



LAUREA
AMMATTIKORKEAKOULU
Yhdessä enemmän

Listaamattomat osakkeet sijoituskohteena Tutkimus riskinhallinnasta

Väyrynen, Esa

2015 Kerava

Laurea-ammattikorkeakoulu
Kerava

Listaamattomat osakkeet sijoituskohteena Tutkimus riskinhallinnasta

Esa Väyrynen
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Marraskuu, 2015

Esa Väyrynen

**Listaamattomat osakkeet sijoituskohteena
Tutkimus riskinhallinnasta**

Vuosi 2015 Sivumäärä 43

Opinnäytetyössä selvitettiin listaamattomiin yhtiöihin sijoittamisen käsitettä ja tutkittiin, kuinka listaamattomien osakkeiden riskiä voidaan systemaattisesti hallita. Tämä tarkoitti sitä, että työssä on tutkittu sijoittamiseen liittyviä yleisiä käsitteitä. Näihin käsitteisiin kuului sijoituskohteen tuntemus, sijoitusstrategian laadinta ja ennen kaikkea riskin ja tuotto-odotuksen välisen suhteen ymmärtäminen. Opinnäytetyössä tutkittiin, minkälaisia riskimittareita ja analyysejä voidaan käyttää kun aiotaan sijoittaa listaamattomiin osakkeisiin.

Opinnäytetyössä käytettiin sijoitusalan kirjallisuutta ja muuta materiaalia. Riskinhallinnan tutkimiseen hyödynnettiin kvalitatiiviseen tutkimusmenetelmään olennaisesti kuuluvaa teemahaastattelua. Haastateltavat olivat sijoitusalan ammattilaisia ja he olivat keskittyneet sijoittamaan listaamattomille markkinoille.

Tutkimuksessa käytetyn kirjallisuuden ja muun aineiston pohjalta pystyttiin luomaan teemahaastatteluille asianmukaiset kysymykset. Tutkimustuloksista havaittiin, että sijoittamiseen liittyvien riskimittareiden ja analyysien hyödyntämisellä on vahva merkitys sijoittajan riskinhallintaan.

Esa Väyrynen

**Investing in unlisted stock
Study about risk management**

Year	2015	Pages	43
------	------	-------	----

The reason for this thesis is to clarify concept investing in unlisted stock and to study how investors can systematically control the investment's risk level. First this thesis examines basic principles of investing in unlisted stock. This thesis will give the reader answer on what are the fundamental elements in unlisted stock investing.

The thesis was done by using numerous different publications regarding stock markets and investing in general. Stock market literature could be used because the basic fundamentals and principals are the same as in unlisted stock investing. The research how an investor can systematically control the risk was done by using theme interviews. Interviewees were experienced investors and they had real experience from unlisted stock markets.

The conclusions of the study are truly valid regarding the studied matter. The study was focused on whether different kind of risk meters and analyzes can be used when it comes to risk management. The summary of the conclusions and the study's result is truly valid to the studied matter.

Keywords unlisted, riskmanagement, Privanet, Invesdor, investing

Sisällys

1	Johdanto.....	7
	1.1 Työn taustat.....	8
	1.2 Työn tarkoitus, tehtävä ja tavoite	9
2	Tutkimuksen toteutus	9
	2.1 Aineiston keruu	10
	2.2 Aineiston analysointi.....	10
3	Sijoituskohteena listaamaton osakeyhtiö	11
	3.1 Osakkaan oikeudet ja velvollisuudet	12
	3.2 Tiedonsaantioikeus.....	13
	3.2.1 Vuosikertomus	14
	3.2.2 Tilinpäätös.....	15
4	Yhtiön osake	16
	4.1 Osakkeen likviditeetti ja volatilitteetti	17
	4.2 Sijoitusaika	18
	4.3 Osakkeen verotus	18
	4.3.1 Osinkojen verotus	18
	4.3.2 Myyntivoittojen ja -tappioiden verotus	19
5	Jälkimarkkinat.....	20
	5.1 Invesdor	20
	5.2 Kaupankäynti.....	21
	5.2.1 Arvopapereiden säilytys.....	22
	5.2.2 Invesdorin riskivaroitus.....	22
	5.3 Privanet	23
	5.4 Noteeraukset.....	24
6	Sijoitussuunnitelma	25
	6.1 Riskit ja mahdollisuudet	26
	6.2 Sijoitusten allokaatio	26
	6.3 Strategiassa huomioon otavaa	27
7	Riskinhallinnan tutkimus.....	28
8	Riskimittarit ja analyysit.....	29
	8.1 Volatilitteetti	29
	8.2 Beta-luku	30
9	Riskianalyysit	32
	9.1 Tekninen analyysi	32
	9.2 Fundamenttianalyysi.....	33
	9.3 DCF-analyysi.....	34
10	Yhteenveto ja johtopäätökset	35

Lähteet	39
Kuviot	43

1 Johdanto

Tämä opinnäytetyö keskittyy tutkimaan, kuinka yksityinen sijoittaja voi hallita riskiä sijoittaessaan listaamattomiin yhtiöihin. Listaamattomat yhtiöt eroavat suuresti pörssiyrityksistä ja näin ollen sijoittajan on tärkeä tietää, millaisia riskejä ja mahdollisuuksia näissä yhtiöissä on.

Tutkimus antaa laajan kuvan siitä, millainen listaamaton osakeyhtiö on sijoituskohteena. Vaikka osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinalaki koskee listaamattomia yhtiöitä ja niiden osakkeita, ovat laeissa määritellyt asiat keskeisiltä osin erilaiset, kuin listattuja yhtiöitä koskevat lait. Sijoituskohteena nämä yhtiöt ovat monelta osin houkuttelevia, mutta niihin sisältyy suuri riski.

Sijoittajasta tulee osakkeenomistuksen myötä yhtiön osakas ja näin ollen hänelle kuuluu tiettyjä oikeuksia ja velvollisuuksia. Osakkaan velvollisuudet ovat vähäiset, eivätkä vaadi juurikaan toimenpiteitä. Osakkaan oikeudet ovat sijoittajalle sen sijaan tärkeitä. Nämä oikeudet mahdollistavat osakkaan parhaan mahdollisen tiedon saannin, joka on yksi keskeisimmistä asioista riskinhallinnassa.

Osakkaan tärkeimpiin oikeuksiin kuuluu tiedonsaantioikeus. Pörssi-yhtiöillä on tiedonantovelvollisuus, joka velvoittaa yhtiöitä nimensä mukaisesti antamaan toiminnastaan tietoa sijoittajille. Listaamattomalla yhtiöllä ei ole samanlaista, yhtä laaja-alaista tiedonantovelvollisuutta, kuin listatuilla yhtiöillä. Näin ollen sijoittajan, eli osakkaan on osattava hyödyntää saatavissa oleva tieto oikein.

Sijoittajalle tärkeitä tietoja saa muun muassa yhtiön vuosikertomuksesta, tilinpäätöksestä sekä yhtiökokouksista. Opinnäytetyössä tutkitaan sijoittajan kannalta tärkeimmät tiedonsaannin lähteet sekä käytettävissä olevan tiedon hyödyntämistavat, joilla sijoittaja voi tietoisesti pienentää riskiään. Erilaisia tiedon hyödyntämisen tapoja on esimerkiksi tilinpäätöksestä laskettavat tunnusluvut sekä yhtiön johdon ja toiminnan arviointi.

Tässä opinnäytetyössä tarkastellaan listaamattoman yhtiön osaketta sekä sen ominaisuuksia luvussa 4. Listaamatonta osaketta vertaillaan jonkin verran pörssiosakkeeseen, jolloin saadaan tarpeeksi havainnollistava kuva listaamattoman yhtiön osakkeen käyttäytymisestä markkinoilla.

Listaamaton osake on sijoituskohteena hyvin erilainen kuin listattu osake. Esimerkiksi verotuksen kannalta sijoittajan on edullisempaa omistaa listaamaton osake, jonka osinkoa verotetaan huomattavasti edullisemmin, kuin listatun osakkeen osinkoa. Verotukseen liittyviä

asioita käsitellään luvussa 4.3. Verotusta käsittelevässä luvussa on pyritty maksimoimaan helppolukuisuus ja yksinkertaisuus. luvussa annetaan riittävä ja selkeä kuva listaamattoman yhtiön osakkeen verotuksesta.

Opinnäytetyössä siis tarkastellaan listaamatonta yhtiötä yksityisen sijoittajan näkökulmasta. Sijoittajan on tärkeä laatia itselleen sijoitussuunnitelma eli strategia, joka mahdollistaa asetettujen tavoitteiden saavuttamisen. Tässä opinnäytetyössä käydään läpi minkälaiseen rooliin sijoitusstrategiassa listaamaton osakeyhtiö on potentiaalinen.

Sijoitusstrategia on monivaiheinen prosessi ja vaatii sijoittajalta paljon suunnittelua. Näin ollen sijoittajan on tärkeä tietää listaamattoman yhtiön ominaisuuksista, markkinoista sekä yrityksen ja sijoittajan riskeistä. Sanalla ”riski” ei ole tässä opinnäytetyössä pelkästään negatiivista tarkoitusta, vaan se tarkoittaa yhtäläillä voiton tai tappion syntymisen mahdollisuutta.

Tämä opinnäytetyön aihe sai alkunsa suomalaisen joukkorahoituspalvelu Invesdorin herättämän kiinnostuksen kautta. Yhtiöiden tutkiminen harrastukseksi ja lisääntynyt uteliaisuus aihetta kohtaan johtivat tämän opinnäytetyön tekemiseen.

Opinnäytetyössä keskitytään vahvasti listaamattomien osakkeiden jälkimarkkinoihin. Eli siihen, kuinka sijoittajat voivat käydä keskenään kauppaa. Invesdor ja Privanet pankkiiriliike perustivat Suomeen ensimmäisen joukkorahoituksen jälkimarkkinat (Invesdor 2014). Listaamattomien osakkeiden jälkimarkkinat ovat suuri edistysaskel suomalaiselle sijoituskulttuurille ja ennen kaikkea itse yrityksille.

1.1 Työn taustat

Materiaalin ja tiedon paljous perinteiseen pörssisijoittamiseen liittyen on kaikkien saatavilla hyvin helposti. Kasvavana kiinnostuksen kohteena olevista listaamattomista yhtiöistä on jonkin verran tietoa saatavilla, mutta tietoa itse sijoittamisesta on vähän. Yleisimpänä informaationa sijoittajalle ja muille kiinnostuneille tarjotaan listaamattoman yhtiön verokohteluun liittyen. Vähäisen tiedon takia nähtiin aiheelliseksi koostaa tutkimus, jossa sijoittajille tarjotaan täysin uutta dataa sijoittamisesta.

Koska perinteinen pörssisijoittaminen on läpikotaisin käyty läpi ja lähes kaikki tieto mikä pörssisijoittamiseen liittyy on jo saatavilla, eli uudella pörssisijoittamiseen keskittyneellä opinnäytetyöllä ei olisi ollut paljon annettavaa. Näin ollen uudet ja tuntemattomat listaamattomien yhtiöiden osakemarkkinoiden ja riskinhallinnan tutkimus tuntuivat luonnolliselta valinnalta.

Tutkimus painottuu riskinhallintaan. Vaikka lähtökohdat ovat osittain samat kuin pörssiosakkeidenkin riskinhallinnassa, niin samoja riskinhallinnan metodeja, työkaluja ja mittareita ei voida suoranaisesti soveltaa listaamattomiin osakkeisiin. Esimerkkinä mainittakoon sijoittajan markkinariski. Pörssissä markkinariski voidaan kitkeä sillä, että myydään sijoitukset ja poistutaan markkinoilta. Listaamattomia osakkeita ei kuitenkaan voi myydä yhtä helposti kuin pörssiosakkeita, etenkin, kun kaikkia osakkeita ei ole listattu edes Privanetiin.

1.2 Työn tarkoitus, tehtävä ja tavoite

Tavoitteena oli koostaa selkokielen ja ytimekäs tietopaketti sijoittamisesta ja riskinhallinnasta. Opinnäytetyö sisältää kaiken sen tiedon, jonka sijoittaja tarvitsee päästäkseen alkuun listaamattomien yhtiöiden ja niiden osakkeiden kanssa. Lisäksi opinnäytetyön tavoitteena on tutkia listaamattomien osakkeiden riskinhallintaa syvällisemmin.

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää kuinka sijoittaja voi hallita osakkeisiin liittyvää riskiä. Tutkimuksessa selvitetään, mitkä ovat hyödynnettävissä olevat riskimittarit ja analyysimenetelmät, joilla voidaan pienentää sitä riskiä, mikä on sijoittajan hallittavissa.

Tavoitteena tässä tutkimuksessa on luoda sijoittajalle riskinhallinnan opas joka vastaa tutkimuskysymykseen: ”Kuinka yksityinen sijoittaja voi hallita osakkeisiin liittyvää riskiä?”. Eli selvittää, mitkä ovat tärkeimmät huomioitavat asiat osakkeiden riskinhallinnassa. Riskinhallinta listaamattomissa osakkeissa eroaa suuresti pörssiosakkeista, joten samoja metodeja ja esimerkiksi riskimittareita ei voida suoranaisesti soveltaa listaamattomissa osakkeissa.

2 Tutkimuksen toteutus

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivista tutkimusmenetelmää hyödyntäen. Kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus keskittyy tutkittavan kohteen kokonaisvaltaiseen ymmärtämiseen. Mikäli tutkimus perustuisi tilastollisten tietojen tutkimiseen kuten siihen, mikä on käytetyin riskimittari tai kuinka moneen osakkeeseen sijoittajat allokoivat sijoituksiaan, olisi tutkimus ollut kvantitatiivinen tutkimus. (Hirsijärvi, Remes & Sajavaara 2007, 157.)

Laadulliseen tutkimusmenetelmään päädyttiin, koska haluttiin tutkia ilmiötä kokonaisvaltaisesti. Kvalitatiivisen tutkimuksen lähtökohtana on, että halutaan validia dataa

ja ymmärrystä siitä, minkälaiset uskomukset, halut, ihanteet ja käsitykset vaikuttavat tutkittavan kohteen taustalla. Tässä tutkimuksessa haluttiin ymmärtää riskinhallinnan kokonaisuutta ja sitä, mistä kaikesta se koostuu ja mitkä asiat siihen vaikuttavat. Laadullisessa tutkimuksessa tietoa kerätään usein haastatteluista hyväksikäyttäen. Haastatteluissa kysymykset ovat usein avoimia ja alkavat sanoilla mitä, miten tai miksi, jotta vastaajan on helppo kuvailla ja selittää ajatuksiaan ja näkemyksiään. Tässä tutkimuksessa haastateltiin sijoitusalan ammattilaisia, joilla on kokemusta listaamattomien yhtiöiden osakemarkkinoista. (Airaksinen & Vilka 2003, 63-64.)

