

Tuomas Puotinen

SIJOITUSSTRATEGIA PIENELLE YKSITYISELLE SIJOITUSYHTIÖLLE

SIJOITUSSTRATEGIA PIENELLE YKSITYISELLE SIJOITUSYHTIÖLLE

Tuomas Puotinen
Opinnäytetyö
Kevät 2011
Liiketalous
Oulun seudun ammattikorkeakoulu

TIIVISTELMÄ

Sijoittaminen on pitkäjänteistä ja suunnitelmallista toimintaa. Sijoitustoiminnassa onnistuminen edellyttää selkeää strategiaa ja sen uskollista toteuttamista. Tässä opinnäytetyössä laaditaan kehittämistutkimuksena sijoitusstrategia pienelle oululaiselle sijoitusyhtiölle. Työn aikana kehitetyllä strategialla on tarkoitus kehittää yrityksen toimintaa ammattimaisemmaksi sekä mahdollistaa tulevaisuudessa omistajien taloudellinen riippumattomuus. Sijoitusstrategialla tavoiteltu tuotto on vähintään 15 prosenttia vuodessa. Tietoperustan luomiseksi perehdytään eri sijoitusinstrumentteihin sekä sijoittamisessa yleisesti käytettyihin tunnuslukuihin. Sijoitusstrategian kehittämiseksi perehdytään alan kansainväliseen sekä kotimaiseen tutkimustyöhön.

Tässä opinnäytetyössä tullaan johtopäätökseen, että kohdeyrityksen kannalta sopivin sijoitusmuoto ovat kotimaiset pörssinoteeratut osakkeet. Teoriaosuuden perusteella vertaillaan eri sijoitusstrategiavaihtoehtoja ja laaditaan kohdeyrityksen tarpeisiin parhaiten sopivat strategiat. Alan keskeisimpään tutkimukseen perustuen työssä kehitetään uusi sijoituskonsepti, joka perustuu siihen, että käytössä on strategia erikseen lyhyen, keskipitkän ja pitkän aikavälin sijoitussalkuille. Sijoitussalkuissa ei oteta kantaa yksittäisiin osakevalintoihin.

Kolmen erillisen salkun avulla pyritään luomaan kohdeyritykselle optimaalinen sijoitusstrategia. Lyhyen aikavälin, alle vuoden perspektiivillä tuottoa haetaan kasvuosakkeisiin sijoittamalla sekä hyödyntämällä tässä yhteydessä momentumstrategiaa. Keskipitkän aikavälin, 1—3 vuoden sijoitussalkku rakentuu arvo-osakkeista, joiden ostoajankohta määräytyy myös momentumstrategian mukaisesti. Pitkälle, yli kolmen vuoden sijoitusajavälille salkku koostuu arvo-osakkeista, joiden osto hetki määritetään kontrariaanisen strategian mukaisesti. Sijoitusstrategiaa laadittaessa otetaan huomioon yrityksen tavoitteet ja riskinsietokyky.

ABSTRACT

A long term commitment and thorough planning are essential when investing money. In order to be successful you should have a clear investment strategy. Furthermore you should be faithful to your strategy. In this study an investment strategy for a small private investment company located in Oulu Finland is formulated. The targeted return on capital is 15 percent per year. Alternative investment options as well as key indicators are analyzed. International scientific work is studied and used as a frame when developing an optimal investment strategy.

The analysis carried out in this thesis proposes that stocks should be considered to be the most attractive investments for a small investment company. Based on the findings in modern scientific research and studies in the field, a new and innovative investment concept is developed in this thesis. This new concept consists of three portfolios. Short term investments are focusing on growth stocks fulfilling the momentum criteria. This portfolio is optimal when used less than one year perspective. Medium term investments are focusing on value stocks that fulfill the momentum criteria. Investment horizon will be one to three years. Finally, long term investments are focusing on value stocks and combining the contrarian strategy. It will be based on over three year investment horizon. Targets of investment strategies as well as clients risk level have been figured in this thesis.

In this thesis an optimal investment strategy to the client was found and in the future would be interesting to follow up how the strategy worked in practice. Based on the theory the best investment strategy was formed as an objective point of view as possible.

Keywords: investment, stock investment, investment strategy

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ

1	JOHDANTO	7
2	YLEISIMMÄT SIOITUSINSTRUMENTIT JA KOHDEYRITYKSEN SIOITUSKOHTTEEN VALINTA.....	10
2.1	Osakkeet.....	10
2.2	Sijoitusrahastot	11
2.3	Lainat ja joukkovelkakirjat	12
2.4	Johdannaiset.....	13
2.5	Asuntosijoittaminen	14
2.6	Metsä sijoituskohteena	14
2.7	Kohdeyritykselle sopivat sijoitusinstrumentit	15
3	TUNNUSLUKUANALYYSI.....	16
3.1	Kannattavuus.....	16
3.2	Vakavaraisuus	17
3.3	Osinko.....	17
3.4	Likvidisyys ja volatiilisuus.....	18
3.5	Kasvu	18
3.6	Sijoittajien käyttämät tunnusluvut.....	19
4	SIOITUSSTRATEGIAN VALINTAAN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ.....	22
4.1	Tuotto-odotus ja riski.....	22
4.2	Ajoitus	24
4.3	Sijoittajan tavoitteet ja riskinsietokyky	25
5	ERILAISIA SIOITUSSTRATEGIOITA	26
5.1	Tunnuslukupohjaiset sijoitusstrategiat	27
5.2	Riskinhallintaan perustuvat sijoitusstrategiat.....	31
5.3	Aikaisempaan tuottoon perustuvat sijoitusstrategiat	33
5.4	Eri sijoitusstrategioiden arviointia	34
6	OPTIMAALISEN SIOITUSSTRATEGIAN MUODOSTAMINEN PIENELLE SIOITUSYHTIÖLLE	38
6.1	Lyhyt Salkku	38

