen olevan kannattavampaa sijoitettaessa passiivisella strategialla, vaikka tuotot erosivat tutkimuksessa tutkittujen kriteereiden osalta maltillisesti. Kapitalisaatiosopimus oli huomioituna ennen kuluja kannattavampi mutta huomioituna kulut ja huomioituna realisointilanteen tuotot suora sijoittaminen oli kannattavampi vaihtoehto. Suoran sijoituksen kustannukset näyttäisivät olevan merkittävästi pienemmät kuin kapitalisaatiosopimuksessa ja siihen sisältyvä verovähennysoikeus käytäntö tuo sijoitusmuodolle selviä etuja tutkimuksen kaltaisissa tilanteissa.

Kapitalisaatiosopimuksessa etuna on osinkoverokohtelu, jolla saadaan osingot sijoitettua täysimääräisinä eteenpäin. Kapitalisaatiosopimuksen verokohtelusta on hyötyjä sijoittajalle, joka sijoittaa osingot eteenpäin. Huomionarvoista tässä tilanteessa on myös se, että jos kapitalisaatiosopimukseen sijoittanut nostaisikin osingot käyttöön eikä sijoitaisi niitä eteenpäin, joutuisi hän maksamaan pääomatuloveron täysimääräisenä. Tällöin sijoittaja häviää suorasta sijoituksesta saatavan osittaisen osinkoverovapauden osuuden.

Sijoitusmuotojen välillä on verotuksellinen ero. Sijoitusmuotoja tarkemmin tutkittaessa on niistä nähtävissä myös muita eroja, jotka vaikuttavat sijoittajan sijoituspäätökseen. Kapitalisaatiosopimus on sijoittajan ja vakuutusyhtiön välinen sijoitussopimus, jolla voidaan sijoittaa yhtäläillä suoran sijoituksen kohteisiin. Erona tässä on sijoituksen omistus. Kapitalisaatiosopimus on vakuutus jonka sijoittaja omistaa ja on oikeutettu sen sisältämän portfolion mukaiseen tuottoon. Portfolion arvopaperit kuitenkin omistaa vakuutusyhtiö, esimerkiksi osakkeet kapitalisaatiosopimuksen sisällä. Osakeomistukset eivät tällöin näy osakerekisterissä, jolloin sijoittajan henkilöllisyys ei ole rekistereitä hyödyntävien pankkiiriliikkeiden saatavilla. Suorassa sijoituksessa sijoittaja omistaa yhtiön osakkeen itse ja on tällöin oikeutettu, esimerkiksi osallistumaan yhtiökokoukseen. Sijoitusmuotojen välillä voidaan näin katsoa olevan psykologinen omistusoikeuteen liittyvä tekijä joka vaikuttaa hyvin mahdollisesti sijoittajan valintaan sijoitusmuotojen välillä.

Verotuksessa sijoitusmuotoja kohdellaan eri tavalla. Kapitalisaatiosopimuksessa ei veroteta osinkoja, korkoja ja myyntivoittoja niiden saanti ajankohdassa vaan sijoittaja maksaa pääomatuloveron voittoja nostaessaan sopimuksesta. Tällöin sijoittaja voi kerryttää tuottoa tuotolle täysimääräisesti. Sijoittajan ei tarvitse itse ilmoittaa verottajalle sijoituksesta tietoja vaan vakuutusyhtiö selvittää vero viranomaiselle sopimuksen tiedot. Verotuksen ei katsota ohjaavan tällöin sijoittamista. Kapitalisaatiosopimuksessa ei taas ole mahdollista vähentää luovutustappioita tai muita sijoittamiseen liittyviä kuluja luovutusvoitoista. Suorassa sijoituksessa verotus on monimuotoisempaa. Sijoittaja saa vähentää syntyneet luovutustappiot ja kaupankäyntikustannukset luovutusvoitoista, sekä suorassa sijoituksessa osingot verotetaan niiden maksuhetkellä. Suorassa sijoittamisessa on käytössä hankintameno-olettama, jota voidaan hyödyntää laskettaessa myyntivoittoja. Sijoitusmuotojen kaupankäyntikustannukset ovat suorassa sijoittamisessa edullisemmat ja myös muut sijoittamisen kustannukset ovat edullisempia suorassa sijoituksessa. Molemmat sijoitusmuodot ovat alttiina verotuksessa tapahtuville mahdollisille muutoksille, jotka voivat heikentää tai vahvistaa sijoitusmuotojen kiinnostavuutta sijoittajan silmissä.

