

Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla

Tutkimus

Marraskuu 2005



*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Sisällysluettelo

Yhteenveto	3
Yleistä	3
Kyselytutkimuksen tulokset	3
Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla	4
Tutkimusmetodologia	4
Markkinariskipreemio (ex ante) -tutkimustulokset	4
Tuottovaatimuksen muutos Helsingin Pörssissä.....	6
Pienten ja epälikvidien yhtiöiden lisäriskipreemio	7
Aiemmat tutkimustulokset	8
Aiemmat tutkimukset Suomessa.....	8
Markkinariskipreemio Ruotsissa	8



Yhteenveto

Yleistä

PricewaterhouseCoopers on tehnyt kyselytutkimuksia markkinariskipreemiosta Suomen osakemarkkinoilla vuodesta 1999 lähtien. Edellinen kyselytutkimus tehtiin vuonna 2002. Tutkimukset toteutetaan lähettämällä keskeisimmille pankkiriikille, varainhoitoyhtiöille, pääomasijoitusyhtiöille, sijoitusanalytikoille ja vakuutusyhtiöille kyselylomake, jossa vastaajilta tiedustellaan seuraavia asioita:

- Arviota markkinariskipreemiosta Suomen osakemarkkinoilla;
- Arviota markkinariskipreemiossa viime vuosina tapahtuneista muutoksista;
- Lisäriskipreemion käyttämistä markkina-arvoltaan pienten yhtiöiden arvonmäärittämisessä; ja
- Osakkeen alhaisen likviditeetin vaikutusta tuottovaatimukseen.

Tämänvuotisen tutkimuksen kyselylomakkeet lähetettiin heinäkuussa 2005 ja vastauksia odotettiin elokuun loppuun asti. Kysely tehtiin englanniksi vertailtavuuden helpottamiseksi ulkomaisten tutkimusten kanssa. Vastauksia kyselyyn saatiin yhteensä 14 vastausprosentin ollessa 27. Vastanneiden välittäjien osuus Helsingin Pörssin vaihdosta oli alkuvuonna 2005 noin 14,5 prosenttia.

Kyselytutkimuksen tulokset

Kyselytutkimuksen perusteella markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla on laskenut vuoden 2002 tasosta jonkin verran. Kymmenen vuoden riskipreemio-odotusten keskiarvo oli laskenut edellisen tutkimuksen 5,03 prosentista 4,63 prosenttiin. Vastausten mediaani oli vastaavasti 4 prosenttia aiemman 5 prosentin sijaan. Verrattuna vuosien 1999 ja 2000 tutkimustuloksiin tämänvuotiset tulokset ovat merkittävästi alhaisempia viitaten siihen, että Suomen osakemarkkinoiden riskitaso on laskenut vuosituhannen vaihteen jälkeen.

Vastaajien enemmistön mielestä markkinariskipreemio oli laskenut joko selvästi tai jonkin verran viimeisen kahden vuoden aikana. 57 prosenttia vastaajista oli tätä mieltä. Toisaalta 14 prosentin mielestä markkinariskipreemio oli noussut kahden vuoden takaiseen tasoon nähden. Markkinariskipreemion laskemista perusteltiin yleisimmin parantuneilla talousnäkymillä, mikä oli kaikkien markkinariskipreemio-odotustaan laskeneiden vastaajien mielestä vaikuttanut riskitason muutokseen. Toisaalta markkinariskipreemio-odotuksiaan nostaneet vastaajat perustelivat kantaansa niin ikään juuri talousnäkymissä tapahtuneil-

la muutoksilla. Yksittäisinä perusteluina markkinariskipreemio-odotusten laskemiselle mainittiin myös yritysten parantunut omavaraisuus, osakemarkkinoiden hyvä vire sekä markkinoiden parantunut läpinäkyvyys.

Markkina-arvoltaan pieniltä yrityksiltä vastaajat vaativat keskimäärin 2,14 prosenttiyksikköä korkeampaa tuottoa kuin vastaavanlaisilta suuremmilta yrityksiltä. Osakkeen huonon likviditeetin takia vastaajat vaativat keskimäärin 2,17 prosenttiyksikköä korkeampaa tuottoa. Kaksi vastaajaa ilmoitti huomioivansa osakkeen alhaisen likviditeetin alentamalla suoraan yhtiön markkina-arvoa. Näissä tapauksissa yhtiöiden markkina-arvosta vähennettiin keskimäärin 20 prosenttia.



Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla

Tutkimusmetodologia

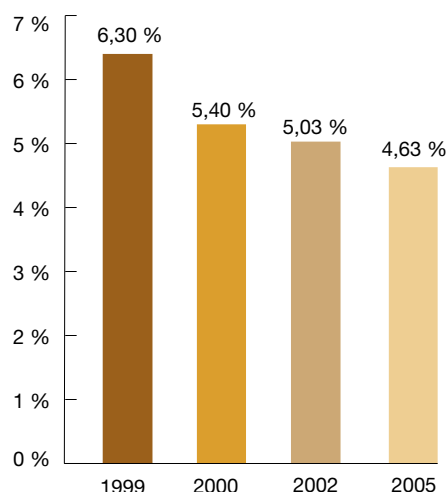
Osakemarkkinoiden riskipreemiota voidaan tutkia joko ex post tai ex ante. Mitattaessa markkinariskipreemiota ex post osakemarkkinoiden pitkäaikaista toteutunutta tuottoa verrataan riskittömän sijoituskohteen toteutuneeseen tuottoon. Ex ante -markkinariskipreemiotutkimukset puolestaan mittavat markkinaosapuolten odotuksia osakemarkkinoiden tuotosta yli riskittömän koron. PricewaterhouseCoopers tekee tällaisia ex ante -tutkimuksia useissa eri maissa. Tutkimukset suoritetaan lähettämällä kyselylomake osakemarkkinoiden keskeisille toimijoille kyseisessä maassa. Suomessa ensimmäinen kyselytutkimus tehtiin vuonna 1999.

Markkinariskipreemio vaihtelee muun muassa tutkimustavasta ja ajasta riippuen. Tämän takia tämän tutkimuksen tuloksia ei tule tulkita PwC:n yleisenä kantana markkinariskipreemion suuruudesta.

Markkinariskipreemio (ex ante) -tutkimustulokset

Vastaajia pyydettiin kertomaan mikä on heidän markkinariskipreemio-odotuksensa yhden vuoden, 10 vuoden ja 30 vuoden ajanjaksolla. Markkinoiden tuoton kuvaajana pyydettiin käyttämään HEX-portfolioindeksiä ja riskittömän tuoton mittarina EMU Government Bond Indexin kehitystä.

10 vuoden markkinariskipreemio



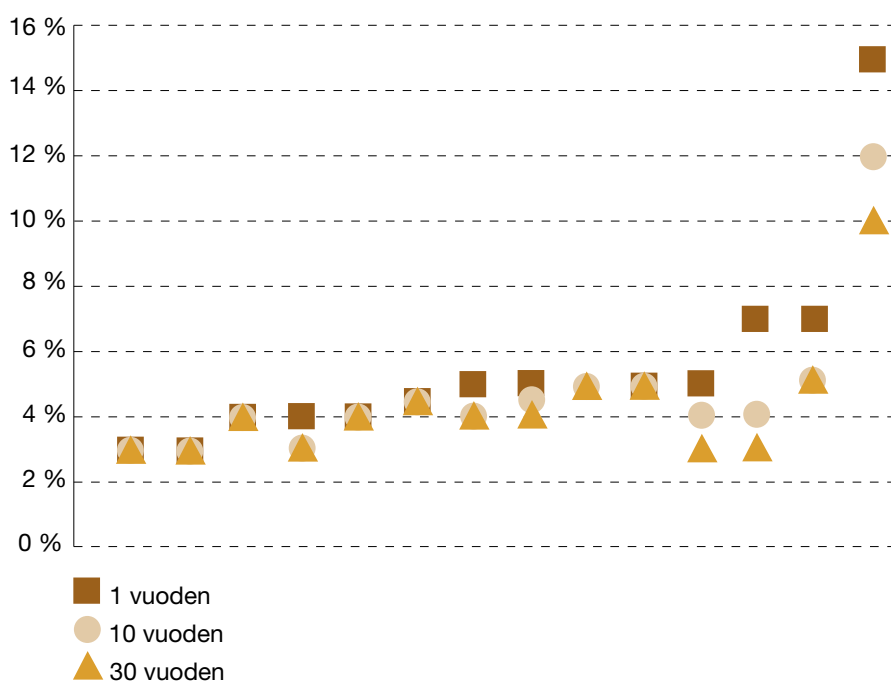
Markkinariskipreemio-odotusten keskiarvo oli 5,50 prosenttia yhdelle vuodelle, 4,63 prosenttia 10 vuodelle ja 4,31 prosenttia 30 vuodelle. Keskihajonta oli suurin yhden vuoden preemiolle. Yleisin riskipreemio-odotus oli 5 prosenttia yhdelle vuodelle, 4 prosenttia 10 vuodelle ja 3 prosenttia 30 vuodelle. Edelliseen vuonna 2002 tehtyyn tutkimukseen verrattuna kymmenen vuoden markkinariskipreemioarvioiden keskiarvo on laskenut 0,37 prosenttiyksikköä ja mediaani 1 prosenttiyksikköä.