6.2 Keskipitkä Salkku	40
6.3 Osta ja pidä- Salkku	41
7 POHDINTA	43
LÄHTEET	46

1 JOHDANTO

Sijoittamisella tarkoitetaan rahoitusinstrumenttien tai omaisuuserien ostamista tuottojen saamiseksi tulevaisuudessa (Economywatch, hakupäivä 6.11.2010). Sijoituksesta saatava tuotto tarkoittaa sijoitukselle saatavaa arvonlisäystä määrättyllä aikavälillä (Investorwords 2010a hakupäivä 6.11.2010). Käsitteenä sijoittaminen eroaa oleellisesti säästämisestä. Säästäminen tarkoittaa sitä, että suojataan olemassa oleva varallisuus menetyksiltä ja tappioilta kun taas sijoittamisessa raha kiinnitetään pidemmäksi aikaa tuottojen saamiseksi. Sijoitustoimintaan liittyy aina myös tappion riski (Finweb, hakupäivä 6.11.2010). Sijoittajan riskinsietokyvyllä tarkoitetaan sitä epävarmuuden tasoa, jonka sijoittaja pystyy kestämään sijoitusten arvon laskiessa (Investopedia, hakupäivä 6.11.2010). Käsite sijoitusstrategia tarkoittaa suunnitelmallista sijoitusvarallisuuden allokointia eri sijoituskohteisiin. Siinä otetaan huomioon muun muassa sijoittajan tuottotavoite, riskinsietokyky ja sijoituksen aikajänne (Investorwords 2010b, hakupäivä 6.11.2010).

Epäilemättä merkittävin sijoitustoiminnan tutkija on ollut Benjamin Graham, joka 1930-luvulla loi perustan arvosijoitusstrategialle. Arvostrategian mukaisesti sijoitetaan yrityksiin, joiden tuotot, tasearvo ja osinkotuotto ovat korkeat suhteessa osakkeen hintaan (Graham & Dodd 1934, 485–508). Graham (2005) on myös esittänyt, että sijoittaminen osakkeisiin ei periaatteiltaan eroa yritystostosta. Yhtenä nykyajan menestyksekkäimpänä sijoittajana pidetään Warren Buffeta, joka on hyödyntänyt toiminnassaan Grahamin keskeisiä sijoitusperiaatteita. Buffetin sijoitusstrategiana on ollut ostaa sopivasti hinnoiteltuja osakkeita ja sen jälkeen pitää ne (Bernhardsson 2010, 28). Peter Lynch (2000, 160–165) puolestaan on menestynyt sijoitusstrategiallaan, jonka mukaisesti sijoitetaan sellaisten yritysten osakkeisiin, joiden tulos on voimakkaasti kasvava. Hän on todennut, että aina on olemassa lukuisia hyviä osakkeita, ja menestykseen riittää, että löytää edes muutaman sellaisen.

Suomessa sijoittamista on kirjoissaan käsitellyt muun muassa Seppo Saario (2001 ja 2005). Saarion teoksia ”Miten sijoitan pörssiosakkeisiin” pidetään suomalaisen sijoittajan tärkeimpinä oppikirjoina. Vesa Puttonen (2001) käsittelee teoksessaan arvosijoittamista sekä sijoittajien käyttäytymistä. Kim Lindström (2005) puolestaan opastaa sijoittajaa kasvattamaan tuottoa lisäämättä riskiä sekä hyödyntämään markkinapsykologiaa.

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on kehittää kohdeyritykselle optimaalinen sijoitusstrategia. Opinnäytetyön toimeksiantajana on oululainen perheyhtiö Uncia Capital Oy, jonka perustaja kirjoittaja on yhdessä veljensä kanssa. Yritys on perustettu vuonna 2007. Tarve tälle opinnäytetyölle syntyi, kun yhtiö laajensi omistuspohjaansa koskemaan koko perhettä ja tavoitteeksi asetettiin yhteisen varallisuuden kartuttaminen. Yritystoiminnan tavoitteena on pitkäjänteisesti kasvattaa omistajien varallisuutta. Yrityksen toiminta-ajatuksena on harjoittaa sijoitustoimintaa eri muodoissa, mutta tarkoituksena on sijoittaa ainoastaan omiin tarkoituksiin eli kyseessä ei ole sijoituspalveluita tarjoava yritys.

Työn alussa käydään läpi yleisimmät Suomessa käytössä olevat sijoitusinstrumentit, joista valitaan kohdeyrityksen tavoitteisiin sopivimmat. Opinnäytetyössä kehitetään kohdeyritykselle optimaalinen sijoitusstrategia hyödyntäen alan kansainvälisiä tutkimuksia niin, että sovitetaan riski ja tuotto-odotus yrityksen tavoitteisiin. Opinnäytetyössä perehdytään sekä klassisen sijoittamisen teorioihin, että myös moderniin alan tutkimukseen. Työn menestyksestä toteuttamista varten perehdytään laajasti alan kirjallisuuteen ja muuhun saatavilla olevaan aineistoon, ja näistä lähteistä kootaan opinnäytetyön tietoperusta. Työssä käsitellään sijoittamisen kannalta keskeisimpiä tunnuslukuja sekä niiden käyttöä. Optimaalisten sijoitusinstrumenttien valinnassa täytyy sovittaa yhteen sijoittajan tarpeet, sijoitustoiminnan tavoitteet sekä sijoitushorisontti. Kohdeyrityksen tavoitteeksi on määritelty, että sijoitustoiminta mahdollistaa omistajilleen taloudellisen riippumattomuuden 30 vuoden kuluttua. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi sijoitustoiminnan tuottotavoitteeksi asetetaan 15 prosenttia vuodessa (Uncia Capital Oy 2010, keskustelu). Toimeksiantajan pyynnöstä sen tunnuslukuja kuten liikevaihtoa tai tulokseen liittyviä tietoja ei tässä työssä julkaisuta.