Tutkimuksen johtopäätöksenä voidaan sanoa kapitalisaatiosopimuksen sisältävän ominaisuuksia, jotka tuovat sijoittamiseen mielenkiintoisia mahdollisuuksia. Kapitalisaatiosopimuksen voidaan katsoa olevan varteenotettava ratkaisu suoralle sijoittamiselle. Sen

verokohtelun mukanaan tuoma mahdollisuus lisätuottojen tavoitteluun sijoittamisessa on sille vahvuus, jota voidaan mahdollisesti paremmin hyödyntää aktiivisessa sijoittamisessa. Koska kapitalisaatiosopimuksessa voidaan sijoittaa ansaitut myyntivoitot ja osingot uudelleen ilman verotuksen vaikutusta. Kapitalisaatiosopimuksessa olevat suhteellisen suuret kulut suoraan sijoittamiseen verrattuna heikentävät tuloksia ja aiheuttavat sijoittajalle miettimisen aiheita. Sijoittajan tulisi miettiä ennen sijoituspäätöksen tekemistä sitä, saako hän itselleen lisäarvoa kapitalisaatiosopimukseen sijoittamisesta niiden asioiden verran joita hän siihen sijoittaessaan menettää suorasta sijoittamisesta luopuessaan.

Lähteet

Danske Bank 2013, Henkilöasiakkaat. Danske investoriesite. Luettavissa:
<http://www.danskebank.fi/PDF/fi/Henkiloasiakkaat/Säästä%20ja%20sijoita/DanskeInvestoresite.pdf>

Finanssialan keskusliitto 2013, Materiaalipankki tutkimukset. Luettavissa:
http://www.fkl.fi/materiaalipankki/tutkimukset/Dokumentit/Kotitalouksien_sijoitusrahastosaastaminen.pdf

Finanssivalvonta 2011, Finanssiasiakas. Luettavissa:
http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Artikkelit/Pages/02_2011.aspx

Finanssivalvonta 2012, Finanssiasiakas. Luettavissa:
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Kapitalisatiosopimukset/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta 2011, Finanssiasiakas. Luettavissa:
http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Kapitalisatiosopimukset/Kulut_tuotot/Pages/Default.aspx

Heikkilä, T 2008. Tilastollinen tutkimus. Edita. Helsinki

Hyöty, J 2006. Osakekeissien pauloissa. Talentum. Helsinki

Kallunki, J.P, Martikainen, M, Niemelä, J 2011, Ammattimainen sijoittaminen. 7.painos. Talentum Media Oy

Kauppalehti 2013. Kauppalehti.fi. Pörssi. Osingot. Osinkohistoria. Luettavissa:
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/osingot/osinkohistoria.jsp>

Knüpfer,S, Puttonen, V 2012. Moderni rahoitus. 6.painos. Sanoma Pro Oy

Lindström, K, Lindström, T 2011, Onnistu osakemarkkinoilla. Talentum

Lindström, K 2005. Menesty osakesijoittajana. Talentum. Helsinki

Lähi-tapiola 2013. Lahitapiola.fi. Luettavissa:

<http://www.lahitapiola.fi/NR/rdonlyres/15E36142-5B0E-4A5E-899C-0AD5B597BDD1/0/ToteumaHenkiTapiolanlisäetujenjakamisesta2011.pdf>

Malkiel, B.G 2011. Sattuman kauppaa Wall Sreetillä. Talentum. Helsinki

Nasdaq Omx Nordic 2013, Shares. Historical prices. Luettavissa:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/historicalprices/>

Nikkinen, J, Rothovius, Sahlström, P 2005. Arvopaperisijoittaminen. WSOY. Helsinki

Nordea 2013, Henkilöasiakkaat. Hinnasto. Luettavissa:

<http://www.nordea.fi/henkilöasiakkaat/säästöt/sijoittaminen/osakkeet/702254.html>

Nordnet 2013, Hinnasto. Luettavissa:

<https://www.nordnet.fi/mux/web/nordnet/pricelistFI.html?cmpi=start-genvagar-Priser>

Parviainen, A, Järvinen, S 2012. Sijoittamalla miljonääriksi. Tallentum. Helsinki

Pörssisäätiö 2013a-c, Sijoittajan osakeopas. Luettavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/books/osakeopas/>

Pörssisäätiö 2013d/e, Sijoittajan osakeopas. Luettavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/books/osakeopas/>

Pörssisäätiö 2013f, Sijoittajan vero-opas. Luettavissa: <http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/07/Sijoittajan-vero-opas.pdf>

Pörssisäätiö 2013g, Sijoittajan vero-opas. Luettavissa: http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/01/matt2010_2.pdf

Pörssisäätiö 2013h, Sijoittajan vero-opas. Luettavissa: <http://www.porssisaatio.fi/blog/books/sijoittajan-vero-opas-2012/>

Saario, S 2007. Saarion sijoituskirja. Wsoy. Juva

Taloustaito 2010, Sijoitukset. Luettavissa: <http://www.taloustaito.fi/fi-FI/s/sijoitukset/palkkiot-syovat-helposti-pienia-saastoja>

Vero 2013a, Henkilöasiakkaat. Luettavissa: [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus\(12095\)#%C2%A0Pääomanpalautus%C2%A0](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus(12095)#%C2%A0Pääomanpalautus%C2%A0)

Vero 2013b, Henkilöasiakkaat. Pääomanpalautus. Luettavissa. [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus\(12095\)#%C2%A0Pääomanpalautus%C2%A0](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus(12095)#%C2%A0Pääomanpalautus%C2%A0)

Vero 2013c, Henkilöasiakkaat. Osinkojen verotus. Luettavissa. [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osinkotulojen_verotus\(19821\)](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osinkotulojen_verotus(19821))

Vero 2013d. Henkilöasiakkaat. Luovutusvoiton verotus. Luettavissa: [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus\(12095\)#%C2%A0Yleistä%20luovutusvoiton%20verotuksesta%C2%A0](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus(12095)#%C2%A0Yleistä%20luovutusvoiton%20verotuksesta%C2%A0)

Vero 2013e. Henkilöasiakkaat. Luovutustappion verotus. Luettavissa: [https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus\(12095\)#%C2%A0Luovutustappio%20ja%20sen%20vähentäminen%C2%A0](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus(12095)#%C2%A0Luovutustappio%20ja%20sen%20vähentäminen%C2%A0)

Vero 2013f, Henkilöasiakkaat. Luovutustappion verotus. Luettavissa:

<http://www.vero.fi/fi->

[FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoit
tojen_verotus\(12095\)](http://www.vero.fi/fi-Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Arvopaperien_luovutusvoit
tojen_verotus(12095))

Veronmaksajat 2013, Veromuutokset. Luettavissa:

<http://www.veronmaksajat.fi/veromuutokset2012>

Liitteet

Liite 1

Osinko oikaistun tuoton laskenta.

Fortum v. 2008

$$r = \frac{P_n N_n}{P_0 N_0} - 1$$

missä

P_n	= osakkeen hinta vuoden lopussa
N_n	= osakkeiden lukumäärä vuoden lopussa
P_0	= osakkeen hinta vuoden alussa
N_0	= osakkeiden lukumäärä vuoden alussa

$$r = ((15.23*1053.21)/(30.81*1000))-1 = -47.9 \%$$

Liite 2

Kokonaistuotot ennen kuluja.

Kapitalisaatiosopimuksessa ja suorassa sijoituksessa v. 2008.

Kapitalisaatiosopimus

$$r = (\text{osakkeiden myyntihinta} - \text{osakkeiden ostohinta}) / \text{osakkeiden ostohinta} * 100$$

$$r = (55\,760.78 - 127\,360) / 127\,360 * 100 = \mathbf{-56.21\%}$$

Suora sijoitus

$$r = (\text{osakkeiden myyntihinta} - \text{osakkeiden ostohinta}) / \text{osakkeiden ostohinta} * 100$$

$$r = (55\,280.42 - 127\,360) / 127\,360 * 100 = \mathbf{-56.60\%}$$