Tutkimuskysymyksen aiheuttama problematiikka siitä, kuinka aihetta tulisi tutkia ja mitä siitä tulisi selvittää, asetti omia haasteita tutkimusmenetelmän asettamiselle. Se, kuinka riskiä voidaan hallita, soveltui paremmin tutkittavaksi laadullisen tutkimuksen menetelmillä. Näillä perusteilla käytettiin teemahaastatteluja aineistonkeruumenetelmänä.

2.1 Aineiston keruu

Tässä tutkimuksessa tietoa riskinhallinnasta kerättiin sijoittamisen ammattilaisilta teemahaastatteluilla. Haastatteluiden kysymykset olivat avoimia, mikä vaatii vastaajalta laajempaa vastausta, kuin kyllä tai ei. Haastattelut toteutettiin puhelimitse.

Teemahaastattelu on lomake- ja avoimen haastattelun välimuoto, joka sopi tutkimukseen hyvin. Teemahaastattelua käytetään useissa laadullisissa tutkimuksissa, koska se vastaa hyvin kvalitatiivisen tutkimuksen lähtökohtia. Teemahaastattelun tunnusmerkkinä on tiettyyn aiheeseen sidotut avoimet kysymykset, jotka eivät johdattele vastaajaa sekä vaativat tältä hieman pidemmän ja perustellun vastauksen kysymyksiin. (Hirsijärvi ym. 2007, 203.)

Suurena haasteena aineiston keräämisessä oli se, että kyselyä ei voitu toteuttaa suuremman massan kyselyinä. Tämä johtui siitä, että tahot, joita lähestyttiin kyselyllä, eivät voineet luovuttaa asiakastietoja eikä lähettää heille ulkopuolisia kyselyitä asiakaspalvelullisista syistä. Tällä menetelmällä oltaisiin saatu tietoa suoraan yksityisiltä tahoilta joille tutkimus on lähtökohtaisesti tarkoitettu.

2.2 Aineiston analysointi

Tutkimusaineiston tutkintaan on monia eri tapoja. Analyysitavat voidaan jakaa karkeasti kahteen eri ryhmään, selittämiseen ja ymmärtämiseen pyrkiviin analyysihin. Tässä tutkimuksessa käytettiin ymmärtämiseen pyrkivää analyysiä. Laadullisessa tutkimuksessa käytetään tavallisesti laadullista analyysiä, jonka pohjalta voidaan tehdä johtopäätöksiä. Koska tutkimus pyrkii aiheen kokonaisvaltaiseen ymmärtämiseen, valittiin analyysitavaksi

sellainen, joka tuo parhaan vastauksen tutkittavaan ongelmaan. (Airaksinen & Vilkkä 2003, 219.)

Kvalitatiivisessa tutkimuksessa aineiston analysoinnin aloittamiseksi koetaan usein tarpeelliseksi aineiston litterointi ja puhtaaksikirjoittaminen. Näin tehtiin myös tässä tutkimuksessa. Tehdyt puhelinhaastattelut kirjoitettiin puhtaaksi sana sanalta. (Airaksinen & Vilkkä 2003, 217)

3 Sijoituskohteena listaamaton osakeyhtiö

Tässä luvussa tarkastellaan listaamatonta yhtiötä sijoituskohteena. Luvussa keskitytään arvioimaan ja selventämään listaamattoman yhtiön yleistä potentiaalia sijoituskohteeksi. Sijoituskohteen valintaan vaikuttaa suuresti se, minkälaista tietoa kohteesta on saatavilla. Listaamattomilla yhtiöillä ei ole samanlaista laissa määrättyä tiedonantovelvollisuutta kuin pörssiyrityksillä. Tiedonantovelvollisuutta, tiedon saantia ja sen käsittelyä tarkastellaan omassa luvussa 3.2.

Suomen osakeyhtiölain (OYL) 1. luvun 5§:ssä (2006) on määritelty osakeyhtiön toiminnan tarkoitus. Osakeyhtiön toiminta perustuu laissa määriteltyyn tarkoitukseen tuottaa voittoa osakkailleen eli osakkeenomistajilleen, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei ole muuten määrätty.

Sijoituskohteena osakeyhtiö on lain määrittelyn mukaan kannattava. Se ei kuitenkaan riitä sijoituskohteen valinnan tekemiseen. Osakkaan, eli sijoittajan on tärkeä saada sijoituskohteestaan tietoa, jonka pohjalta voidaan luotettavasti tehdä valinta sijoituskohteesta. Listaamattomalla yhtiöllä ei kuitenkaan ole samanlaista tiedonantovelvollisuutta kuin pörssiyrityksillä, kuten aiemmin mainittiin, joten tiedon itsenäinen hankinta on hyvin keskeisessä roolissa. (Lindström & Lindström 2011, 65-66.)

Seuraavissa luvuissa tutustutaan siihen, kuinka sijoittaja hyödyntää pienetkin tiedonmurut hyväkseen. Tietoa sijoittaja voi etsiä yhtiön vuosikatsauksesta sekä tilinpäätöksestä. Riskinhallinnan kannalta sijoittajan on tiedettävä, mitä tietoa ollaan hakemassa. (Lindström & Lindström 2011, 66-67.)

Osakeyhtiö on itsenäinen oikeushenkilö ja oikeustoimikelpoinen. Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeenomistaja ei ole vastuussa osakeyhtiön sitoumuksista ja toimista. Osakkeenomistajat omistavat yhtiön, eivät yhtiön varoja ja velkoja. Eli mikäli yhtiö ei pysty selviytymään veloistaan, ei osakkeenomistaja ole siitä vastuussa, muuten kuin sijoittamallaan pääomalla.

Mikäli yhtiö antaa huonon tulosvaroituksen, voi sijoittaja joutua miettimään, tekeekö hän lisäsijoituksia yhtiöön vai kotiuttaako hän sijoitetut varansa. (Minilex 2015a.)

Listaamattomat yhtiöt tarjoavat sijoittajalle monia mahdollisuuksia. Suurimpana mahdollisuutena voidaan pitää tuotto-odotusta, joka on lähes poikkeuksetta huomattavasti suurempi kuin pörssiyrityksissä. Suuri tuotto-odotus on aina sidottu korkeampaan riskitasoon. Tämä johtuu enimmäkseen siitä, että listaamattomat yhtiöt ovat suurelta osin kasvuyrityksiä ja niiden tulevaisuuden kasvunäkymät mahdollistavat suuremman tuotto-odotuksen sekä riskitason kuin jo globaaleilla markkinoilla toimivat pörssiyritykset. (SalkunRakentaja 2013.)

Tuotto-odotuksen lisäksi listaamaton yhtiö tarjoaa sijoittajalle muun muassa vero- ja hajautushyötyjä ja niitä käsitellään tarkemmin tuonnempana. Listaamattomat yhtiöt ovat viimeisen kymmenen vuoden aikana saaneet kasvavaa kiinnostusta sijoittajien keskuudessa. Kuitenkin viimeisen 1-2 vuoden aikana suosion kasvu on ollut voimakkainta. (PRH 2015.)

Tälle pörssin ulkopuoleiselle osakemarkkinalle on tullut koko ajan kasvavassa määrin sijoittajia. Tämä on taas osaltaan johtanut pörssin ulkopuolisten arvopaperivälittäjien syntymisestä, näihin välittäjiin tutustutaan tuonnempana tarkemmin. Listaamattomien yritysten joukkorahoituksen jälkkimarkkinat ovat kasvaneet siitäkkin syystä, että kasvuyritysten pankkirahoitus on ollut hyvin rajallista johtuen globaaleista talousjännitteistä. Listaamattomien yhtiöiden joukkorahoituspalveluista mainittakoot kuitenkin tuore suomalainen yritys, Invesdor, joka osaltaan vaikutti opinnäytetyön aiheen valintaan. (SalkunRakentaja 2013.)

Listaamattomien yhtiöiden jaossa olevien osakkaiden tarkkaa lukumäärä on vaikea arvioida, mutta Suomessa vuonna 2015 on rekisteröityjä osakeyhtiöitä 256 390 kappaletta. Jokaisessa osakeyhtiössä on osakkaita. Osakeyhtiöiden lukumäärä on kasvanut viimeisen kolmen vuoden aikana 24 123 yhtiöllä. Tämä tarkoittaa väistämättä sitä, että sijoittajien saataville tuotavien osakkeiden lukumäärä sekä jälkkimarkkinat kasvavat. (PRH 2015.)

3.1 Osakkaan oikeudet ja velvollisuudet

Sijoittajan ostama tai saama osake tuo mukanaan oikeuksia ja velvollisuuksia omistajalleen. Näitä oikeuksia ja velvollisuuksia käsitellään tässä luvussa tarkemmin. Pääsääntöisesti kaikkia osakeyhtiöiden osakkeenomistajia koskee samat säädökset oikeuksista ja velvollisuuksista. (Elomaa 2013, 15.)

Osakkeenomistajan oikeuksia ja velvollisuuksia voidaan kuitenkin muuttaa yhtiöjärjestystä muuttamalla. Osakeyhtiö toimii enemmistöperiaatteella ja se tarkoittaa käytännössä sitä,

että osakkeenomistajat voivat enemmistön kannatuksella äänestää yhtiökokouksissa päätettävistä asioista ja niihin kohdistuvista toimenpiteistä. (Elomaa 2013, 16.)

Osakkaan velvollisuudet estävät osakasta toimimasta pelkästään omien intressien mukaisesti. Puhutaan lojaliteettivelvollisuudesta, joka velvoittaa osakkeenomistajaa toimimaan yhdenvertaisesti ja lojaalisti muita osakkeenomistajia sekä kohdeyritystä kohtaan. Lojaliteettivelvollisuus ei ole kuitenkaan mainittu osakeyhtiölaissa. Lojaliteettivelvollisuudella pyritään siihen, että osakkeenomistajat yhdessä yhtiön johdon kanssa toimivat yhtiön edunmukaisesti ja ylläpitävät tuloksellista liiketoimintaa. (Elomaa 2013, 16-17.)

Osakeyhtiö lakiin on kirjattu osakkaan oikeus osinkoon ja osake optioihin.

Osakkeenomistajalla on siis oikeus rahalliseen suoritukseen osakeyhtiön varoja jaettaessa, eli osakkaalle maksettavaan osinkoon. Lisäksi osakeyhtiölakiin on kirjattu osakkaalle etuoikeus merkitä yhtiön osakkeita osakeannissa. Etuoikeutettu merkintäoikeus perustuu osakkaan omistussuhteeseen ja etuoikeus määräytyy sen mukaan. (Elomaa 2013, 17.)

Edellämainittujen oikeuksien lisäksi osakkaalla on hallinnollisia oikeuksia. Tällaisia oikeuksia ovat oikeus osallistua yhtiökokoukseen sekä oikeus saada asia yhtiökokouksessa käsiteltäväksi. Osakkaan oikeuksia voidaan kuitenkin muuttaa enemmistöperiaatteen mukaisesti muuttamalla yhtiöjärjestyksen määräyksiä. (Immonen & Nuolimaa 2007, 57.)

3.2 Tiedonsaantioikeus

Sijoittajan riskinhallinnan kannalta tiedonsaanti on hyvin merkittävä ja keskeinen asia.

Listamattomien yhtiöiden tiedonantovelvollisuus erii pörssiyhtiöistä suuresti, jotka ovat velvollisia raportoimaan lähes kaikki päätökset ja muutokset, jotka koskevat organisaatiota tai sen toimintaa. Näin ollen riskinhallinta on haastavampaa. (Immonen & Nuolimaa 2007, 69.)

Listamattoman yhtiön osakkeenomistajan laissa määrätty tiedonsaantioikeus perustuu pääasiassa yhtiökokouksiin, omatoimisiin tiedusteluihin sekä tilinpäätöksestä ilmenevään tietoon. Osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajalla yhtiökokouksen ulkopuolella on hyvin vähäinen oikeus yhtiöön liittyvään tietoon. Yhtiökokouksen ulkopuolella osakkaalla on oikeus yhtiökokouspöytäkirjoihin, tilinpäätöksiin, kaupparekisteritietoihin sekä osake- ja osakasluetteloihin. (Jakobsson 2008, 8.)

Vähäistä tiedonsaantioikeutta tasapainottaa osakkaan oikeus esittää kysymyksiä yhtiökokouksessa. Lisäksi vähäinen tiedonsaantioikeus korostaa saadun tiedon tehokasta hyödyntämistä ja sijoittajan aikesemmin kerrytettyä liiketoiminnan ja -elämän ymmärrystä.

Esimerkiksi tilinpäätöksestä laskettavat tunnusluvut antavat kattavasti tietoa yrityksen toiminnasta ja sen kehittymisestä. Lisäksi tunnusluvut viestivät yrityksen johdon pätevydestä. Tunnuslukuja tarkastellaan tilinpäätökseen liittyvässä luvussa 3.2.2. (Kitti 2012, 21.)

Yhtiökokous on laaja tietopaketti yrityksen toiminnasta, joka antaa vahvan pohjan tehdä omakohtisia päätöksiä liittyen sijoituksiin. Yhtiökokouksissa käydään perinteisesti läpi tilinpäätös, voittovarojen käyttö sekä hallituksen jäsenten ja tilintarkastajien valinta. Sijoittajalle suurin syy osallistua yhtiökokoukseen on toimitusjohtajan katsaus, joka yleensä on hyvin antoisa monessa suhteessa. Lisäksi yhtiökokouksien epävirallisessa osuudessa sijoittajalla on mahdollista saada laaja-alaista informaatiota keskustelemalla yhtiön päättäjien kanssa. (Lindström & Lindström 2011, 71-72.)