Työlle asetettujen tavoitteiden mukaisesti teorian pohjalta kohdeyritykselle laaditaan kolme erilaista sijoitusstrategiamallia. Ensimmäinen malli on tarkoitettu lyhyen aikavälin sijoittamiseen, ja se on strategioista korkea riskisin. Toinen strategiamalli on tarkoitettu keskipitkälle aikavälille ja kolmannen mallin avulla on tarkoitus maksimoida tuotto pitkällä aikavälillä. Vaikka kirjoittaja on omistajana toimeksiantajayrityksessä, pyritään tässä työssä käsittelemään asioita objektiivisesta näkökulmasta ja näin aikaansaada paras mahdollinen lopputulos. Toimeksiantajayritystä koskevat tiedot, yrityksen tarpeet sekä sijoitustoiminnan tavoitteet on selvitetty keskustelemalla yrityksen muiden omistajien kanssa. Koska tämän työn tekijä on tiiviisti tekemisissä kohdeyrityksen muiden edustajien kanssa, ei erilliselle haastattelulle ole ollut tarvetta. Kirjoittaja on harrastanut

sijoitustoimintaa aktiivisesti jo vuosia, joten tässä työssä ei oppimisenäkökulman kannalta keskitytä pelkästään sijoittamisen perusteisiin vaan pureudutaan syvällisemmin eri sijoitusstrategioihin. Tässä työssä ei myöskään oteta kantaa yksittäisiin osakevalintoihin.

Tällä hetkellä kohdeyrityksen toiminta on harrastuspohjaista, sillä omistajat sijoittavat yrityksensä varoja oman päivätyönsä ohessa. Yritys on keskittänyt toimintansa tällä hetkellä pelkästään pörs-sijoittamiseen ja siltä on puuttunut selkeä pitkän aikavälin sijoitussuunnitelma. Yritys toivoo, että tämän työn kautta syntyisi strategia, johon se voisi nojata uusia sijoituksia suunniteltaessa.

2 YLEISIMMÄT SIOITUSINSTRUMENTIT JA KOHDEYRITYKSEN SIOITUSKOHTEN VALINTA

Kuluttajatutkimuskeskuksen tekemän selvityksen mukaan suomalaisten suosituimmat sijoituskohteet ovat osakkeet, sijoitusrahastot ja joukkovelkakirjalainat. Näiden lisäksi ihmiset sijoittavat rahojaan valuuttoihin, eri raaka-aineisiin kuten kultaan ja lisäksi asuntoihin ja kiinteistöihin. (kuluttajatutkimuskeskus 2008, hakupäivä 10.2.2010.) Leppiniemi (2002, 26) toteaa, että pankkivirkailijoiden antamat neuvot ja suositukset vaikuttavat merkittävästi suomalaisten tekemiin sijoituspäätöksiin. Suomalaisten sijoituskäyttäytyminen on muuttunut viimeisen kymmenen vuoden aikana. Pankkisäästämisen tilalle on tullut osakkeet, vakuutukset sekä rahastosijoitukset. Merkittävin syy tähän kehitykseen on se, että pankeissa on ryhdytty suosittamaan näitä vaihtoehtoja.

2.1 Osakkeet

Osake on osakeyhtiömuotoisen yrityksen liikkeelle laskema, omistusosuutta kuvaava, joskus jälkimarkkinakelpoinen rahoitusinstrumentti. Osake on aina osuus yrityksen pääomasta ja kun yritys kerää pääomaa sijoittajilta saavat sijoittajat sijoittamansa rahan arvosta yrityksen osakkeita. Osakkeiden nojalla omistajilla on oikeus käyttää omistajuuteensa liittyviä oikeuksia, kuten mahdollisuus osallistua päätöksentekoon sekä osingon jakoon. Yhtiön mahdollinen voitto kuuluu osakkeenomistajille ja mahdollinen tappio puolestaan vähentää osakkeen omistajan osuutta yhtiöön, eli omaa pääomaa. (Leppiniemi 2002, 70.)

Osakkeen kurssi heijastaa yhtiöön kohdistuvia tulevaisuuden odotuksia. Yrityksen varallisuuden ja aikaisemman menestyksen merkitys on se, että ne edistävät ja mahdollisesti ennakoivat yrityksen tulevaa menestystä. Tulevaisuudessa menestyväksi yrityksesi arvostetun yhtiön osakkeen hinta on korkea ja menestyksettömäksi arvioidun yhtiön hinta on alhainen. (Leppiniemi 2002, 72.)

Osakesijoittamiseen liittyy sekä markkinariski, että yritysrisiki. Markkinariskiksi kutsutaan yleistä, osakekurssien kehityksestä aiheutuvaa riskiä. Markkinariski vie lähes kaikki osakkeet laskuun. Yritysrisikiksi kutsutaan listatun yrityksen omaa menestystä alallaan. Tämä yrityksen menestys tai menestymättömyys vaikuttaa merkittävästi osakkeen hintaan. (Pörssisäätiö 2010, hakupäivä

14.2.2010.) Sijoittajat ostavat osakkeita tuoton vuoksi. Osakkeet ovat historiallisesti olleet tuottoisin sijoitusmuoto, joka on tarjonnut suurempia tuottoja kuin esimerkiksi korkosijoitukset. Niihin sisältyy kuitenkin myös riskiä, mutta lisätuoton saamiseksi sijoittaja on valmis ottamaan osakkeeseen liittyvän tuottoriskin. (Anderson & Tuhkanen 2004, 125.)