Markkinariskipreemio (10 vuotta)	2002	2005
Keskiarvo	5,03%	4,63%
Mediaani	5,00%	4,00%
Keskihajonta	0,97%	2,23%
Vastausten lukumäärä	17	14

Vastaajien markkinariskipreemio-odotuksissa oli jonkin verran hajontaa ja ne vaihtelivat 3 prosentin ja 15 prosentin välillä. Kymmenen vuoden markkinariskipreemioarvioista alhai-

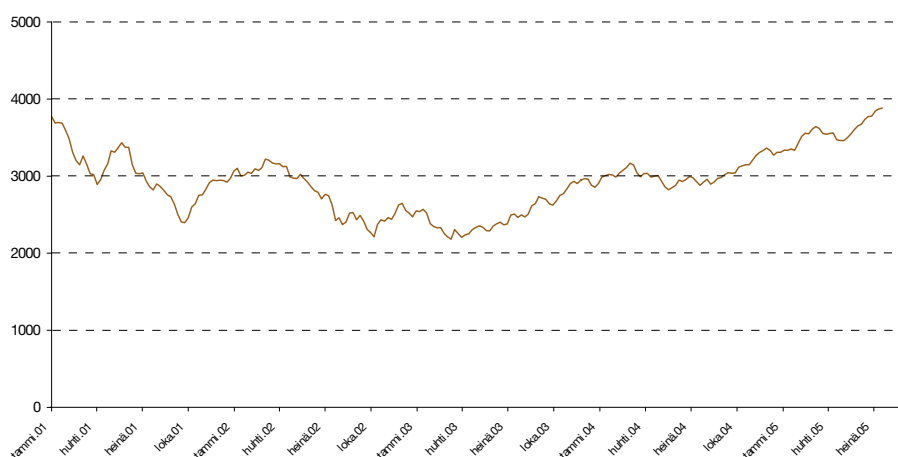
sin oli 3 prosenttia ja korkein 12 prosenttia. Yli 90 prosenttia vastaajista katsoi, että kymmenen vuoden markkinariskipreemiotaso on 5 prosenttia tai alhaisempi.

Markkinariskipreemioarvioiden lisäksi vastaajilta kysyttiin oliko heidän näkemyksensä muuttunut viimeisen kahden vuoden aikana ja mitkä seikat tähän ovat vaikuttaneet. Vastaajille annettiin vaihtoehtoisiksi makrotalouden muuttuneet kehitysnäkymät, öljyn hintakehitys, yritysten parantunut läpinäkyvyys sekä jokin muu itse määriteltävissä oleva syy. 57 prosenttia vastaajista katsoi, että markkinariskipreemio on laskenut joko selvästi tai jonkin verran viimeisimmän kahden vuoden aikana. Vastaajista 14 prosentin mielestä markkinariskipreemio on noussut kahden vuoden takaiseen tasoon nähden. 29 prosentin mielestä riskipreemio ei ole muuttunut. Markkinariskipreemio-odotuksiaan laskeneet vastaajat perustelivat muutosta pääsääntöisesti parantuneilla talousnäkymillä, jonka kaikki ennustettiin alentaneen markkinariskipreemio-odotuksiinsa laskevasti. Yritysten parantunut oma-varaisuus, osakemarkkinoiden hyvä vire sekä markkinoiden parantunut läpinäkyvyys mainittiin myös yksittäisinä perusteluina markkinariskipreemio-odotusten laskemiselle. Toisaalta myös markkinariskipreemio-odotuksiaan nostaneet vastaajat perustelivat arviossaan tapahtunutta nousua talousnäkymissä tapahtuneilla muutoksilla.