Lisäksi osakkaan on hyvä muistaa, että listaamattomissa yhtiöissä sijoittajia on paljon vähemmän kuin suurissa pörssilistatuissa yhtiöissä. Näin ollen osakas voi pyytää yrityksestä tietoa suoraan esimerkiksi puhelimitse. Osakas voi puhelintiedusteluiden lisäksi pyytää yritystä järjestämään yritysvierailun, jolloin osakas pääsee konkreettisesti itse toteamaan yrityksen sen hetkisen tilanteen. Vierailun yhteydessä osakas pääsee tiedustelemaan kasvotusten yrityksessä toimivilta henkilöiltä yrityksen sen hetken tilannetta. Puhelimitse tiedustelu tai yritysvierailu voi olla osakkaalle paljon antavampi kuin yhtiökokous, vuosikertomus tai tilinpäätös. (Rahko 2015.)

3.2.1 Vuosikertomus

Sijoituskohdetta valittaessa ja arvioitaessa sitä, onko sijoituskohde sellainen, johon sijoittaja tahtoo varallisuuttaan sitoa siinä toivossa, että sille saadaan tuottoa, antaa yhtiön vuosikertomus hyvän kuvan. Vuosikertomus sisältää yhtiön toimintakatsauksen sekä tilinpäätöksen. Tilinpäätös käsitellään omassa luvussaan 3.2.2 tarkemmin. (Lindström & Lindström 2011, 67.)

Yksityiset, eli listaamattomat yhtiöt, toimittavat tilinpäätöksen ja vuosikertomuksen kaupparekisteriin, josta sijoittaja voi yrityksen tietoja tarkastella. Edellä mainittu pätee vain silloin, kun yritys ei omatoimisesti julkaise tietojaan sijoittajia varten. (PRH 2015.)

Tämän lisäksi osakeyhtiölaissa on säädetty erilliset määräykset koskien listaamattoman osakeyhtiön ja julkisen osakeyhtiön toimintakertomuksen sisältöä. Toimintakertomus tarkoittaa tässä samaa kuin vuosikertomus. Yksityiseltä osakeyhtiöltä ei vaadita niin laaja-alaista vuosikertomusta kuin julkiselta osakeyhtiöltä, sillä yhtiön liikkeelle laskemat osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. (OYL 2006.)

Kuitenkin hyvin moni yksityinen osakeyhtiö, jolla on osakkeenomistajia ja joiden osakkeet ovat jossain määrin kaupankäynnin kohteena, tarjoavat vuosikertomusta sijoittajille. Tänä päivänä vuosikertomukset löytää usein yhtiöiden verkkosivuilta. Lisäksi esimerkiksi Invesdorissa liikkeellelaskijaa veloitetaan säännöissä antamaan riittävä kuva yrityksen toiminnasta sijoittajalle. Ilman tätä ei yritys voi hakea joukkorahoitusta Invesdorista. (Invesdor 2015.)

Vuosikertomukset sisältävät yleensä tietoa yrityksen kehityksen suunnasta, tavoitteista sekä toiminnan strategiasta. Kaikkein antoisin osuus vuosikertomuksesta on kuitenkin toimitusjohtajan katsaus, jossa toimitusjohtaja voi hyvinkin vapaasti esittää omia näkemyksiään liittyen yhtiöön ja sen toimintaan. (Lindström & Lindström 2011, 67)

3.2.2 Tilinpäätös

Sijoittajalle tärkein informaatio sijoituskohteen kannattavuudesta ja tuotto-odotuksesta on saatavilla yhtiön tilinpäätöksestä. Tieto sijoituskohteesta on numeerista ja on tärkeää, että sitä tulkitaan oikein ja kriittisesti. Tilinpäätöksestä ensimmäisenä osuu sijoittajan silmään liikevaihto, liikevoitto ja liiketoiminnan tulos. (Lindström & Lindström 2011, 66-67.)

Listaamattomiin yhtiöihin sijoittavalla ei välttämättä ole pörssisijoittajien tapaan kattavaa vuosikertomusta ja liitetietoja tilinpäätöksen tukena. Tällöin tilinpäätöksen oikea tulkinta korostuu. Listaamattomiin yhtiöihin sijoittavalle tärkeimmät tunnusluvut ovat kannattavuutta mittaavia sekä rahoitusrakennetta tarkastelevat tunnusluvut. (Lindström & Lindström 2011, 68-69.)

Kannattavuutta mittaava liikevoittoprosentti antaa sijoittajalle mahdollisuuden vertailla samanalan yritysten kannattavuutta keskenään. Liiketulos tai liikevoitto on virallisen tuloslaskelman ensimmäinen välitulos. Liikevaihtoon lisätään liiketoiminnan muut tuotot, jonka jälkeen siitä vähennetään yrityksen toiminnasta aiheutuvat kulut sekä poistot ja arvonalentumiset. Liikevoittoprosentti saadaan vertaamalla liikevoiton osuutta liikevaihdosta yksinkertaisella jakolaskulla: $\text{liikevoitto/liikevaihto} \cdot 100$. (Kirves 2015, 5-6.)

Liikevoittoprosenttia voidaan vertailla samanalan yritysten välillä. Liikevoittoprosentissa ei ole huomioitu yritysten rahoituskuluja, joten se asettaa velallisen ja velattoman yhtiön samanvertaiseen vertailuasemaan. Tunnuksen tulkinta perustuu vahvasti vertailuun, joten sille ei ole omaa vakioarvoasteikkoa. Tunnuksen luku mittaa varsinaisen liiketoiminnan tehokkuutta, joten jos liikevoitto on negatiivinen, on se viesti yrityksen operatiivisen toiminnan hankaluuksista. (BalanceConsulting 2015.)

Oman pääoman tuotto prosentti on yksi eniten käytetyistä sijoittajien tunnusluvuista. Sen avulla saadaan selville, kuinka paljon omalle pääomalle on kertynyt voittoa tilikauden aikana. Kyseessä oleva oma pääoma tarkoittaa yhtiön omistajien alkuperäisiä sijoituksia yhtiöön sekä omistajien yritykseen jättämiä voittoja. Oman pääoman tuotto prosentti saadaan, kun lasketaan nettotuloksen prosentuaalinen osuus oikaistusta omasta pääomasta: $\text{nettotulos/oikaistu oma pääoma} \cdot 100$. (Kirves 2015, 6.)

Oman pääoman tuotto prosentille on olemassa ohjeellinen arvoasteikko, jonka pohjalta voidaan tehdä tulkintoja, hyvä 15-20 %, tyydyttävä 10-15 % ja välttävä 5-10 %. Lisäksi oman pääoman tuotto prosenttien tulisi aina olla korkeampi kuin markkinoilta saatavien riskittömien ja matalariskisten tuotto. Edellä mainittu on siksi, koska kyseessä on kuitenkin kysymys sijoituksesta riskialttiiseen liiketoimintaan. (BalanceConsulting 2015.)

Gearing eli nettovelkaantumisaste prosentti on tunnuslukuna helppo tulkita ja laskea. Se on myös hyvin tulkinnanvarainen. Nettovelkaantumisaste kertoo yrityksen velkojen suhteen omiin varoihin. Mitä suurempi nettovelkaantumisaste yrityksellä on, sitä enemmän sillä on velkaa. Velkaa voi tosin olla monesta syystä, joten tulkinta on syytä tehdä tarkasti. Velkaantuneisuus on yritykselle riskitekijä, sillä korkea velkaantuneisuus rajoittaa yrityksen mahdollisuuksia saada rahoitusta liiketoiminnan kasvattamista varten. (Kirves 2015, 9.)

Nettovelkaantumisaste-% on vertailukelpoinen myös eri alalla toimivien yritysten välillä. Tunnusluvun tulkinta on helppoa, mitä pienempi prosentti, sitä vähemmän velkaa. Matala velkaantuneisuus ei kuitenkaan tarkoita yrityksen korkeaa kannattavuutta. Matala velkaantuneisuus saattaa johtua joissain tapauksissa myös siitä, että rahoittaja, esimerkiksi pankki, on arvioinut yrityksen takaisinmaksukyvyyn heikoksi, jolloin lisärahoitus on evätty. (BalanceConsulting 2015.)

4 Yhtiön osake

Edellä tarkastelimme osakkeenomistajan, eli osakkaan oikeuksia ja velvollisuuksia osakeyhtiössä. Tässä luvussa keskitytään nimenomaan osakkeeseen sijoitusinstrumenttina. Osakkeilla on kahdet markkinat, ensi- ja jälkimarkkinat. Etenkin jälkimarkkinat vaikuttavat osakkeen likviditeettiin, eli siihen, kuinka helposti osake on muutettavissa rahaksi jos tarve niin vaatii. Osakkeen likvidisyys on sijoittajalle merkittävä asia riskinhallinnan kannalta. (Lindström & Lindström 2011, 60.)

Osakkeen likviditeetin kanssa tarkastellaan samalla osakkeen volatilitteettia, eli osakkeen arvonvaihtelua. Pörssiosakkeiden volatilitteetin voitaisiin olettaa olevan suurempaa kuin listaamattomien yhtiöiden osakkeiden, sillä kaupankävijöitä on vähemmän listaamattomien yhtiöiden osakkeiden jälkimarkkinoilla. Näin ei kuitenkaan aina ole. (Lindström & Lindström 2011, 53-54.)

Osakkeen ominaisuuksista käsitellään sen verotusta. Useita yksityisiä piensijoittajia kannustaa listaamattoman yhtiön osakkeen verotukselliset hyödyt. Verotusta käsitellään omana aihepiirinään luvussa 4.3. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2007, 23)

4.1 Osakkeen likviditeetti ja volatilitteetti

Pörssissä osakkeiden likviditeetti on huomattavasti korkeampi kuin listaamattomien yhtiöiden osakkeiden, joita ei ole listattu pörssiin. Likviditeetti tarkoittaa sitä, kuinka helposti jokin on muutettavissa rahaksi. Sijoittajan on tärkeä voida muuttaa sijoituksensa rahaksi kun tarve näin vaatii. Osakkeilla käydään kauppaa jälkimarkkinoilla, jossa myyjä ja ostaja saatetaan yhteen. (Minilex 2015b.)

Esimerkiksi eri likviditeetin omaavista omaisuuslajeista: pörssiosakkeet ovat korkea likvidisiä ja matala likvidinen sijoitus voisi olla omistusasunto, jonka myyntiin menee suhteessa pörssiosakkeisiin kauan. (Taloussanomat 2015.)

Ensimmäiset käsittävät arvopaperikaupan myyjäyrytyksen ja ostajan, ihmisen tai insituution. Eli kun yritys laskee liikkeelle omia osakkeitaan, kutsutaan sitä ensimmäiseksi. Ensimmäisillä liikkeellelaskijayritys pyrkii saamaan toiminnalleen rahoitusta. Jälkimarkkinat tarkoittaa jo liikkellelasketuilla arvopapereilla kaupankäyntiä, kuten pörssi. Jälkimarkkinoilla osakkeenomistajat käyvät keskenään kauppaa. (Minilex 2015b.)

Jälkimarkkinoilla on näin ollen suuri merkitys listaamattoman yhtiön osakkeiden likviditeetin suhteen. Listaamattomien yhtiöiden jälkimarkkinat ovat huomattavasti pienemmät kuin listattujen osakkeiden. Suomeen ensimmäiset joukkorahoituksen jälkimarkkinat on luotu vuonna 2014. Privanetin verkkosivusto on Suomessa johtava listaamattomien osakkeiden jälkimarkkinapaikka. (Privanet 2015.)

Volatilitteetilla tarkoitetaan osakkeen arvonmuutosta. Osakkeiden arvo muuttuu sijoittajien arvostuksen mukaan ja sitä kutsutaan volatilitteetiksi. Näissä osakkeissa volatilitteettiä on vaikea arvioida, sillä osakkeiden osto- ja myyntilaidat saattavat erota suuresti. Osto- ja myyntilaidan eroa kutsutaan spreadiksi, joka saattaa aiheuttaa sen, että sijoittaja joutuu

luopumaan sijoituksistaan edullisemmin kuin oli tarkoitus jos tilanne on pakottava. (Kitti 2012, 25-26.)

Edellä on tarkasteltu listaamattomien osakkeiden markkinakäyttäytymistä. Luvussa 5 tarkastellaan listaamattomien yhtiöiden osakkeiden kauppapaikkoja, kuten Privanet ja Invesdor.

4.2 Sijoitusaika

Listaaamattomien yhtiöiden osakkeita on pienten jälkimarkkinoiden takia vaikea myydä ja sijoittaja saattaa joutua joustamaan hinnassa huomattavasti. Listaamattomat osakkeet eivät siis sovellu lyhytaikaiseksi sijoituskohteeksi. Listaamattomat yhtiöt ovat usein kasvuyrityksiä ja niiltä odotetaan tuottoa vasta vuosien päästä. Kasvuyritykset ohjaavat jakokelpoiset varat osinkojen sijaan yrityksen kasvua edistäviin investointeihin, joten osingot ovat epäsäännöllisiä ja harvinaisia alkuvaiheessa. (Privanet 2013, 5.)

Liikkeeseen laskettujen arvopapereiden määrä on usein pieni ja näistä sijoituskohteista kiinnostuneiden joukko on vähäinen. Likviditeetiltään pörssissä noteerattuja arvopapereita heikompi listaamattoman yhtiön arvopaperi on näin ollen huomattavasti vaikeampi muuttaa rahaksi. Privanet kehottaakin tiedotteessaan sijoittajaa harkitsemaan tarkkaan, kuinka paljon sijoittaja on valmis sijoittamaan korkean riskin kohteeseen. (Privanet 2013, 5-6.)

4.3 Osakkeen verotus

Listaaamattoman yhtiön osakkeesta saatua tuottoa verotetaan hieman kevyemmin kuin pörssiyhtiöiden osakkeesta saatua tuottoa. Nämä verotukselliset edut houkuttelevat sijoittajia kyseisille markkinoille. Verotuksen lisäksi listaamattomiin yhtiöihin sijoittaminen tarjoaa sijoittajalle hajautushyötyä. (Talouselämä 2011.)

Osake oikeuttaa sijoittajan osinkoon. Osinkoa verotetaan kevyemmin kuin pörssiyhtiöstä saatua osinkoa. Osinko on jopa osin verovapaata. Verotuksessa keskitytään osinkojen ja myyntivoittojen ja -tappioiden verotukseen. (Fasóúlas, Manninen & Niiranen 2012, 84.)

4.3.1 Osinkojen verotus

Sijoittajalla on mahdollista vaikuttaa saatujen osinkojen verotukseen. Listaamattoman yhtiön maksama osinko voidaan verottaa ansiotulona tai pääomatulona. Edellä mainitun lisäksi osa osingoista on verotonta. Listaamattoman yhtiön maksaman osingon verotukseen vaikuttaa

osakkeen matemaattinen arvo, joka määrittelee, kuinka sitä verotetaan ja kuinka suuri osa siitä on verovapaata. (Verohallinto 2015b.)