2.2 Sijoitusrahastot

Sijoitusrahasto tarkoittaa salkkua, johon on sisällytetty osakkeita, korkoinstrumentteja ja muita arvopapereita. Sijoitusrahasto on yhteisöllinen instituutio ja sen omistajina ovat kaikki siihen varojaan sijoittaneet tahot. Se antaa sijoittajalle mahdollisuuden hyötyä suuren sijoittajan tarjoamasta kustannustehokkaasta toiminnasta ja asiantuntemuksesta. (Puttonen & Repo, 2007, 30.) Sijoitusrahastoja hoitaa aina erillinen rahastoyhtiö, joilla on omat sääntönsä ja sijoitusstrategiansa ja niiden tulee huolehtia siitä, että rahaston toimintaperiaatteet tulevat myös asiakkaan tietoon (Saario 2001, 255). Yleisimmät sijoitusvaihtoehdot ovat osakkeet ja korkokohteet. Monet rahastot sijoittavat myös molempiin vaihtoehtoihin. (Pörssisäätiö 2010, hakupäivä 10.2.2010.)

Osakerahastot sijoittavat nimensä mukaisesti varansa pääasiassa osakkeisiin. Tietyille maantieteelliselle alueelle sijoituksensa kohdistavat sijoitusrahastot jaetaan esimerkiksi kotimaahan, Eurooppaan ja maailmanlaajuisesti sijoitaviin sekä kehittyville markkinoille sijoitaviin rahastoihin. 2000-luvulla on yleistynyt myös niin kutsuttu eettinen sijoittaminen. ”Eettinen sijoittaminen huomioi ympäristöarvot, ihmisoikeudet ja yritysten yhteiskunnallisen vastuun” (Investori 2010a, hakupäivä 25.9.2010). Sen suosio perustuu siihen, että monet ihmiset haluavat sijoittaa varansa yrityksiin, jotka kantavat sosiaalista vastuuta ja pitävät huolta esimerkiksi ympäristöstä (Puttonen ym. 2007, 67).

Lyhyen koron rahastot eli niin kutsutut rahamarkkinarahastot sijoittavat varansa esimerkiksi valtion, pankkien tai yritysten liikkeeseen laskemiin korkoinstrumentteihin, joiden laina-aika on enintään vuosi. Tällaisten rahastojen yleisin pitkän aikavälin tavoite on ylittää kolmen kuukauden euribor-koron tuotto. (Puttonen ym. 2007, 66.) Pitkän koron rahastot sijoittavat varansa pitkäaikaisiin esimerkiksi valtion, julkisyhteisöjen tai yritysten liikkeeseen laskemiin joukkovelkakirjalainoihin (Puttonen ym. 2007, 66). Keskipitkän koron rahasto on korkorahasto, joka sijoittaa sekä lyhyttä pitkäaikaisiin korkoinstrumentteihin sen mukaan, millaiset korkomarkkinoiden tuotto-odotukset ovat. Tällaista rahastoa voidaan kutsua myös yhdistelmäkororahastoksi. (Puttonen

ym. 2007, 66.) Yhdistelmärahastot sijoittavat sekä osakkeisiin, että korkoa tuottaviin kohteisiin, jolloin sijoitusten painopistettä voidaan vaihtaa markkinatilanteen mukaan. Rahaston säännöissä on määritelty korko- ja osakesijoitusten väliset painotukset sekä niiden vaihtelurajat. (Puttonen ym. 2007, 70.)

Indeksirahasto eli ETF on sijoitusrahasto, joka sijoittaa rahansa vertailuindeksin mukaiseen osakekoriin. Indeksirahasto ei ota näkemystä osakevalintoihin vaan ostaa osakkeita samalla painolla kuin ne ovat indeksissä. Normaalin rahastosijoittamiseen verrattuna indeksirahastossa ei ole niin kutsuttua salkunhoitajariskiä, eli sen tuotto ei ole riippuvainen salkunhoitajan tekemisistä, mutta silti hajauttaminen on helppoa jopa toimialoittain. Lisäksi passiivisessa indeksirahastossa on suurempi todennäköisyys päätyä samaan tulokseen pitkällä aikavälillä kuin aktiivisesti hoidetulla salkulla. (Sijoitusrahastot, hakupäivä 5.5.2011.)

Indeksisijoittamisen hyviä puolia on se, että sijoittaminen indeksirahastoon on järkevää jo pienillä summilla ja lisäksi kaupankäynti on helppoa. Ne soveltuvat myös lyhyeen kaupankäyntiin useimpia rahastoja paremmin koska niillä kauppaa käydään koko pörssipäivän ajan. Toimialakohtainen hajautus on helppoa kun ostaa vain tietylle toimialalle sijoitettavaa rahastoa. Tällöin sijoittajan ei tarvitse olla erityisen hyvin perillä toimialalla toimivista yksittäisistä yrityksistä (Seligson 2010, haettu 25.9.2010). Juuri toimialakohtainen ja maantieteellinen hajautus voi onnistua kohdeyritykseltä helpommin indeksirahaston avulla verrattuna osakesijoittamiseen.

2.3 Lainat ja joukkovelkakirjat

Muista vaihtoehtoisista sijoitusinstrumenteista voidaan mainita lainamarkkinat, jotka voidaan karkeasti jakaa kahteen osaan: rahamarkkinoihin, jotka pitävät sisällään alle vuoden mittaiset talletukset ja lainat, sekä joukkovelkakirjamarkkinoihin. Joukkovelkakirjat ovat julkisenvallan tai yrityksen liikkeelle laskemia lainatodistuksia, joille maksetaan kiinteä korko. Jos joukkovelkakirjan pitää itsellään koko juoksuajan, ei etenkään valtion liikkeelle laskemissa lainoissa ole juurikaan riskiä menettää rahojaan. Joukkovelkakirjoihin liittyy kuitenkin myös riskejä, kuten esimerkiksi inflaatio-riski, likviditeettiriski, korkoriski sekä konkurssiriski etenkin yritysainoissa. Joukkovelkakirjat ovat yksi hyvä vaihtoehto valittaessa instrumentteja arvopapereiden hajauttamista silmällä pitäen, koska ne tarjoavat varmaa tuottoa riippumatta vallitsevista suhdanteista. (Hämäläinen 2006, 16.)