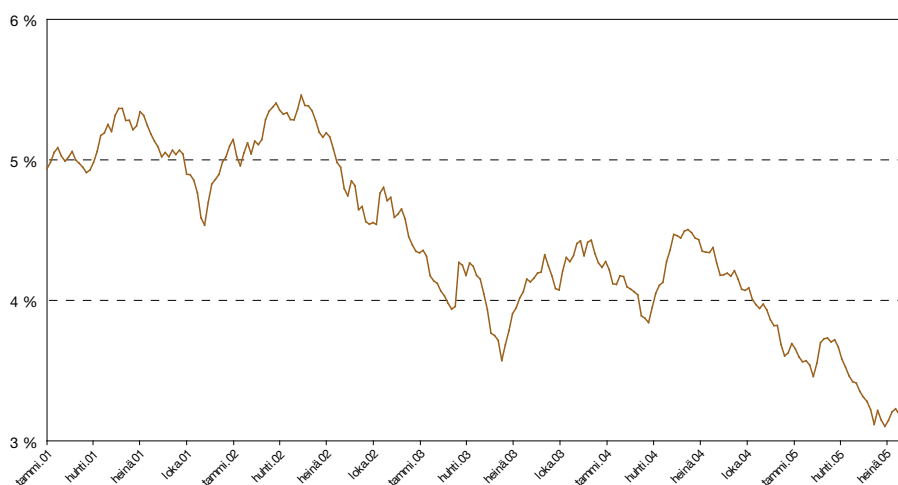


Vuoden 2003 alusta, eli edellisen markkinariskipreemiokyselytutkimuksen toteuttamisen jälkeen, on HEX-portfolioindeksin kokonaistuotto-osingot huomioiden ollut noin 54 prosenttia, mikä vastaa noin 18 prosentin vuosituottoa. Viimeisen 12 kuukauden aikana tuotto on ollut noin 34 prosenttia. Vastaavasti vuoden 2003 alkuun verrattuna Suomen valtion 10 vuoden sarjaobligation vuosituotto on laskenut yli prosenttiyksiköllä. Tästä voidaan päätellä, että sijoittajien tuottovaatimus Helsingin Pörssissä on laskenut viimeisimmän tutkimuksen jälkeen, mikä voi osaltaan selittää pörssin hyvää virettä tutkimusten välisenä aikana.

HEX-portfolioindeksin tuottokehitys



Suomen valtion kymmenen vuoden sarjaobligation tuotto





Pienten ja epälikvidien yhtiöiden lisäriskipreemio

Vastaajilta kysyttiin myös miten yhtiön alhainen markkina-arvo ja osakkeen huono likviditeetti vaikuttavat heidän tuottovaatimukseensa. Lähes kaikkien vastaajien mukaan yhtiön alhaisella markkina-arvolla ja osakkeen huonolla likviditeetillä on tuottovaatimusta korottava vaikutus. Vain yksi vastaaja ilmoitti, ettei huono likviditeetti vaikuta hänen tuottovaatimukseensa. Kaksi vastaajaa kertoi alentavansa tuottovaatimusta tapauskohtaisesti. Vastaajat vaativat

markkina-arvoltaan pieniltä yrityksiltä keskimäärin 2,14 prosenttiyksikköä parempaa tuottoa kuin vastaavilta suuremmilta yrityksiltä. Osa vastaajista ilmoitti tuottovaatimuksen olevan suhteellisesti 10-30 prosenttia korkeampi kuin vastaavan suuremman yrityksen tapauksessa. Keskimääräinen markkina-arvoraja pienelle yritykselle oli noin 450 miljoonaa euroa. Suurin markkina-arvoraja oli 1 250 miljoonaa euroa ja pienin 50 miljoonaa euroa.