Listaaamattoman yhtiön maksamasta osingosta 75 % on verotonta, mikäli saatu osinko on alle kahdeksan prosenttia osakkeen matemaattisesta arvosta. Matemaattinen arvo lasketaan yhtiön varojen ja velkojen erotuksena, joka jaetaan osakkeiden määrällä, eli varat-velat/osakkeiden lukumäärä. Osinko on verotonta 150 000 € asti, mikäli se on vähemmän kuin kahdeksan prosenttia osakkeen matemaattisesta arvosta. 150 000 € ylimenevästä osasta 85% on pääomatulona verotettavaa tuloa ja 15 % verotonta. (Verohallinto 2015b.)

Mikäli listaamattoman yhtiön maksama osinko ylittää kahdeksan prosenttia osakkeen matemaattisesta arvosta verotetaan ylimenevästä osuudesta 75% ansiotulona ja 25% on verotonta. Sijoittajan tulee olla tarkka verotuksen suhteen, sillä joissain määrin on mahdollista vaikuttaa sijoitusten verotukseen, etenkin listaamattomissa yhtiöissä. (Verohallinto 2015b.)

4.3.2 Myyntivoittojen ja -tappioiden verotus

Osakekaupoista saadut myyntivoitot tai -tappiot on ilmoitettava veroilmoituksella verohallinnolle. Siinäkin tapauksessa, että ne olisivat verovapaita. Yksityisen sijoittajan osakemyynnit ja niitä koskevat verotukseen liittyvät tiedot menevät arvopaperivälittäjältä verohallinnolle. Tiedot tulee kuitenkin tarkistaa ja korjata mahdolliset virheet. (Verohallinto 2015a.)

Myyntivoitto on pääsääntöisesti aina veronalaista tuloa ja se verotetaan pääomatulona. Myyntivoittoa tai -tappiota laskettaessa ostohinta ja myyntihinta huomioidaan nimellisestä määrästä. Eli rahan reaaliarvon muutokset eivät vaikuta edellämainittuun. Mikäli kauppa on tehty vieraassa valuutassa, käytetään ostohintaa määrittäessä laskentahetken valuuttakurssia. Verotuksessa vähennettäviä kuluja ovat voiton hankkimisesta aiheutuneet myyntikulut, eli kyseessä on tulonhankkimisvähennys. (Verohallinto 2015a.)

Myyntitappio muodostuu ostohinnan ja myyntihinnan erotuksena. Osakkeesta ei saa tehdä vähennyksiä vaikka sen arvo alenisi. Vähennyksiä voidaan tehdä mikäli syntyy luovutustappiota. Myyntitappiosta saadaan siis tehdä tappiovähennys, joka lasketaan jakamalla myyntihinta vastikkeelliseen ja vastikkeettomaan osaan. Myyntitappiosta vähennetään vastikkeelliseen osaan kohdistunut omaisuuden hankintameno. (Verohallinto 2015a.)

5 Jälkimarkkinat

Suomessa listaamattomien yhtiöiden osakkeenomistajien oli pitkään vaikea myydä osakkeitaan. Markkinapaikat listaamattomille yhtiöille oli vähäiset, tai niitä ei ollut. Epälikvidi listaamattoman yhtiön osake ei houkuttellut sijoittajia. Invesdor ja Privanet-pankkiiriliike perustivat vuonna 2014 maailman ensimmäinen joukkorahoituksen jälkimarkkinat. (Invesdor 2014.)

Invesdor on suomalainen joukkorahoituspalvelu, josta yritykset voivat hakea rahoitusta yrityksen toimintaan joukkorahoituksen muodossa. Privanet on pankkiiriliike ja se tunnetaan listaamattomien yhtiöiden markkinapaikkana. Suomalainen Privanet-pankkiiriliike on erikoistunut listaamattomien arvopaperien välittämiseen ja niiden analysointiin. Molempiin yhtiöihin tutustutaan tarkasti tuonnempana. (Westerlund 2015, 20.)

Kauppapaikan puuttuminen on tehnyt näiden osakkeiden myymisestä hankalaa. Epälikvidi osake on nostanut kynnystä listaamattomiin yhtiöihin sijoittamisesta. Lisäksi finanssikriisin aiheuttamat vaikeudet ovat hankaloittaneet kasvuyritysten rahoitusmahdollisuuksia. Kasvuyritysten pääasiallisena rahoittajina ovat toimineet pankit. Finanssikriisin seurauksena pankkien resurssit ovat olleet hyvin rajallisesti yritysten käytössä. (Invesdor 2014)

Sijoittajien välistä kauppaa voidaan käydä Privanetin markkinapaikalla. Tässä markkinapaikalla voivat suomalaiset ja ulkomaalaiset sijoittajat käydä turvallista kauppaa yritysten osakkeilla. Listaamattomien yhtiöiden joukkorahoitus sekä joukkorahoituksen jälkimarkkinat kasvattavat suomalaisten yritysten globaalia potentiaalia, sillä ulkomaalaisten suurien pääomasijoittajien on helpompi käydä kauppaa osakkeilla, jotka on listattu Privanettiin. (Westerlund 2015, 20.)

5.1 Invesdor

Yrityksen liikeidea sai alkunsa, kun perustajajäsenet olivat hakemassa silloiselle startup-yritykselleen joukkorahoitusta. Pulma oli siinä, että listaamattomia osakkeita ei saatu laskettua liikkeelle. Ainoat liikkeellelaskijat sijaitsivat Hollannissa ja Englannissa, mutta nämäkään tahot eivät voineet auttaa. Ongelmana oli kansainvälisen joukkorahoituksen lainsäädäntö. Tästä syntyi idea Invesdorista, joka ratkaisisi startup-yritysten pulman, joukkorahoitus. (Invesdor 2014.)

Yhtiö on luokitellut itsensä suomalaiseksi finanssiteknologiayritykseksi, joka toimii Euroopan osake- ja velkakirjamarkkinoilla. Erityiseksi Invesdorin nostaa sen MiFID, eli Markets in Financial Instruments direktiivin tason toimilupa sijoituspalveluissa, sijoitusneuvonnassa,

toimeksiantojen vastaanotossa ja välittämisessä sekä arvopaperien liikkeellelaskussa. (Invesdor 2014.)

Invesdor perustettiin siis kehittämään listaamattomien yhtiöiden heikosti kehittyneitä arvopaperimarkkinoita. Listaamattomien yhtiöiden arvopaperimarkkinoilla liikkeellelaskut ja jälkimarkkinat ovat toimineet ongelmallisesti ja viivellä. Nykypäivän teknologia mahdollistaa joustavan kaupankäynnin listaamattomilla arvopapereilla. Invesdorin ideana on tuoda osake- ja velka-annit verkkoon, jossa ne ovat helposti kaikkien tavoitettavissa. (Invesdor 2014.)

Invesdorin teknologia tarjoaa yrityksille joustavan tavan hakea rahoitusta. Perinteinen pankkirahoituksen hakeminen on Invesdorin joukkorahoitukseen verrattuna hyvin jäykkää ja työlästä. Invesdorin verkkoalustan avulla rahoitusta hakeva yritys voi itse markkinoida itseään sijoittajille. Verkkoalusta mahdollistaa kansainvälisen tavoitettavuuden rahoittajien ja rahoituksen hakijan välillä. Rahoitusta hakeva yritys hallinnoi ja päättää itse, millainen yrityksen ulosanti on. Lisäksi yritys voi määritellä itse kriteerit, kuka voi sijoittaa yritykseen. (Invesdor 2014.)

Sijoittajan näkökulmasta Invesdor tarjoaa paljon. Helppokäyttöinen verkkoalusta mahdollistaa sijoituskohteiden selailun. Sijoituskohteista on vaihtelevasti tietoa ja se on hyvin markkinointihenkistä. Invesdorin sivustolta saa kuitenkin perustietoa sijoituskohteesta ja lisää voi helposti etsiä yrityksen kotisivuilta, johon usein on linkki Invesdorin joukkorahoituspalvelussa. Invesdor tarjoaa nykyaikaisemman mahdollisuuden tarkastella sijoituskohteita. Nykyaikaisemmalla tarkoitetaan sitä, että sijoittajan ei tarvitse välttämättä kiertää messuilla, neuvonantajan tai sijoitusneuvojan tapaamisissa. (Invesdor 2014.)

5.2 Kaupankäynti

Invesdorin kautta voi kuka tai mikä tahansa täysivaltainen henkilö tai yhteisö tehdä sijoituksia. Sijoittaminen Invesdorin kautta ei vaadi suuria alkupääomia, vaan osakekauppaan mukaan pääsee varsin kohtuullisilla summilla. Hintahaarukka yritysten osakkeille on noin 30 €-200 € keskimäärin. Sijoittaminen valittuun kohteeseen onnistuu helposti verkon kautta. Sijoittaja valitsee Invesdorin kotisivuilta kohdeyrityksen johon tahtoo sijoittaa ja suorittaa sen jälkeen maksun verkkopankin kautta. Invesdor käyttää maksupalveluna Suomen Maksuturva Oy:tä. Suomen Maksuturva Oy veloittaa palvelusta yhden euron. (Invesdor 2015.)

Invesdor ei peri maksusta palvelu- tai hallinnointipalkkioita itselleen. Sijoittajalta peritään vain maksutapaan liittyviä maksuja, jotka kattavat maksuliikenteestä aiheutuneet kulut. Sijoittajien varoja käsittelevät Invesdor ja sen yhteistyökumppanit. Varoja säilytetään turvallisesti rahoituskierroksen päättymiseen saakka. Mikäli yrityksen asettama

rahoitustavoite ei täyty, palautetaan sijoitetut rahat sijoittajalle. Sijoittaja voi halutessaan maksaa sijoituksensa laskulla, mutta sen käsittelystä peritään kymmenen euroa. (Invesdor 2015.)

5.2.1 Arvopapereiden säilytys

Invesdorin kautta ostettujen arvopapereiden säilyttämiseen on kolme vaihtoehtoa. Säilytystapa riippuu kohdeyrityksen päätöksestä. Ensimmäisenä vaihtoehtona on osakasluettelo. Kohdeyritys on lain määrämällä tavalla velvollinen pitämään osakasluettelonsa ajan tasalla. Onnistuneen joukkorahoitusierroksen päättyessä Invesdor välittää päivitetyn osakasluettelon kohdeyritykselle, jolloin osakasluettelon ylläpitovastuu siirtyy kohdeyritykselle. (Invesdor 2015.)

Toinen vaihtoehto on verkossa toimiva sähköinen osakerekisterijärjestelmä Ownersportal. Tässä kohdeyritys ulkoistaa osakasluettelon ylläpitämisen Invesdorille. Yritykset voivat seurata Ownersportalista osakaspohjaansa sekä omistustietoja. Lisäksi yritys voi käyttää Ownersportalia yhtiökokouskutsujen lähettämiseen. Sijoittaja voi järjestelmän kautta seurata kaikkia omistustietojaan. (Invesdor 2015.)

Kolmas vaihtoehto on arvo-osuusjärjestelmä, jota käytetään pörssilistautumistapauksissa. Tällöin sijoittajalla täytyy olla arvo-osuustili omassa pankissaan. Sijoituksia tehdessään sijoittaja antaa arvo-osuustilin numeron Invesdorille, jolloin osakkeet välitetään listautumisannin jälkeen sijoittajan arvo-osuustilille. (Invesdor 2015.)

5.2.2 Invesdorin riskivaroitus

Listaamattomat yhtiöt ovat korkean riskin sijoituskohteita. Sijoittajan tulee olla tietoinen riskeistä, ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Invesdor on sivuillaan antanut riskivaroituksen, joka koostaa keskeisimmät riskitekijät liittyen listaamattomiin yhtiöihin. Listaamattomien yhtiöiden osakkeet ovat likviditeetiltään heikompia kuin pörssiosakkeet, joten niiden myyminen on vaikeampaa ja vie enemmän aikaa. Lisäksi kasvuvaiheessa olevat yritykset maksavat epäsäännöllistä osinkoa. Sijoittajalla on aina riski menettää sijoitettu pääoma, mikäli yritys ei pärjää markkinoilla ja ajautuu esimerkiksi konkurssiin. (Invesdor 2015.)

Invesdor kehottaa sijoittajaa sijoittamaan vain sen verran pääomaa, kuin sijoittaja on valmis menettämään. Listaamattomat yhtiöt eivät sovellu ainoaksi sijoituskohteeksi, vaan sijoitukset tulee allokoida, eli hajauttaa eri kohteisiin. (Invesdor 2015.)

Sijoittajan tulee perehtyä kohdeyritykseen ja sen toimintaan huolellisesti. Invesdorin verkkosivuilla on kohdeyritysten profiileissa luettavissa yrityskohtaiset riskit, jotka tulee ottaa huomioon sijoituspäätöstä tehtäessä. Invesdorin kautta joukkorahoitusta hakevat yritykset ovat suurimmalta osin varhaisen vaiheen kasvuyrityksiä ja kaikki yritykset eivät koskaan saavuta tavoitteitaan ja epäonnistuu. Eli sijoittaja saattaa menettää sijoitetun pääomansa kokonaan. (Invesdor 2015.)

5.3 Privanet

Vuonna 2000 perustettu suomalainen pankkiiriliike Privanet Oy on sijoituspalveluyhtiö, joka on erikoistunut listaamattomien yhtiöiden arvopapereiden välittämiseen. Lisäksi yhtiö keskittyy toiminnassaan tarjoamaan sijoituspalveluita, arvopapereiden välittämiseen sekä emissioiden järjestämiseen. (Niemeläinen & Oksanen 2014, 12.)

Yhtiö toimii muun toiminnan ohessa Nasdaq OMX First Northissa yritysten neuvonantajana korko- sekä osakepuolella. Neuvonantajana toimimiseen tarvitsee toimiluvan Certified Adviser. Yrityksen pääasiallinen toimiala on kuitenkin arvopapereiden välittämisessä. Privanet luo olosuhteet niin sanottuun win-win- tilanteeseen, jossa molemmat, sekä sijoittaja että yritys hyötyvät. (Privanet 2015.)