2.4 Johdannaiset

Sijoitusvaihtoehdoista vaikeimmin ymmärrettävänä pidetään johdannaismarkkinoita. Johdannaiset ovat sopimuksia tulevista ostoista ja myynneistä. Yleisimpiä johdannaisia ovat optiot, termiinit ja swapit. Optio tarkoittaa sopimusta, joka oikeuttaa ostamaan tai myymään osakkeita tai muita sijoitusinstrumentteja ennalta sovittuna ajankohtana, ennakkoon sovittulla hinnalla. Mikäli esimerkiksi osakkeen markkinahinta on sopimuksen mukaisena ajankohtana korkeampi kuin osto-option sopimushinta, kannattaa optio käyttää hyödyksi. Jos taas markkinahinta on alhaisempi, kannattaa sijoittajan antaa osto-optiosopimuksen raueta ja ostaa osake suoraan markkinoilta. Myyntioptio toimii puolestaan päinvastaisesti. (Leppiniemi 2002, 111.)

Toinen, yleisesti osakepohjainen johdannainen on warrantti, joka on itsenäinen, markkinoilta ostettava arvopaperi, joka oikeuttaa ostamaan tai myymään osaketta ennalta päätetyllä hinnalla. Osakkeiden lisäksi warrantti voidaan kohdistaa myös esimerkiksi raaka-aineeseen. Warranttikaupassa ei todellisuudessa toteuteta ostoa tai myyntiä. Mikäli warrantilla on sen raukeamishetkellä arvoa, tilitetään erotus rahana. Tilanteessa, jossa warrantti raukeaa arvottomana, menettää siihen sijoittanut koko sijoittamansa summan. (Leppiniemi, 2002, 111.)

Termiini on esimerkiksi optiota huomattavasti sitovampi johdannaismuoto. Termiinikauppa on suoritettava ennalta sovittuna ajankohtana sovittulla hinnalla, vaikka kohteen markkinahinta olisi sovittua hintaa alhaisempi. Swapit voidaan jakaa karkeasti kahteen tyyppiin. Korkoswap tarkoittaa koronvaihtosopimusta ja valuuttaswapissa voidaan esimerkiksi lainavaluutta muuttaa toiseksi valuutaksi. (Leppiniemi, 2002, 111.) Johdannaiset ovat yksi nopeimmin kasvava sijoitusmuoto maailmassa. Se on suosittu etenkin riskien hallinnassa. Kohdeyrityksen sijoitusportfolion riskiä voidaan lisätä tai vähentää johdannaisten avulla. Se auttaa suojautumaan kurssilaskuilta sekä tarjoaa vipuvaikutusta kurssinousuun.

2.5 Asuntosijoittaminen

Asuntosijoittaminen tarkoittaa yksinkertaisimmillaan sitä, että sijoittaja ostaa asunnon ja vuokraa sen eteenpäin. Sijoitusasunto tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden arvonnousuun ja vuokratuloon sekä antaa verosuunnittelumahdollisuuksia. Sijoitusasuntoa harkitsevan on seurattava tarkoin hintatason kehitystä ja vuokra-asuntojen kysyntää. (Investori 2003, hakupäivä 14.2.2010.)

Sijoitusasunnosta saatavaa vuokratuottoa voi verrata pörssiosakkeiden osinkotuottoon tai joukkovelkakirjojen korkotuottoon. Sijoituksen lopullinen tuotto riippuu saatavasta vuokratuotosta, hoitokustannuksista, asunnon arvonnoususta ja velan käytöstä oman pääoman tuoton parantamiseksi. Kuten monissa muissakin sijoitusmuodoissa, hankintahinta määrää keskeisesti odotettavissa olevan tuoton. Sijoittaja joutuu tutustumaan ehkä kymmeniin asuntoihin, ennen kuin löytää kohteen, jossa on arvonnousupotentiaalia ja johon on helppo löytää vuokralaiset hyvällä vuokratasolla. (Investori 2003, hakupäivä 14.2.2010.)

Sijoitusasuntoa varten otettu laina parantaa sijoittajan maksaman omarahoitussuuden tuottoa (oman pääoman tuotto), kunhan asunnosta saatava sijoitustuotto on suurempi kuin velasta maksettava korko. Lainan määrällä sijoittaja voi säädellä riskiä. Suuri lainaosuus merkitsee suurempaa altistumista korkotason muutoksille ja tilapäinen vuokralaisten puuttuminen vaatii sijoittajalta lisää rahaa lainan hoitoon. (Investori 2003, hakupäivä 14.2.2010.)

2.6 Metsä sijoituskohteena

Metsän kiinnostavuus sijoituskohteena liittyy siihen, että metsä tuottaa rahaa sekä maan arvonnousuna, että puista saatavilla myyntituloilla. Metsän hintaan vaikuttaa muun muassa palstan sijainti sekä maaperän ja puuston laatu. Metsäsijoittamisen aikajänne on pitkä, sillä metsä tulee päätehakkuuvaiheeseen vasta noin 70–80 vuoden kuluttua kylvöstä tai istutuksesta. Metsä on siten sijoitus, joka tehdään sukupolvien yli. Metsäsijoitukseen liittyy arvostuksia, joita ei voida rahassa mitata. Metsä voi esimerkiksi tarjota vapaa-ajan elämyksiä. Maata ei enää tehdä lisää, joten sen omistaminen on myös arvo sinänsä. (Hämäläinen 2005, 20.)