Osakkeen huonon likviditeetin takia vastaajat vaativat keskimäärin 2,17 prosenttiyksikköä parempaa tuottoa. Kolme vastaajaa ilmoitti tuottovaatimuksen muutoksen suhteellisenä ja kertoi sen olevan 10-25 prosenttia korkeampi vastaavanlaiseen likvidiin sijoitukseen verrattuna. Kaksi kyselyyn vastanneista alensi suoraan sijoituskohteen arvosta tietyn likviditeettialennuksen. Näissä tapauksissa keskimääräinen markkina-arvon alennus oli 20 prosenttia.



Aiemmat tutkimustulokset

Vertailimme tutkimuksen tuloksia myös PwC:n aikaisemmin tekemiin tutkimuksiin. Suomessa vastaavia tutkimuksia on tehty vuosina 1999, 2000 ja 2002. Ruotsissa PwC on tehnyt kyselytutkimuksia markkinariskipreemiosta säännöllisesti vuodesta 1997 lähtien.

Aiemmat tutkimukset Suomessa

Markkinariskipremio on laskenut Suomessa selvästi viime vuosien aikana. Erityisen selvästi uusin tutkimus osoittaa, että yhden vuoden markkinariskipremio on alhaisempi kuin aiemmin. Tämä viitannee

osaltaan osakemarkkinoilla vallitsevan lyhyen aikavälin epävarmuuden vähenemiseen. Myös 10 ja 30 vuoden markkinariskipremiot ovat laskeneet aiempiin tutkimuksiin verrattuna.

Markkinariskipremio	1999		2000		2002			2005		
	1 vuosi	10 vuotta	1 vuosi	10 vuotta	1 vuosi	10 vuotta	30 vuotta	1 vuosi	10 vuotta	30 vuotta
Keskiarvo	8,50%	6,40%	6,50%	5,30%	7,59%	5,03%	4,61%	5,50%	4,63%	4,31%
Mediaani	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	6,75%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Yleisin vastaus	4,00%	6,00%	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,00%
Keskihajonta	2,43%	1,50%	4,23%	1,83%	3,10%	0,97%	1,00%	3,11%	2,23%	1,81%

Markkinariskipremio	1 vuosi				10 vuotta				30 vuotta	
	1999	2000	2002	2005	1999	2000	2002	2005	2002	2005
Keskiarvo	8,50%	6,50%	7,59%	5,50%	6,40%	5,30%	5,03%	4,63%	4,61%	4,31%
Mediaani	5,00%	5,00%	6,75%	5,00%	5,00%	4,00%	5,00%	4,00%	5,00%	4,00%
Yleisin vastaus	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	6,00%	4,00%	5,00%	4,00%	5,00%	3,00%
Keskihajonta	2,43%	4,23%	3,10%	3,11%	1,50%	1,83%	0,97%	2,23%	1,00%	1,81%

Markkinariskipremio Ruotsissa

Ruotsissa markkinariskipremio on määritetty ainoastaan pitkälle aikavälille. Premio on historiallisesti vaihdellut 3,5 ja 4,6 prosentin välillä. Viimeisin tutkimus tehtiin alkuvuodesta 2005, jolloin vastaajat arvioivat markkinariskipreemioksi keskimäärin 4,3 prosenttia. Tulos oli sama kuin vuoden 2004 tutkimuksessa. Ruotsissa markkinariskipremio on

ollut matalimmalla tasollaan loppuvuodesta 1999 ja korkeimmillaan alkuvuodesta 2003. Tältä osin markkinariskipreemion kehitys Ruotsissa ei ole ollut täysin yhtenevää Suomesta saatujen tulosten kanssa.

Ennusteet Ruotsin ja Suomen markkinariskipreemioista ovat kuitenkin lähentyneet toisiaan. Ruotsin pitkän aikavälin markkinariskipree-

mio onkin viimeisimpien tutkimusten perusteella sama kuin Suomen 30 vuoden markkinariskipremio. Tuloksista voidaan päätellä, etteivät sijoittajat enää pidä Suomen osakemarkkinoita merkittävästi riskillisempinä kuin Ruotsin osakemarkkinoita.

Matias Lindholm, Partner
Transaction Services & Valuations Leader
matias.lindholm@fi.pwc.com

www.pwc.com/fi

Kimmo Vilske, Assistant Director
Valuation & Strategy Leader
kimmo.vilske@fi.pwc.com