Sijoittajalle yritys tarjoaa hajautus- ja verohyötyjä osakkeiden myötä. Yritykselle tarjotaan mahdollisuutta nostaa vilkastuneen osakekaupan myötä osakkeen arvoa sekä laajentaa omistajapohjaan. Privanetin listaamattomat osakkeet ovat säilyttäneet arvonsa hyvin, globaaleista kriiseistä ja markkinoiden myllerryksestä huolimatta. Lisäksi Privanetin listaamattomat yhtiöt ovat tarjonneet sijoittajille varsin kohtuullista osinkotuottoa. (Privanet 2015.)

Privanet on Suomessa johtava listaamattomien osakkeiden markkinapaikka. Yhtiö on onnistunut kasvattamaan asemaansa yksityisten sijoittajien sekä instituutionaalisten sijoittajien joukossa. Privanetissa on mahdollista käydä kauppaa rekisteröitymättä palveluun. Sijoittaja voi tehdä kertaluontoisen toimeksiannon, jonka Privanet toteuttaa. Rekisteröitymistä ei vaadita alle 15 000 euron kertasijoituksilta. Kaupankäynti tapahtuu verkossa, samoin kuin Invesdorilla. (Privanet 2015.)

Privanetin listaamattomien yhtiöiden välityspalkkioiden lisäksi kauppahinnasta pidätetään varainsiirtovero. Vero on 1,6 %, jonka Privanet ja asiakas maksavat puoliksi, eli 0,8 % kumpikin osapuoli. Listaamattomien osakkeiden välityspalkkio on kaksi prosenttia kauppahinnasta, mutta kuitenkin vähintään 30 €. Verkkopalveluun rekisteröityminen ja käyttö sekä sijoittajan informaatio on ilmaista. (Privanet 2015.)

5.4 Noteeraukset

Privanetin verkkosivuilla on laaja valikoima noteerauksia. Noteeratut arvopaperit on luokiteltu eri listoille ja niitä on helppo tarkastella. Privanetin vaihdetuimmat-listalla on listan nimen mukaisesti kaikkein aktiivisimmin kaupankäynnin kohteena olleita osakkeita. Vaihdetuimmat-listalle listatuilla osakkeilla on lähes jokaisella useita osto- ja myyntitarjouksia. Privanetin verkkosivuilla on erikseen listattu Invesdorista rahoitusta hakeneita yrityksiä. Privanet kehottaakin sijoittajaa tutustumaan näihin yrityksiin erityisen tarkasti, sillä kyseessä on useimmiten alkuvaiheen startup-yrityksiä, jotka ovat keskimääräistä korkeamman riskin sijoituskohteita. (Privanet 2015.)

Joukkovelkakirja- ja pääomalainoista kiinnostuneille on tarjolla molempia velkainstrumentteja. Velkainstrumentit-listalla on muun muassa Jolla. Lainojen ehtoihin tulee sijoittajan kiinnittää huomiota. Nämä lainaehdot ovat saatavilla Privanetin meklarilta. Verkkosivuilla on listattu edellämainittujen lisäksi muita yhtiöitä. Näiden yhtiöiden kaupankäynnin aktiivisuus on satunnaisempaa. Yhtiöitä on kuitenkin tarjolla useita. Suurimmassa osassa muut noteeraukset- sekä muiden yhtiöiden osakkeet-listoilla on vain osto- tai myyntitarjous. Näiden listojen osakkeet ovat suurimmalta osin puhelinyhtiöitä. (Privanet 2015.)

Kuviosta 1 voidaan todeta tuottoindeksin selkeä nousutrendi viimeisen kahden vuoden aikana. Tuottoindeksissä on otettu huomioon Privanetissä noteerattujen yhtiöiden maksamat osingot. Vaikka tuottoindeksin volatiliiteetti on ajoittain ollut voimakasta on sijoittajan hyvä huomioida yhtiöiden maksamien osinkojen vaikutus. (Privanet 2015.)

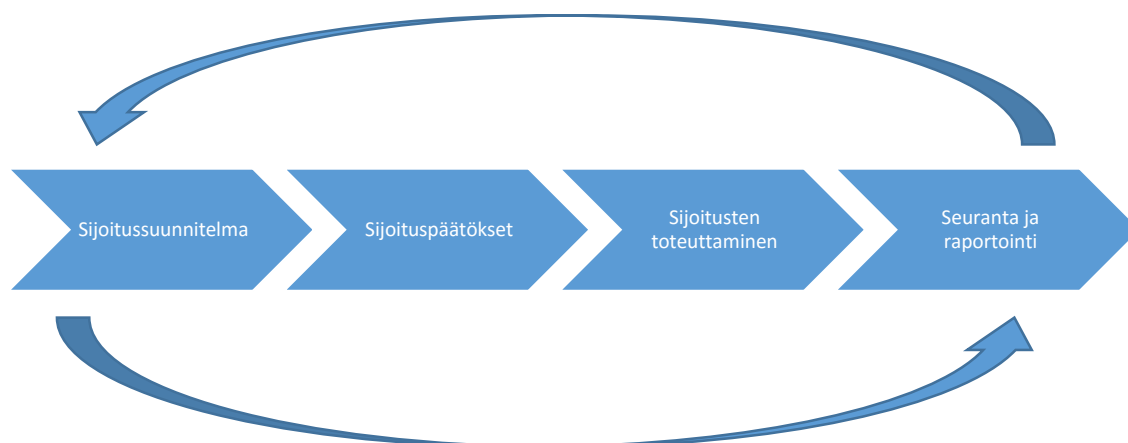


Kuvio 1. Privanet-päälistan osakeindeksin tuottoindeksi (Privanet 2015.)

6 Sijoitussuunnitelma

Sijoittajan on hyvä pohtia listaamattomien yhtiöiden roolia osana sijoitusstrategiaa ja osakesalkkua. Sijoitussuunnitelma tai -strategia on osa riskinhallintaa. Sijoitusstrategiaa laadittaessa sijoittaja määrittelee, millaisiin tuottoihin hän haluaa päästä käsiksi tietyssä ajassa. Tämä vaatii kartoituksen siitä, millainen on sijoittajan taloudellinen tila, eli kuinka paljon hänellä on sijoitettavaa sekä lisäksi sijoittajan on määriteltävä oma riskinsietokykynsä. (Lindström & Lindström 2011, 51.)

Sijoitussuunnitelman mukainen sijoitusprosessi vaatii seuranta. Osakkeiden arvot muuttuvat ja kurssit heiluvat. Kuviossa 2. on kuvattu sijoittamisprosessi. Prosessi alkaa suunnitelman laadinnasta ja etenee toteutuksen kautta seurantaan ja raportointiin. Tämän seurannan ja raportoinnin jälkeen tehdään muutoksia sijoitussuunnitelmaan, mikäli tarve niin vaatii ja muutosten jälkeen prosessi alkaa taas alusta. (Anderson & Tuhkanen 2004, 15.)



Kuvio 2. Sijoitusprosessi (Anderson & Tuhkanen 2004, 15.)

Mikäli sijoittaja ei ole valmis altistamaan varojaan riskille on hänen tuotto-odotus luonnollisesti huomattavasti pienempi. Sijoittajan on hyvä alokoida varansa turvallisiin, matalan riskin ja korkean riskin sijoituskohteisiin siten, ettei hän menetä yöuniaan tappion pelosta. Korkean riskin sijoituskohteisiin tulee sijoittaa vain sellaisia summia, jonka sijoittaja voi menettää ilman, että hän joutuu taloudelliseen ahdinkoon. (Lindström & Lindström 2011, 51-52.)

Sijoitusstrategiaa laadittaessa sijoittajan on siis tunnistettava oma riskinsietokykynsä. Listaamattomat yhtiöt ovat riskeiltään hyvin samankaltisia kuin pörssissä noteeratut pieniyhtiöt. Sanalla ”riski” tarkoitetaan sijoittamisen yhteydessä tappion ja voiton syntymisen mahdollisuutta. Sana ”riski” on syntynyt latinankielisestä sanasta ”risicum”, joka tarkoittaa mahdollisuutta, joten sitä ei pidä ymmärtää vain negatiivisessa merkityksessä. (Kallunki ym. 2007, 23.)

Listaamattomat yhtiöt ovat korkean riskin sijoituskohteita, eli mahdollisuudet tappioon sekä voittoon ovat suuremmat, kuin matalan riskin kohteissa kuten korkosijoituksissa.

Listaamattomilla yhtiöillä on hyvin usein enemmän kasvuvaraa markkinoilla, kuin suurilla pörssiyrityksillä, joka heijastuu osakkeen ja yrityksen tuotto-odotukseen. (Kallunki ym. 2007, 23-24.)

6.1 Riskit ja mahdollisuudet

Kun sijoittaja on selvittänyt sijoitusstrategiansa perusteet, eli riskinsietokykynsä ja taloudellisen tilanteensa, alkaa sijoittaja kartoittamaan keinoja, kuinka haluttuun lopputulokseen päästään. On suositeltavaa, että listaamattomat yhtiöt ovat osana hyvin hajautettua sijoitussalkkua. Hajautus, eli allokaatio pienentää tappion mahdollisuutta ja maksimoi tuoton mahdollisuudet. Hajautus on riskinhallinnan perusta. (Kallunki ym. 2007, 56.)

Sijoittajan on hyvä muistaa, että vaikka listaamattomat yhtiöt mahdollistavat suuretkin tuotot, on huomioitava sijoitusstrategiassa niiden heikompi likviditeettitaso. Tämä vaikuttaa vääjäämättä allokaatiopäätökseen. Listaamattomien yhtiöiden osakkeisiin tulee allokoida varallisuutta siten, että niissä ei ole kiinni sellaista omaisuutta, jonka sijoittaja saattaa joutua realisoimaan nopeasti tilannemuutosten yhteydessä. (Kallunki ym. 2007, 59)

6.2 Sijoitusten allokaatio

Harry Markowitzin kehittämä moderni portfolioteoria perustuu sijoitusten hajauttamiseen. Hajauttamisella tarkoitetaan sijoitusten jakamista useampaan kohteeseen. Hajauttaminen, eli allokaatio kuuluu sijoittajan riskinhallinnan perusvälineisiin. Hajauttamisella pyritään siis siihen, että jakamalla sijoitukset useaan kohteeseen, voidaan tappion riski minimoida ja tuoton mahdollisuus maksimoida. Hajautus johtaa siis siihen, että vaikka salkussa olevien osakkeiden arvot seilaavat ylös ja alas, niin hyvin hajautettu salkku tuottaa silti, koska sijoitusten tuotto ei korreloi keskenään. (Anderson & Tuhkanen 2004, 107.)

Allokoidessa sijoituksiaan sijoittajan on syytä huomioida sijoituskohteidensa väliset riippuvuussuhteet. Eli sijoittamalla useaan samanalan yritykseen hajautuksen hyödyt jäävät saavuttamatta. Osakesijoitukset tulee jakaa eri toimialan yrityksiin, eri maiden yrityksiin ja osakesijoitukset tulee tehdä ajallisesti eri aikoina. Suomessa listaamattomilla markkinoilla ei voida saavuttaa maantieteellistä hajautusta, mutta jo toimialojen välisellä hajautuksella saavutetaan hyvin suuri osa hajautuksen hyödyistä. (Saario 2005, 93-94.)

6.3 Strategiassa huomioitavaa

Listaamattomia yhtiöitä voidaan suhteellisesti verrata pörssin pieniyhtiöihin. Etenkin siinä merkityksessä, että sijoitusstrategiaa laadittaessa on sijoittajan hyvä tutustua kasvusijoittamisen periaatteisiin. Kasvusijoittaja ei odota kohteeltaan osinkotuottoja kuten arvosijoittaja. Kasvusijoittaja odottaa yrityksen liiketoiminnan suurta kasvua ja osakkeen arvonnousua. Pörssin kasvusijoittaja voi kuitenkin onnistuessaan myydä arvonnoususta nauttineet osakkeensa helpommin kuin listaamattomaan yhtiöön sijoittanut. Listaamattomilla markkinoilla sijoituksia tekevän on siis asenoiduttava siten, että osinkoja ei välttämättä makseta aluksi. (Lindström & Lindström 2011, 114.)

Listaamattomilta ja listatuilta pieniyhtiöiltä odotetaan voimakkaampaa arvonnousua kuin muilta mahdollisilta sijoituskohteilta. Puhutaan siis suuremmasta riskistä, eli voiton ja tappion mahdollisuudesta. Sijoitusstrategiassa on otettava huomioon mahdollisuus tappioon sijoittaessa listaamattomiin yhtiöihin. Osakesalkun hajautuksen johdosta voidaan listaamattomiin yhtiöihin altistaa pääomaa siten, että sieltä on mahdollista saada suuria tuottoja ja siedettäviä tappioita. Tappiotilanteessa sijoittaja ei menetä enempää, kuin on yhtiöön sijoittanut. (Lindström & Lindström 2011, 112.)

Kuvio 3. kuvaa Helsingin pörssissä noteerattujen pieniyhtiöiden Small Cap-indeksin kehitystä. Aikavälillä 1.8.2005 - 1.7.2015 Small Cap -indeksin arvo on kasvanut 36,78 %. Helsingin pörssin OMX Helsinki-yleisindeksin arvonnousu on samalta aikaväliltä vain 14,87 %. Voidaan siis todeta, että tällä ajalla pieniyhtiöiden osakkeet ovat olleet sijoittajalle kannattava sijoituskohteet. OMX Helsinki-yleisindeksin kehitys on kuitenkin ollut paljon tasaisempaa, eli Small Cap-indeksin volatilitteetti on suurempi. Tällöin sijoittajalla on ollut suurempi todennäköisyys, että varoja menetetään, jos sijoituksia joudutaan myymään. (Investing 2015.)



Kuvio 3. OMX Helsinki Small Cap:n kurssikehitys (Investing 2015.)

Sijoittajalle on edullisempaa saada listaamattomasta yhtiöstä osinkotuottoa kuin myyntivoittoja, sillä osinkoja verotetaan edullisemmin kuin myyntivoittoja. Lisäksi myyntivoittoja voi olla hyvin vaikea realisoida, koska jälkimarkkinat listaamattomille osakkeille ovat olleet hyvin kehittymättömät Suomessa. Etenkin, kun kaikkia osakeyhtiöitä ei ole listattu edes Privanetin listalle.