2.7 Kohdeyritykselle sopivat sijoitusinstrumentit

Tässä työssä esitetyn teorian pohjalta kohdeyrityksen kannalta kiinnostavimpina sijoituskohteina voidaan pitää osakkeita ja kiinteistöjä. Kohdeyrityksen kannalta mielenkiintoinen vaihtoehto hajautusta ajatellen voisi olla esimerkiksi raaka-aineisiin sijoittavat indeksirahastot. Leppiniemi (2002, 15) sanoo, että osakesijoittaminen sopii parhaiten tilanteeseen, jossa sijoitusvaroilta ei ole määritelty etukäteen tiettyä irrottamisajankohtaa. Kohdeyrityksen 30 vuoden sijoitushorisontti yhdessä 15 prosentin tuottotavoitteen kanssa puoltaa osakkeiden valintaa kohdeyrityksen pääasiallisesti sijoitusinstrumentiksi. Rahastosijoittaminen ei tuoton näkökulmasta ole kiinnostava vaihtoehto. Lisäksi kohdeyritys ei halua antaa rahastonhoitajien päätösten vaikuttaa omiin sijoituksiinsa (Uncia Capital Oy 2010, keskustelu). Tästä syystä rahastosijoittaminen suljetaan tarkastelun ulkopuolelle. Kohdeyrityksen 15 prosentin vuotuinen tuottotavoite sulkee myös metsä- ja asuntosijoittamisen portfolion ulkopuolelle.

Pitkän aikavälin sijoitussuunnitelmaa laadittaessa, Uncia Capital Oy:n kannalta osakkeet ovat varteenotettava vaihtoehto nimenomaan tuotto-odotus mahdollisuutta silmällä pitäen. Valistunut sijoittaja pystyy arvailemaan osakekurssien kehitystä, mutta kukaan ei voi varmasti tietää etukäteen tulevaa suuntaa osakemarkkinoilla. Etenkin lyhyellä aikavälillä osakkeiden tuottoa on vaikea arvioida. Juuri huono ennustettavuus kasvattaa osakemarkkinoiden riskiä. Korkeahko riski ei kohdeyrityksen osalta poissulje osakesijoittamisen mahdollisuutta, sillä osakesalkkuun voidaan poimia keskiverto-osaketta matalampiriskisiä vaihtoehtoja. Maailmantalous sekä yksittäisten maiden taloussuhdanteet voivat vaihdella lukuisista eri syistä todella nopeasti. Tällaisista suhdanne muutoksista voi aiheutua jopa dramaattisia pörssikurssien nousuja ja laskuja. Uncia Capital Oy:n näkökulmasta maailmantalouden epävarmuustekijät huomioon ottaen suhteellisen tasaiset suomalaiset osakkeet nousevat vahvasti vaihtoehtojen kärkipäähän sijoitusvaihtoehtoja mietittäessä.

Koska kohdeyrityksen sijoitushorisontti on pitkä, 30 vuotta, ja koska kohdeyrityksen varoja ei myöskään käytetä elinkustannusten kattamiseen, on kohdeyrityksen riskinsietokyky hyvä. Edellisen perusteella kohdeyrityksen sijoitusinstrumentiksi valitaan suomalaisten pörssiyritysten osakkeet.

3 TUNNUSLUKUANALYYSI

Yksittäisiä tunnuslukuja voidaan käyttää apuna osakkeiden valinnassa. Ainoastaan yhden yksittäisen tunnusluvun käyttäminen ei usein kerro koko totuutta yrityksen tilasta. Useiden tutkimusten mukaan, yhdistämällä useita eri tunnuslukuja saadaan huomattavasti parempi kuva yrityksestä ja sen avulla parempi tuotto kuin käyttämällä vain yhtä yksittäistä tunnuslukua. Useiden tunnuslukujen laskeminen ja vertaaminen on työlästä. Se vaatii aikaa ja laskentaperusteiden hallintaa, mutta pitkällä aikavälillä useiden tunnuslukujen käyttäminen ja vertaaminen parantaa sijoituksen tuottoa. (Saario 2007, 112 - 114.)

3.1 Kannattavuus

Yritystoiminnan menestyksen kannalta merkittävin asia on se, kuinka paljon yritys kykenee tekemään tulosta suhteessa sen omaan liikevaihtoon tai sijoitettuun pääomaan. Sijoittajan näkökulmasta kannattavuus muodostaa perustan yrityksen vakavaraisuudelle, maksuvalmiudelle sekä osingonmaksukyvyille. Tärkeimpinä volyympihajaisina kannattavuusmittareina pidetään yrityksen käyttökattetta, liiketulosta sekä nettotulosta. (Elo 2007, 51.)

Sijoitetun pääoman tuotto eli ROI kuvaa yrityksen toiminnan kannattavuutta. Sijoitettu pääoma saadaan vähentämällä yrityksen korottomat velat taseen loppusummasta tai lisäämällä omaan pääomaan korolliset velat. Sijoitetun pääoman tavoitetuottona pidetään kymmentä prosenttia. Tavoite johtuu siitä oletuksesta, että kannattavan yritystoiminnan, tulee tuottaa reilusti yli yleisen korkotason. (Valuatum Oy 2001. Hakupäivä 30.1.2011.)

Oman pääoman tuottoaste eli ROE kuvaa tuottoa omistajien yritykseen sijoittamille varoille. Pääomien tuottoa seuraamalla saa helposti käsityksen yrityksen tuloksentekevyydestä. Pääoman tuottoja kannattaa vertailla arvostuksiin, sillä näin toimien pystytään muodostamaan käsitys yrityksen arvosta suhteessa sen tuloksentekevyyteen. ROE- tunnusluvun hyväksi tasoksi katsotaan yli 20 prosenttia, 10–20 prosenttia on kohtalainen taso ja tunnusluku ovat huonolla tasolla, kun se on alle 10 prosenttia (Salmi & Rekola-Nieminen 2005, 55 - 56).

3.2 Vakavaraisuus

Yrityksen vakavaraisuudella tarkoitetaan yhtiön rahoitusrakennetta. Huonon vakavaraisuuden omaavalla yhtiöllä on olemassa jopa konkurssiriski. Hyvä vakavaraisuus mahdollistaa yritykselle paremman riskinotto kyvyn. Hyvän vakavaraisuuden merkitys korostuu varsinkin taantuman aikana. Yrityksen omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste ovat vakavaraisuuden mittareita. Omavaraisuusaste tarkoittaa oman pääoman suhdetta taseen loppusummaan. Omavaraisuusaste on pörssiyrityksillä ollut vuonna 2001 keskimäärin 30–60 prosenttia, toimialasta riippumatta. (Leppiniemi 2002, 226.)

Nettovelkaantumisaste eli gearing kertoo kuinka paljon yrityksellä on korollista nettovelkaa oman pääoman nähden. Yrityksen nettovelat saadaan laskettua, kun sen korollisista veloista vähennetään käytössä olevat, likvidit varat. Yrityksen velkaantumisaste on terve, kun sen nettovelkaantumisaste on alle 50 prosenttia. Mikäli tunnusluku pysyy alle 100 prosentin, on taso vielä kohtalainen. Yrityksen velkaantumisaste on huolestuttava jos nettovelkaantumisaste ylittää 100 prosenttia. (Salmi ym. 2005, 55 - 56)

3.3 Osinko

Osinko on osakkeenomistajan saama osuus yrityksen voitosta. Yhtiöt eivät pääsääntöisesti jaa koko voittoa ulos osinkoina, jotta niillä jää varaa myös tarvittaviin investointeihin. Voittovaroilla tehdyt investoinnit kasvattavat yrityksen arvoa. Osinkoa voidaan jakaa ainoastaan voitonjakokelpoisesta vapaasta omasta pääomasta. (Saario 2005, 40) Osinko ilmoitetaan euromääräisenä yhtä osaketta kohti.

Saario (2005) sanoo, että sijoittajien mielissä osinkojen merkitys vähenee noususuhdanteen aikana, koska silloin keskitytään tavoittelemaan vain suuria kurssinousuja, eivätkä osingot juurikaan kiinnosta. Pörssin palatessa taas normaalille kehitystasolle osinkojen merkitys korostuu, koska sijoittajat uskovat tällöin, että osingoilla on suuri merkitys osakkeen arvon kehitykselle.

3.4 Likvidisyys ja volatiilisuus

Laajan omistajapohjan omaavat yhtiöt ja yhtiöt, joiden osakemäärä ja markkina-arvo ovat suuria, ovat yleensä pörssissä vaihdetuimpia osakkeita. Hyvä esimerkki likvidistä osakkeesta on Nokia, jolla käydään kauppaa, jopa useita kertoja sekunnissa. Tällaisiin osakkeisiin kannattaa sijoittaa, mikäli sijoittajalle on tärkeää saada osakkeet vaihdettua rahaksi nopeasti ja sijoitustähtäin on lyhyt. (Hämäläinen 2005, 42) Epälikvidi osake on sopiva kohde sijoittajalle, mikäli sijoittajalla ei ole kiire realisoida sijoitustaan. Tällaisella osakkeella vaihto on vähäistä ja siitä voi olla vaikea päästä eroon haluamallaan hinnalla, sillä tällaisilla osakkeilla osto- ja myyntitarjouksen välinen ero on usein suuri. Tätä ongelmaa kutsutaan likviditeettiriskiksi. Suurenkin yhtiön osakkeen likviditeetti voi olla pieni, jos sillä on yksi tai korkeintaan muutama suuromistaja, jotka eivät ole oikeissa luopua osakkeistaan. (Hämäläinen 2005, 42)

Volatiliteetilla tarkoitetaan tuottojen keskihajontaa. Volatiliteetti kertoo sijoittajalle osakkeen kurssin muutosherkkyyden historiallisen kurssikehityksen perusteella. Käytännössä se siis kertoo kurssimuutokseen liittyvästä epävarmuudesta. Suuri volatiliteetti on ominaista kasvuyhtiölle, joiden kurssit saattavat päivän aikana heilua kymmeniä prosentteja. Volatiili yhtiö on vakaasti kehittyvää osaketta riskisempi sijoitus. Voimakkaasti heiluvia yrityksiä ovat erityisesti sellaiset, joiden arvo perustuu suuriin tulevaisuuden odotuksiin. Volatiliteetti lasketaan historiallisesta kehityksestä ja se voi muuttua ajan kuluessa. Nopeaa arvonnousua tavoittelevat sijoittajat etsivät osakkeita joilla on suuri volatiliteetti. Näissä sijoituksissa on tärkeää ajoittaa osto oikeaan aikaan, koska väärään aikaan ostetun osakkeen kurssi voi laskea voimakkaasti. (Puttonen & Kivisaari 1998, 46.) Yleensä pienet yhtiöt ovat volatiilimpia kuin suuret perinteiset yhtiöt. Sijoittamista volatiileihin osakkeisiin kannattaa harkita silloin, kun tekee päiväkauppaa ja suuretkaan päiväheilahtelut eivät säikäytä. Niillä on mahdollisuus saavuttaa pikavoittoja, mikäli ajoitus on oikea. (Saario 2005, 90.)

3.5 Kasvu

Sijoittajan näkökulmasta yksi tärkeimmistä yrityksen menestymisen osatekijöistä on sen kasvu. Nopeasti kasvava yritys saattaa mahdollistaa sijoittajalle suuria tuottoja tulevaisuudessa. Samalla se voi merkitä myös suurta epäonnistumisen riskiä jos kasvu tapahtuu kannattavuuden, maksuvalmiuden tai vakavaraisuuden kustannuksella.