7 Riskinhallinnan tutkimus

Tutkimuksessa keskitytään listaamattomien osakkeiden riskinhallintaa. Tutkimus vastaa kysymykseen, kuinka listaamattomien osakkeiden riskiä voidaan hallita. Niin pörssi- kuin listaamattomissakin osakkeissa, sijoittamiseen liittyy aina jonkin asteisia riskejä. Tässä tapauksessa riski on pääsääntöisesti suurempi kuin pörssiosakkeilla. (Anderson & Tuhkanen 2004, 34.)

Riskinhallinnan lainalaisuudet ovat lähtökohtaisesti samat listaamattomissa ja pörssiosakkeissa. Sijoituskohteen liiketoiminnan tunteminen on niin pörssissä kuin listaamattomissakin yhtiöissä tärkeää. Saario toteaa osuvasti; ”Pörssimarkkinat ovat kuin miinakenttä. Hyvä paikallistuntemus auttaa välttämään vahinkoja”. Edellä lainattu siteeraus pätee vahvasti myös listaamattomien osakkeiden markkinoilla. (Saario 2005, 109.)

Yksityiset sijoittajat asettavat usein sijoituskohteelleen tuottotavoitteita tutustumatta ja käsittelemättä sen sisältämiä riskejä. Riskiin suhtautuminen on tosin suhteellista. Se mikä toisesta tuntuu suurelta, voi toisesta tuntua pieneltä. Riskiin suhtautumisessa ei ole olemassa mitään varsinaista kaavaa, jonka mukaan yleisellä tasolla kaikki suhtautuvat. (Anderson & Tuhkanen 2004, 34.)

Listaamattomat osakeyhtiöt ovat suurelta osin kasvuyrityksiä. Kasvuyritykseltä odotetaan liiketoiminnan kasvuvauhdin ylittävän pörssiyrityöiden keskimääräisen vauhdin. Liiketoiminnan kasvun rinnalla odotetaan myös tuloksen kasvua. Vaikka kohdeyrityksen kasvuvauhti olisi keskimääräistä nopeampi, ei listaamaton osake sovellu lyhyen aikavälin sijoituskohteeksi. Jo pelkästään niiden jälkimarkkinalikviditeetti rajoittaa osakkeiden myyntiä. Tietysti menestyneelle osakkeelle on aina ostajia. (Saario 2005, 47-53.)

Tutkimus toteutettiin teemahaastatteluita hyväksikäyttäen. Tutkimuksessa haettiin vastauksia muun muassa siihen, minkälaisilla mittareilla listaamattomien osakkeiden riskiä voidaan mitata ja millaisia analyyseja voidaan hyödyntää riskitasoa määrittäessä.

Tutkimuksessa selvitettiin, miten ja mitä riskimittareita ja -analyyseja voidaan käyttää kun sijoitetaan listaamattomiin osakkeisiin. Tutkittaviksi riskimittareiksi valittiin volatiliteetti ja beta-luku, jotka ovat pörssisijoittamisen maailmassa hyvin tunnettuja ja käytettyjä. Tutkimuksessa selvitettiin lisäksi, kuinka riskimittareita voidaan hyödyntää, eli mitä niillä voidaan mitata. Analyyseiksi valittiin tekninen- ja fundamenttianalyysi, joiden avulla voidaan analysoida sijoituskohteen menestystä ja arvioida riskiä. Näiden analyysien lisäksi haastatteluissa nousi esille DCF-analyysi, joka perustuu kohdeyrityksen valuaatioon, eli arvonnääritykseen. DCF-analyysi on diskontatun kassavirran analyysi.

8 Riskimittarit ja analyysit

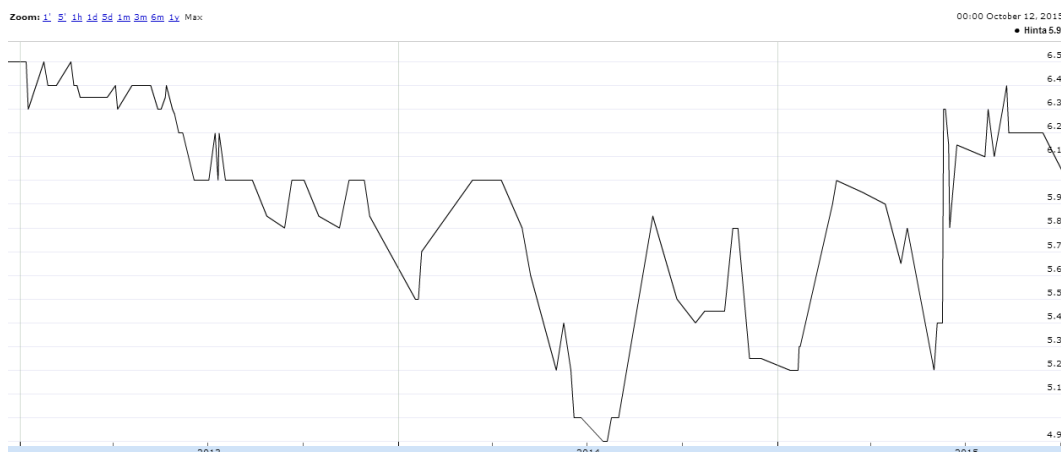
Riskinhallinnassa kaiken perusta on allokaatio, eli sijoitusten hajauttaminen eri kohteisiin. Tässä tutkimuksessa keskityttiin tutkimaan riskinhallintaa vielä yksityiskohtaisemmin. Haastatteluissa nousi esiin keinoja, miten riskimittareiden sekä analyysien avulla riskiä voidaan hallita sen verran, kun se on sijoittajan käsissä.

Haastatteluissa esille nousi, että sijoitettaessa listaamattomiin yhtiöihin, yrityksen toiminnan analysointi on tärkeämpää kuin varsinaisen osakkeen sisältämän riskin mittaaminen ja analysointi. Etenkin kun kyseessä on listaamaton osake, jonka historiallista hintakehityksen dataa ei välttämättä ole saatavilla. Näin ollen sijoittajan on pystyttävä kohdistamaan käytössä olevat riskinhallinnan työkalut käyttöön sen tiedon perusteella, joka hänen käytettävissään on. Seuraavissa luvuissa on nostettu esille haastattelujen perusteella saatuja tuloksia, kuinka mittareita ja analyyseja voidaan käyttää ja mitä niillä voidaan saavuttaa.

8.1 Volatiliteetti

Pörssissä yhtenä yleisimpänä riskimittarina käytetään osakkeen volatiliteettiarvoa. Volatiliteetti mittaa osakkeen arvonvaihtelua. Mitä korkeampi osakkeen volatiliteetti on, sitä

voimakkaammin osakkeen arvo on vaihdellut ylös että alas. Esimerkiksi volatilitteettiluku 12 tarkoittaa sitä, että osakkeen arvo on vaihdellut toteutuneen kurssikehityksen perusteella +12 ja -12 välillä. Volatilitteettiluku on ilmaistu prosentteina. Kuviossa 4. on kuvattu Laitilan Wirvoitusjuomatehtaan osakkeen volatilitteettia eli arvon vaihtelua. Osake on ajalla 2013-2015 pysynyt 6,5 ja 4,5 euron välissä. (Saario 2005, 90-91.)



Kuvio 4. Laitilan Wirvoitusjuomatehtaan osakekurssi vuodesta 2013. (Privanet 2015.)

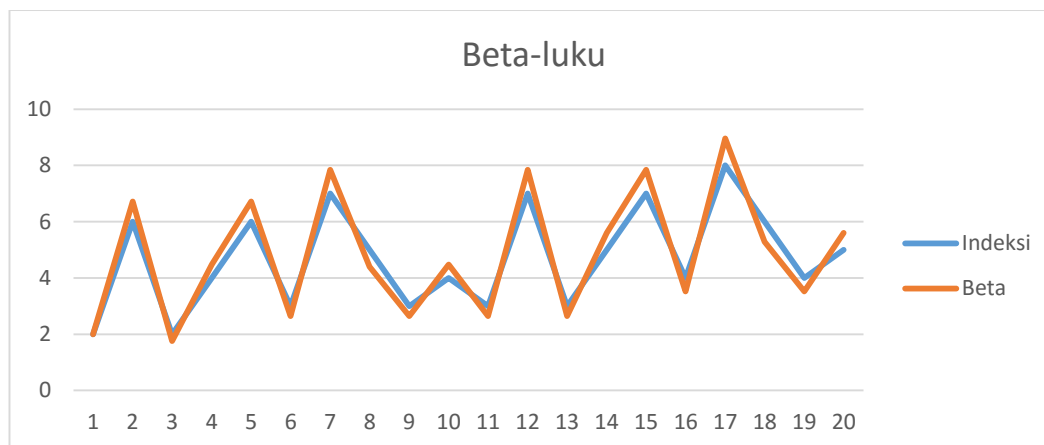
Listamattomien osakkeiden toteutunutta kurssikehitystä ei aina ole tarjolla, ellei yhtiö ole listautunut Privanetin listalle, kuten Laitilan Wirvoitusjuomatehdas. Tällöin volatilitteetillä ei voida mitata osakkeen arvonvaihtelua eikä myöskään tulkita sen sisältämää riskiä. Lisäksi listamattomien osakkeiden heikko likviditeetti aiheuttaa suuren spread-arvon osakkeille. Spread-arvo tarkoittaa osto- ja myyntilaidan eroa. Spread-arvo osaltaan vääristää volatilitteettiä, eikä sen perusteella voida välttämättä tehdä luotettavia sijoituspäätöksiä.

Haastatteluissa nousi esille, että volatilitteettiä voidaan käyttää sijoituskohteen liiketoiminnan riskin mittaamiseen. Volatilitteetti soveltuu mainiosti esimerkiksi tilinpäätöstietojen tulkintaan. Sillä voidaan mitata yritystoiminnan tasaisuutta. Liikevaihto, liikevoitto ja tulos ovat avainlukuja joiden volatilitteettiarvoa tulkitsemalla voidaan tehdä olettamuksia tulevasta. Suuri arvonvaihtelu esimerkiksi tilikauden tuloksessa tilikausien välillä kertoo liiketoiminnan epätasaisuudesta, eli suuremmasta riskistä ja suhdanneherkkyydestä. Pieni arvonvaihtelu tilinpäätöksen tunnusluvuissa kertoo vakaasta yritystoiminnasta ja näin ollen myös pääsääntöisesti turvallisemmasta sijoituskohteesta.

8.2 Beta-luku

Toinen yleisesti käytetty riskimittari sijoitustoiminnassa on Beta-luku. Tämä luku ilmaisee osakkeen ja indeksin korrelaation voimakkuutta. Pörssi-indeksin Beta on aina 1. Jos osakkeen Beta on esimerkiksi 1,12 ja pörssi-indeksin arvo nousee kymmenen prosenttia, tarkoittaa se

sitä, että osakkeen kurssi nousee 12 %. Beta-luvulla ilmaistaan osakkeen arvonvaihtelun voimakkuutta suhteessa pörssi-indeksiin. Mikäli osakkeen Beta on korkeampi kuin 1 tarkoittaa se sitä, että osakkeen arvo on lähihistorian aikana vaihdellut voimakkaammin, kuin indeksin arvo niin ylös kuin alaskin. Tällöin osakkeen riski on korkeampi kuin indeksin keskiarvo. (Saario 2005, 89.)



Kuvio 5. Arvonvaihtelu kun Beta-luku on 1,12. (Saario 2005, 90.)

Kuviossa 5. on havainnollistettu pörssi-indeksiä korkeamman beta-luvun omaavan osakkeen kurssikehitystä suhteessa indeksiin. Kuvion arvot ovat kuvitteellisia, eli se ei perustu oikeaan osakkeeseen. Kuviossa on laskettu "Beta"-käyrälle aina 12 % voimakkaampi nousu tai lasku liike kuin "Indeksi"-käyrälle.

Tutkimuksessa selvisi, että beta-lukua voidaan myös hyödyntää osittain listaamattomien osakkeiden riskinhallinnassa. Pörssisijoittamisessa Beta-lukua laskettaessa käytetään markkinatietoja. Näitä tietoja ei välttämättä ole saatavilla. Listaamattomilla markkinoilla sijoittaessa voidaankin käyttää fundamentti- tai tilinpäätöstietojen perusteella laskettua Beta-lukua. (Halonen 2013, 26.)

Listaaamattomien osakkeiden riskinhallinnan apuna käytetty tilinpäätös-betaa vertaillaan kohdeyrityksen suhdetta toimialan keskiarvoon. Yksinkertaisesti sanottuna, Beta-avulla voidaan verrata kohdeyrityksen tilinpäätöksestä valittua muuttujaa, esimerkiksi liikevaihtoa ja sen arvonvaihtelun suhdetta toimialan keskiarvoon. Tällöin voidaan arvioida kohdeyrityksen riskiä toimialan keskiarvoon. (Pasonen 2013, 52-53.)

Haastatteluissa nousi esille, että Beta-lukua voidaan hyödyntää juuri kohdeyrityksen liiketoiminnan vertailuun yrityksen ja esimerkiksi pörssilistatun yhtiön välillä. Vertailulla ja seurannalla voidaan nähdä, onko yritysten välillä korrelaatiota. Pörssissä reagoidaan hyvin nopeasti uutisiin ja muuhun tietoon joka vaikuttaa kohdeyrityksen menestykseen. Vertailulla voidaan seurata listaamattoman sijoituskohteen menestystä suhteessa esimerkiksi

pörssilistattuun yritykseen. Lisäksi samalla toimialalla toimivien pörssiyritysten osakearvostuksesta saatetaan saada ennakoivaa tietoa toimialalla tapahtuvista muutoksista tai muista vaikuttajista, jotka olennaisesti vaikuttavat kohdeyrityksen toimintaan. Listaamattomille markkinoille tehdään pääsääntöisesti pitkäaikaisia sijoituksia ja tilinpäätösbeta soveltuu hyvin sijoituskohteen seurantaan. Mikäli Beta-luku alkaa kasvamaan, on sijoittajan hyvä pohtia mahdollista luopumista osakkeistaan. Poistumalla markkinoilta poistetaan sijoittajan markkinariski.

9 Riskianalyysit

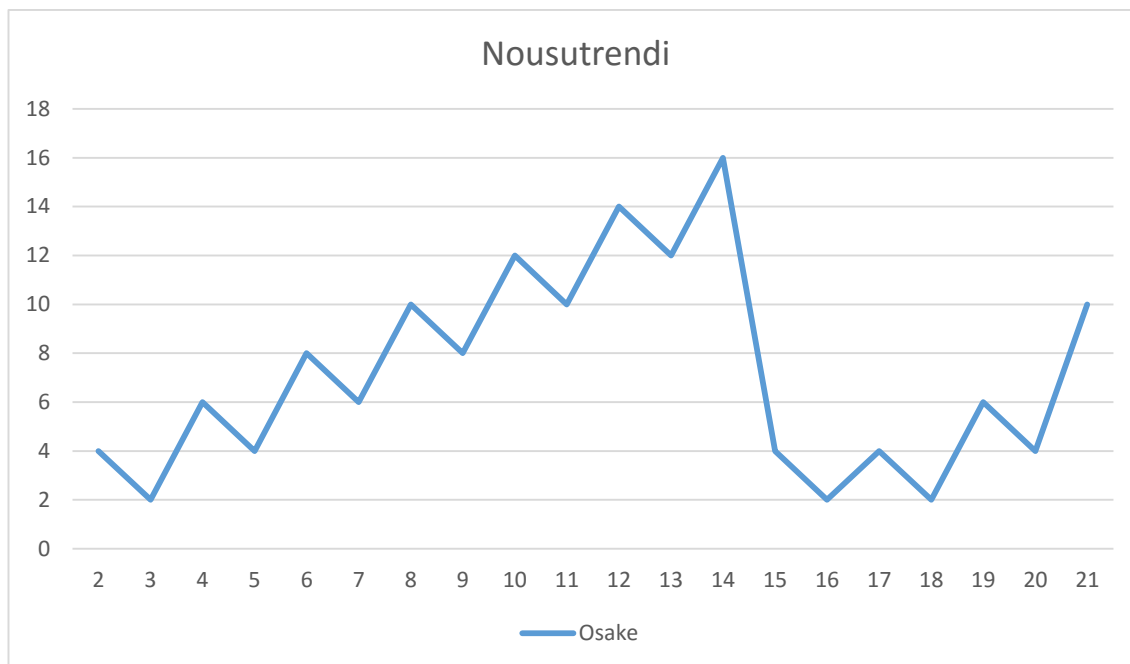
Haastateltavilta sijoitusalan ammattilaisilta kysyttiin minkälaisia analyysejä käytetään kun sijoitetaan listaamattomille markkinoille. Riskinhallinnan analyyseistä käydään läpi ne, jotka nousivat vahvasti esille. Käsittelyssä on kolme erilaista analyysiä.

Ensimmäisenä käsitellään tekninen analyysi, joka perustuu osakekurssin menneen kehityksen pohjalta tehtävään tulevaisuuden olettamukseen arvon kehittymisestä. Toisena on fundamenttianalyysi, joka perustuu kohdeyrityksen liiketoiminnan tuntemukseen tilinpäätöksen ja muun saatavilla olevan tiedon kautta. Viimeisenä on DCF-analyysi, suomalaisittain diskontattu kassavirta-analyysi. DCF-analyysiä käytetään yrityksen valuaatioon eli arvon määrittämiseen.

9.1 Tekninen analyysi

Haastatteluissa kysyttiin, voidaanko teknistä analyysiä hyödyntää listaamattomiin osakkeisiin sijoittaessa. Tekninen analyysi perustuu ajatukseen, että historia toistaa itseään. Analyysi painottuu toteutuneiden kurssien analysointiin ja niiden pohjalta tehtävään olettamukseen tulevasta. Teknistä analyysiä käytetään pääsääntöisesti oikean osto- ja myyntiajankohdan löytämiseen. Esimerkiksi, kun kurssi on laskenut pidempiaikaisen keskiarvon alapuolelle, on tällöin hyvä aika ostaa osake, koska teknisen analyysin käyttäjien mielestä kurssit palaavat historiallisen menestyksen tasolle. (SijoitusTieto 2014.)

Kuviosta 6. voidaan nähdä, että vaikka alun nousu on ollut keskimääräisesti lupaavaa, ei sijoittaja voi ennustaa tulevia tapahtumia historiallisen kurssin perusteella. Kurssin voimakas lasku voi johtua esimerkiksi negatiivisesta tulosvaroituksesta. Haastatteluissa mainittiin, että myöskään listaamattomien yhtiöiden menneisyydestä ei suoranaisesti voi olettaa tulevaisuuden menestystä. Yrityksen tapahtumista ja johdon henkilöiden muutoksista on hyvä olla ajantasalla. Vain analysoimalla todellista tietoa perusteellisesti, voidaan riskiä hallita.



Kuvio 6. Esimerkki teknisen analyysin epäluotettavuudesta.

Haastatteluissa esitettyyn kysymykseen teknisestä analyysistä, saatiin vastaukseksi, että teknistä analyysiä ei sellaisenaan voi hyödyntää, mutta sitä voidaan niin sanotusti jatkojalostaa. Teknisen analyysin periaatteita voidaan hyödyntää siten, että verrataan kohdeyrityksen menestystä toimialan pörssiyritysten keskiarvoon. Eli kun pörssissä samalla toimialalla toimivien yritysten osakkeiden arvot putoavat, vaikuttaa se todennäköisesti myös listaamattomaan yhtiöön.

Haastatteluissa nousi vahvasti esille se, että sijoittajan on tärkeä erottaa mitkä tekijät ovat saaneet kurssilaskun tai -nousun aikaan ja onko se tieto vain pörssiin listatun osakkeen aiheuton arvon nousun trendi vai onko toimialalla jotain tekijöitä, jotka konkreettisesti vaikuttavat yritysten tuloksenteekokykyyn, esimerkiksi poliittiset päätökset tai kyseisten palveluiden kysynnän kasvu.

9.2 Fundamenttianalyysi

Peruste- eli fundamenttianalyysiä on pörssisijoittamisessa käytetty osakkeen todellisen arvon määrittämiseen. Analyysin avulla sijoittajat pyrkivät löytämään markkinoilta alihinnoiteltuja osakkeita, jotka tuovat keskimääräistä parempaa tuottoa sijoittajalle. Analyysi perustuu nimensämukaisesti fundamenttien, eli olemassa olevan tiedon analysointiin. Sijoittajat laskevat esimerkiksi tilinpäätöstietojen avulla osakkeelle erilaisia tunnuslukuja, jotka kertovat osakkeen arvostustasosta. (Leppälä 2009, 20-21.)

Sekä haastatteluissa että muussa sijoitusaiheisessa kirjallisuudessa nousee vahvasti esille se, että sijoittajan on hyvä tuntea ja tutustua yritykseen, johon aikoo sijoittaa.

Fundamenttianalyysiä käyttävätkin pääsääntöisesti sijoittajat, jotka käyttävät hyväkseen saatavissa olevaa tietoa kohdeyrityksestä. Lisäksi analyysissä otetaan huomioon sijoitusalan uutisia ja muita talouden tunnuslukuja. Analysoinnin pohjalta saadaan vahvaa tietoa siitä, onko yritys kannattava ja turvallinen sijoituskohteeksi. Fundamenttianalyysi ei perustu siihen, että yritetään löytää oikea osto- tai myyntiajankohta, vaan analyysi perustuu pitkäaikaisen, tuottavan ja turvallisen sijoituskohteen löytämiseen. Analyysi vaatii oletettavasti myös paljon aikaa. Tyypillistä fundamenttianalyysille on, että sen avulla pyritään tuottamaan ennusteita yrityksen tulevista tuotoista ja tuloksista. (Suni 2012, 16-17.)

Haastatteluissa fundamenttianalyysin tärkeys korostui selkeästi. Kohdeyrityksen liiketoiminnan tunteminen on avainasemassa kun kyse on listaamattomien yritysten osakekaupoista. Kuten aikaisemmin on mainittu, listaamattomat osakeyhtiöt ovat pitkäaikaisia sijoituskohteita. Analyysin avulla voidaan tarkastella tilinpäätöksestä laskettavia tunnuslukuja ja tulkita näiden pohjalta yrityksen taloudellista tilannetta ja kannattavuutta. Perusteellinen tutustuminen sijoituskohteeseen lisää sijoittajan hallittavissa olevaa riskiä huomattavasti.

Yksinkertaisesti ilmaistuna haastatteluiden perusteella peruste- eli fundamenttianalyysi on sijoituskohteen liiketoiminnan tutkimista. Riskiä voidaan hallita systemaattisemmin, kun ollaan tutustuttu yrityksen operatiiviseen liiketoimintaan, tilinpäätökseen ja taloudelliseen tilanteeseen sekä yrityksen johtoon ja toimintatapoihin. Sijoittajan riskin kannalta on hyvin olennaista, onko yrityksen johto sellainen, joka pystyy viestimään yrityksen strategian ja vision henkilöstölle siten, että se on mahdollista saavuttaa ja toteuttaa.

9.3 DCF-analyysi

Yrityksen markkina-arvo heijastuu suoraan osakkeen arvoon. DCF-analyysi on arvonmäärittäjämalli, joka haastattelujen perusteella yksi tärkeimmistä perusteanalyysin osa-alueista. DCF kirjainyhdistelmä tulee sanoista Discounted Cash Flow, eli diskontattu kassavirta. Niin yritykset kuin sijoittajatkin käyttävät tätä mallia paljon houkuttelevien investointien- ja liiketoimintamahdollisuuksien arvonmäärittämiseen ja kannattavuuden arviointiin. (Timperi 2004, 32.)

DCF-analyysillä saadaan siis laskettua osakkeen nykyarvo, jossa diskontataan tulevat kassavirrat. Haastatteluissa nousi esille DCF-analyysin hyöty riskinhallinnassa. Anaalysin tehtyä sijoittaja asettaa osakkeelle turvamarginaalin jonka sisällä tämän arvo voi muuttua, ilman että sijoittaja päättää siitä luopua. Haastatteluiden perusteella listaamattomille

osakkeille asetetaan 20-25 % suurempi turvamarginaali, kuin vastaaville pörssiosakkeille. Tämä johtuu lähinnä siitä, että listaamattomien yhtiöiden tiedonantovelvollisuus on heikompi suhteessa pörssi-yhtiöihin, joten kaikkea olennaista tietoa ei välttämättä ole heti saatavilla.

DCF-analyysin arvonmääritys alkaa siitä, että lasketaan sijoituskohteen Free Cash Flow eli FCF, joka tarkoittaa suomeksi vapaata kassavirtaa. Kun vapaa kassavirta on laskettu, määritellään sille diskonttokorko. Näistä lasketaan päätösarvo. Vapaa kassavirta ja päätösarvo diskonttataan, jonka jälkeen lasketaan niiden summa. Tämän jälkeen jaetaan luku osakkeiden lukumäärällä ja saadaan tulokseksi diskontattu rahavirta. (Mietteitä sijoittamisesta 2012.)

10 Yhteenveto ja johtopäätökset

Listaamaton osakeyhtiö on sijoituskohteena korkean riskin sijoituskohde. Korkea riski korostaa sijoittajan ulottuvilla olevan tiedon tärkeyttä. Listaamattoman yhtiön tiedonantovelvollisuus eroaa listatun yhtiön tiedonantovelvollisuudesta siinä määrin, että listaamaton yhtiö ei ole velvollinen tiedottamaan toimintaansa liittyvistä muutoksista ja päätöksistä yhtä tarkasti kuin listattu yhtiö. Listaamattoman yhtiön osakkaalla on kuitenkin erinäisiä oikeuksia tiedonsaantiin liittyen. (Lindström & Lindström 2014.)

Osakkaan oikeuksiin kuuluu muun muassa yhtiökokoukseen osallistuminen, jossa sijoittajan on mahdollista esittää kysymyksiä ja saada niihin vastauksia. Yhtiökokouksen lisäksi tärkeitä sijoittajan tietolähteitä ovat yhtiön vuosikertomus sekä tilinpäätös. Vuosikertomuksessa käydään läpi kirjallisessa muodossa yhtiön toimintaa ja sen tavoitteita. Tilinpäätös sisältää numeerista dataa yhtiön toiminnan kannattavuudesta, vakavaraisuudesta ja rahoitusrakenteesta. (Jakobsson 2008, 8.)

Listaamattoman yhtiön osake eroaa suuresti pörssissä noteeratuista osakkeista. Suurin ero on osakkeiden likviditeetillä, eli kuinka helposti osake on muutettavissa rahaksi. Listaamattomien yhtiöiden osakkeiden heikompi likvidisyys suhteessa pörssissä noteerattuihin osakkeisiin, tekee niistä pitkän ajan sijoituskohteita. (Privanet 2013, 5-6.)

Suuri osa listaamattomista yrityksistä ovat kasvuyrityksiä. Kasvuyritykset kohdistavat usein voittovaransa liiketoiminnan kasvattamiseen ja investointeihin. Sijoittajan tulee ottaa huomioon, että listaamattomilla yhtiöillä osinkojen maksu on epäsäännöllistä ja tuotto tehdään usein osakkeen arvon kasvulla. (Rahko 2015.)

Mikäli listaamaton yhtiö on siinä pisteessä, että se kykenee maksamaan osinkoa, on sijoittajan edullisempi saada tuottoa osinkona kuin myyntivoittona. Osingosta osa on täysin verovapaata. Myyntivoittoja verotetaan samoin kuin pörssistä saatuja myyntivoittoja. (Verohallinto 2015b.)

Listaamaton yhtiö on siis korkean riskin sijoituskohde. Sijoitusstrategiaa suunniteltaessa tulee riskitaso ottaa huomioon. Listaamattomista yhtiöistä on mahdollista saada suuria tuottoja, sillä usein yritykset ovat liiketoiminnaltaan pienempiä kuin pörssissä noteeratut globaalit yritykset. Strategiaa luodessa on hyvä muistaa, että sijoittaja ei voi hävitä enempää kuin on yritykseen sijoittanut, mutta sijoitus voi kasvaa lähes rajattomasti yhtiön liiketoiminnan laajenemisen myötä. (Kitti 2012, 18.)

Jälkimarkkinat listaamattomille osakkeille ovat olleet hyvin pienet. Tästä on johtunut osakkeiden heikko likviditeetti. Invesdorin ja Privanetin yhteistyöllä vuonna 2014 perustettu listaamattomien yhtiöiden jälkimarkkina vetää puoleensa kasvavassa määrin sijoittajia. Kasvava suosio listaamattomia yhtiöitä kohtaan edistää niin sijoittajia kuin yrityksiäkin. Listaamattomien yhtiöiden osakkeiden likviditeetin paraneminen tekee yhtiöistä houkuttelevempia sijoituskohteita. (Privanet 2015.)

Listaamattomien osakkeiden liikkeellelaskijana toimii suomalainen Invesdor Oy. Invesdor on joukkorahoituspalvelu, jonka kautta kasvuyritykset voivat hakea rahoitusta osakekaupan kautta. Emissionmarkkinoille sijoittaja pääsee Invesdorin kautta. Invesdorista ostetut osakkeet listataan Privanetin Invesdor-listalle, mikäli kohdeyritys näin päättää. (Invesdor 2014.)

Privanet on suomalainen pankkiiriliike, joka on erikoistunut listaamattomien arvopapereiden välittämiseen. Täällä sijoittajat voivat käydä listaamattomilla osakkeilla kauppaa keskenään. Privanetin jälkimarkkinoiden volyyymi on kuitenkin suhteellisen heikkoa, joten sijoittaja saattaa joutua odottamaan pitkään ennen kuin hän pääsee osakkeistaan eroon. Sijoittaja saattaa lisäksi joutua joustamaan myyntihinnassa. (Westerlund 2015, 20.)

Listaamattomien yhtiöiden jälkimarkkinat edistävät suomalaista sijoituskulttuuria. Lisäksi kasvuyritykset ovat kärsineet heikosta pankkirahoituksesta finanssikriisistä lähtien, joten uusi joukkorahoitusmuotoinen liiketoiminnan rahoitus mahdollistaa kasvuyritysten menestymisen. (Kervinen 2014, 14.)

Varsinaisen tutkimuksen ja haastatteluiden pohjalta voidaan tehdä luotettavia johtopäätöksiä siitä, että sijoituskohteen liiketoiminnan tunteminen on riskinhallinnan kannalta tärkein. Sijoittaja voi tutustua yrityksen liiketoimintaan fundamenttianalyysin toimintatapoja noudattaen. Tilinpäätöksestä saatavan tiedon pohjalta voidaan tehdä olettamuksia sijoituksen kannattavuudesta.

Fundamenttianalyysi on analyyseistä paras riskinhallinnan työkalu. Fundamentti- eli peruste analyysi perustuu olemassa olevan tiedon analysointiin. Menneiden tilikausien tilinpäätösten analysointi erilaisten tunnuslukujen kautta saadaan hyvä kuva siitä, kuinka vaihtelevaa tai tasaista kohdeyrityksen liiketoiminta on. Mikäli esimerkiksi liiketoiminnan tulos on heilahdellut suuresti menneiden tilikausien aikana, voidaan sen perusteella tehdä olettamuksia liiketoiminnan toimimattomuudesta.

Haastatteluissa saatujen vastausten perusteella voidaan korostaa riskimittareiden hyödyllisyyttä. Riskimittarit eivät välttämättä toimi sellaisenaan mittaamaan sijoituskohteen riskiä, koska osa riskimittareista perustuu juuri osakkeisiin liittyvään dataan ja sitä ei aina ole saatavilla listaamattomista osakkeista.

Riskimittareita tulee käyttää uudelleen osoitetusti. Eli esimerkiksi volatilititeetillä voidaan mitata riskiä siten, että osakkeen arvonvaihtelun sijaan mitataan tilinpäätösten tunnuslukujen arvonvaihtelua.

Sijoituskohteen listaamattomat osakkeet vaativat sijoitustoiminnan kokemusta ja tuntemusta. Tämän tutkimuksen perusteella niitä ei suositella ensimmäiseksi sijoituskohteeksi riskitasosta johtuen. Nämä osakkeet soveltuvat hyvin suurille pääomasijoittajille ja yksityisille sijoittajille niitä suositellaan osaksi hyvin hajautettua osakesalkkua. Osana sijoitussalkkua listaamattomat osakkeet tarjoavat mahdollisuuden päästä käsiksi suuriin tuottoihin, mutta vain pitkällä sijoitusajalla.

Sijoittajalle tämä pörssin ulkopuolinen markkina tuo paljon mahdollisuuksia. Pörssin historiassa on nähty useita keskimääräistä voimakkaammin nousseita osakkeita ja yhtiöitä. Nyt sijoittajalla on mahdollisuus päästä mukaan tähän kasvuun jo ennen pörssiin listautumista.

Tutkimus onnistui kuten oli suunniteltu ja tuloksena on helppolukuinen ja selkokieline tutkimus listaamattomiin yhtiöihin sijoittamisesta ja riskinhallinnasta. Laaja tausta-aineisto pörssisijoittamisesta helpotti tutkimuksen tekemistä, sillä monet periaatteet ja toimintatavat ovat hyvin pitkälle samankaltaisia.

Esitettyihin tutkimuskysymyksiin saatiin vastaukset ja niiden pohjalta voitiin luoda uusia kysymyksiä, jotka johtivat tutkimusta eteenpäin. Tutkimuksen tarkastelu sijoittajan näkökulmasta onnistui hyvin. Sijoittajalle tutkimus antaa tarpeeksi laaja-alaisen kuvan listaamattomiin yhtiöihin sijoittamisesta.

Tutkimuksen aihe oli kuitenkin suhteellisen tuore ja käsittelemätön. Lähteitä aiheeseen liittyen oli hyvin vähän saatavilla. Käytetyt lähteet ovat kuitenkin tutkimukseen liittyen valideja ja reliaabeleja. Lähteitä arvioitiin kriittisesti käytetyn sijoituskirjallisuuden ja haastatteluiden pohjalta. Tutkimuksessa annetaan aiheesta kiinnostuneille tarpeeksi laaja-alainen ja tarkka kuva sijoittamisesta kokonaisuudessaan.

Lähteet

Julkaistut lähteet

Kirjalliset

Airaksinen, T., & Vilka, H. 2003. Toiminnallinen opinnäytetyö. Tammi: Helsinki.

Anderson, N., & Tuhkanen, J. 2004. Järkevän sijoittamisen perusteet. Edita: Helsinki.

Fasoúlas, E., Manninen, P. & Niiranen, V. 2012. Sijoittajan verotus. Finva: Helsinki.

Hirsijärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2007. Tutki ja kirjoita. 13. Osin uudistettu painos. Tammi: Helsinki.

Immonen, R., & Nuolimaa, R. 2007. Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Talentum: Helsinki.

Kallunki, J-P., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2007. Ammattimainen sijoittaminen. Talentum: Helsinki.

Lindström, K. & Lindström, T. 2011. Onnistu osakemarkkinoilla. Talentum: Helsinki.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

Saario, S. 2005. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. WSOY: Helsinki.

Sähköiset lähteet

BalanceConsulting, 2015. Tunnusluvut. Viitattu: 18.7.2015.
<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/>

Elomaa, L. 2013. Osakkeenomistajan tiedonsaantioikeus ja johdon salassapitovelvollisuus osakeyhtiössä. Pro gradu, Turun kauppakorkeakoulu. Viitattu 12.7.2015.
<http://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/88793/417449.pdf?sequence=2>

Halonen, H. 2013. Listaamattoman pk-yrityksen arvonmääritys vapaan kassavirran mallin ja lisäarvomallin avulla. Pro gradu, Oulun yliopisto. Viitattu 3.10.2015.
<http://herkules.oulu.fi/thesis/nbnfioulu-201306061524.pdf>

Invesdor. 2015. Uutiset. Viitattu 24.7.2015.
<https://www.invesdor.com/finland/fi/media/news/135>

Investing. 2015. Suomen indeksit. Viitattu 2.8.2015. <http://fi.investing.com/indices/finland-indices>

Jakobsson, N. 2008. Pienen osakeyhtiön toiminnan valvonta - erityisesti tiedonsaantioikeuden ja tilintarkastusvelvollisuuden näkökulmasta. ON-lopputyö, Helsingin yliopisto. Viitattu 11.7.2015. <http://www.kolumbus.fi/niko.jakobsson/pienenosakeyhtiontoiminnanvalvonta.pdf>

Kervinen, S. 2014. Joukkorahoitus verrattuna perinteisiin yritysrahoitusmuotoihin ja -kanaviin. Opinnäytetyö, Lautea-ammattikorkeakoulu. Viitattu 28.8.2015.
<http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/85543/Joukkorahoitus%20verrattuna%20perinteisiin%20yritysrahoitusmuotoihin%20ja%20-kanaviinpdf.pdf?sequence=1>

Kirves, E. 2015. Pienen osakeyhtiön arvonmääritys yrityskaupassa: Tapaustutkimus: Yritys Oy. Opinnäytetyö, Haaga-Helia ammattikorkeakoulu. Viitattu 2.8.2015.
<http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/96052/opn.pdf?sequence=1>

Kitti, O. 2012. Osakesijoittaminen: Opas aloittelevalle osakesijoittajalle. Opinnäytetyö, Laurea-ammattikorkeakoulu. Viitattu 12.7.2015.
http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/47935/Oskari_Kitti_ONT_korjattu-final_voi%20tulostaa.pdf?sequence=1

Leppälä, S. 2009. Osakesijoittaminen: Case: Teknisen analyysin hyödyntäminen. Opinnäytetyö, Tampereen ammattikorkeakoulu. Viitattu 3.10.2015.
<http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/9021/Lepp%C3%83%3f%C3%83%3f.Simo.pdf?sequence=2>

Lindström, K & Lindström, T. 2014. Listaamattomia mahdollisuuksia. Viitattu 11.7.2015.
<http://www.nordnetblogi.fi/listaamattomia-mahdollisuuksia/31/10/2014/>

MiettetäSijoittamisesta. 2012. Valuaatio - Discounted Cash Flow. <https://miettetajasijoittamisesta.wordpress.com/2011/08/19/valuaatio-%E2%80%93discounted-cash-flow/>

Minilex, 2015a. Yritykset ja yhteisöt. Viitattu 11.7.2015. <http://www.minilex.fi/t/yritykset-ja-yhteis%C3%B6t>

Minilex, 2015b. Ensimmäiset ja jälkimarkkinat. Viitattu 18.7.2015.
<http://www.minilex.fi/a/ensimarkkinat-ja-j%C3%A4lkimarkkinat>

Niemeläinen, J. & Oksanen, A. 2014. Yrityksen listautuminen vaihtoehtoiselle kauppapaikalle: Vertailu listautumisvaihtoehdoista Suomen markkinoilla. Opinnäytetyö, Metropolia ammattikorkeakoulu. Viitattu 30.8.2015.
http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/76899/Niemelainen_Joni_Oksanen_Aki.pdf?sequence=1

Pasonen, J. 2013. Tilinpäätösbeta ja arvonmääritys Software & Computer Services- ja Forestry & Paper -indeksien yrityksille. Opinnäytetyö, Haaga-Helia. Viitattu 3.10.2015.
http://www.theseus.fi/xmlui/bitstream/handle/10024/58284/Opinnayte_Arvointiversio.pdf?sequence=1

Patentti- ja rekisterihallitus. 2015. Yritysten lukumäärät kaupparekisterissä. Viitattu 12.7.2015. <https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html>

Privanet. 2015. Yrityksemme. Viitattu 18.7.2015. <http://privanet.fi/fi/yrityksemme>

Privanet. 2013. Riskit ja sijoittajansuoja. Viitattu 26.7.2015.
<http://privanet.fi/files/RISKIT%20JA%20SIJOITTAJANSUOJA.pdf>

SalkunRakentaja. 2013. Listaamattomat yhtiöt tarjoavat vero- ja hajautushyötyjä. Viitattu 11.7.2015. <http://www.salkunrakentaja.com/2013/02/listaamattomat-yhtiöt-tarjoavat-vero-ja-hajautushyötyjä/>

SijoitusTieto, 2014. Tekninen analyysi. Viitattu 3.10.2015.
<https://www.sijoitustieto.fi/tekninen-analyysi>

Suni, A. 2012. Strategian merkitys sijoitusportfoliossa. Opinnäytetyö, Metropolia ammattikorkeakoulu. Viitattu 3.10.2015.
http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/51779/Suni_Antti_strategian_merkitys_sijoitusportfoliossa.pdf?sequence=1

Taloussanomat. 2015. Sanakirja. Viitattu 18.7.2015.
<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/>

Timperi, K. 2004. Yrityksen kasvu ja omistaja-arvo - Diskontatun kassavirran periaatteella lasketun omistaja-arvon aikasarjapohjainen tarkastelu. Pro gradu, Lappeenrannan teknillinen yliopisto. Viitattu 4.10.2015. <http://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/35916/nbnfi-fe20041541.pdf?sequence=1>

Verohallinto. 2015a. Arvopaperien luovutusvoittojen verotus. Viitattu 18.7.2015.
[https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Luovutusvoitot_ja_tappiot/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus\(12095\)](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Luovutusvoitot_ja_tappiot/Arvopaperien_luovutusvoittojen_verotus(12095))

Verohallinto. 2015b. Osingot listaamattomasta yhtiöstä. Viitattu 18.7.2015.
[https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset/Osakkeet_ja_osingot/Osingot_listaamattomasta_yhtiosta\(11937\)](https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset/Osakkeet_ja_osingot/Osingot_listaamattomasta_yhtiosta(11937))

Westerlund, I. 2015. Ilmiönä joukkorahoitus - mitä se tarkoittaa ja kuinka se toimii. Opinnäytetyö, Laurea-ammattikorkeakoulu. Viitattu 30.8.2015.
https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/94865/Westerlund_Iris.pdf?sequence=1

Julkaisemattomat lähteet

Lahtinen, A. 2015. Osakesäästäjien keskusliiton toimitusjohtajan puhelinhaastattelu. Helsinki. 30.9.2015.

Rahko, K. 2015. Ebitakr Ky riskiasiantuntijan puhelinhaastattelu. Järvenpää. 5.8.2015.

Oker-Blom, J. 2015. FIBAN Toimitusjohtajan puhelinhaastattelu. Helsinki. 1.10.2015.

Kuviot

Kuvio 1. Privanet-päälistan osakeindeksin tuottoindeksi (Privanet 2015.)	24
Kuvio 2. Sijoitusprosessi (Anderson & Tuhkanen 2004, 15.).....	25
Kuvio 3. OMX Helsinki Small Cap:n kurssikehitys (Investing 2015.)	28
Kuvio 4. Laitilan Wirvoitusjuomatehtaan osakekurssi vuodesta 2013. (Privanet 2015.)	30
Kuvio 5. Arvonvaihtelu kun Beta-luku on 1,12. (Saario 2005, 90.)	31
Kuvio 6. Esimerkki teknisen analyysin epäluotettavuudesta.	33