Yleisimmin yrityksen kasvunopeutta mitataan liikevaihdon, taseen loppusumman tai voiton keskimääräisellä kasvuvauhdilla. Sijoittajan näkökulmasta tasainen kasvu on matalariskisempää kuin sahaava kasvu. Heilahtelut yrityksen kasvussa voivat viitata esimerkiksi käynnissä olevaan muutosprosessiin strategiassa. Sijoittajan on tärkeää pyrkiä tunnistamaan onko yrityksessä tapahtuva muutos positiivinen vai negatiivinen signaali kurssikehityksen kannalta. (Malkamäki & Martikainen 1989, 154)

3.6 Sijoittajien käyttämät tunnusluvut

Osakekohtainen tulos eli EPS (Earnings per Share) kertoo yrityksen tilikauden aikana tekemän voiton määrän yhtä osaketta kohti. Se saadaan jakamalla yrityksen tulos osakkeiden lukumäärällä. Se on yleinen yhtiön ja sen osakkeen arvon arvioinnissa käytetty tunnusluku. EPS:n perusteella sijoittaja pystyy muodostamaan selkeän käsityksen yrityksen osakkeen käyvästä arvosta. Tätä lukua tulkitessa täytyy ottaa huomioon myös sijoittajan oma tuottovaatimus. Sijoittaja, jonka tuottovaatimus on 15 prosenttia, ei ole valmis maksamaan osakkeesta yhtä korkeaa hintaa kuin sijoittaja joka tyytyy 10 prosentin vuosituottoon. (Saario 2001, 294.)

Sijoittajien keskuudessa yleisimpänä osakkeen arvon mittarina käytetään P/E-lukua (Price per Earnings). Se lasketaan jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella. Tämä tunnusluku kertoo sijoittajalle yrityksen arvon suhteessa osakkeen hintaan. Yritysten P/E-lukujen keskiarvo vaihtelee yleensä välillä 10 – 20. Tulkittaessa P/E-lukua matala arvo kertoo mahdollisesti osakkeen olevan alhaisesti arvostettu, mutta toisaalta alhainen P/E-luku voi tarkoittaa myös yrityksen heikkoja kasvunäkymiä. Korkea P/E-luku puolestaan kertoo joko ylihinnoittelusta tai mahdollisista tulevaisuuden kasvuodotuksista. (Tunnuslukusanasto, Valuatum Oy 2001. Hakupäivä 30.1.2011.) Käytännössä P/E-luku kertoo sen, kuinka monta vuotta menee siihen, kun yhtiö tekee arvonsa verran tulosta, mikäli tulos pysyy samana. Tässä kohtaa sijoittajan täytyy muistaa, että P/E-lukua ei voida laskea yritykselle, joka tekee tappiota. P/E-luvun selkein huono puoli on se, että se vertaa vain yhden vuoden tulosta, joten hyvä tai huono vuosi vaikeuttaa arviointia. Matala P/E-luku kertoo sen, että liiketoiminta on tasaista ja korkea luku puolestaan osoittaa, että tuloksessa voi tapahtua suuriakin vaihteluja. (Hämäläinen 2003, 86 - 89.) Oman pääoman tuoton, ROE, kasvassa yleensä myös yrityksen P/E-luku kasvaa, sillä mikäli yrityksen oman pääoman tuotto on korkea, antaa se yritykselle suuren tulevaisuuden kasvupotentiaalin. Jos yrityksellä on hyvät in-

vestointimahdollisuudet ja se käyttää niihin suuren osan tuloksestaan, ottavat markkinat sen hyvänä signaalina, jolloin myös yrityksen P/E-luku nousee (Leivo 2004, 25).

P/E-luvun tulkinnassa pitää sijoittajan olla tarkkana. Esimerkiksi oman pääoman tuoton vaikutuksesta johtuen myös yrityksen rahoitusrakenne vaikuttaa P/E-lukuun. Velkaantumisasteesta riippuen samansuuruisesta tuloksesta jää erisuuruinen tuotto yrityksen omalle pääomalle. Velkaantuneen yrityksen oman pääoman tuotto on vähemmän velkaista yritystä suurempi johtuen vieraan pääoman tarjoamasta verohyödyistä. Tällaisessa tapauksessa velkaisemman yrityksen P/E-luvun tulee olla korkeampi kuin vähemmän velkaisen. Toisaalta korkea velkaisuusaste saattaa nostaa yritykseen liittyvää riskiä, jolloin P/E-luvun kuuluu laskea. (Leivo 2004, 25.)

Riskitasot eri toimialojen välillä voivat vaihdella paljon. Tästä johtuen P/E-lukujen vertailu kaikkien osakkeiden kesken ei ole järkevää. Myös toimialojen sisällä eri yritysten riskit saattavat erota toisistaan merkittävästi. Tästä johtuen P/E-lukujen tulkinnassa on otettava huomioon nimenomaan yrityskohtainen riski sekä tilikausikohtaiset tulosvaihtelut. Tästä voidaan päätellä, että P/E-luku ei yksinään anna riittävää kuvaa yrityksen arvostustasosta, vaan sijoittajan on otettava huomioon myös muita mittareita. (Leivo 2004, 26.)

P/B-luku, eli yrityksen markkina-arvo suhteessa oman pääoman kirja-arvoon, kuvaa yrityksestä maksettavaa markkina-arvoa. Tämän luvun ollessa alle yksi, yhtiöstä maksetaan tällä hetkellä vähemmän kuin sen oman pääoman rahallinen arvo on. (Tunnuslukusanasto, Valuatum Oy 2001. Hakupäivä 30.1.2011.) Kirja-arvolla tarkoitetaan yrityksen omaa pääomaa, joka jaetaan osakkeiden määrällä. Markkina-arvon seuraamiseen kannattaa vertailla osakekohtaisen oman pääoman suhdetta osakkeen hintaan. (Tunnuslukusanasto, Valuatum Oy 2001. Hakupäivä 30.1.2011.)

Yrityksen oman ja vieraan pääoman yhteenlaskettua arvoa kutsutaan yritysarvoksi (Enterprise Value, EV). Yritysarvoa laskettaessa vieraan pääoman arvo ilmoitetaan usein nettomääräisesti, jolloin korollisista veloista vähennetään yrityksen kassavarat. EV/EBIT- tai EV/EBITDA-luku lasketaan suhteuttamalla yrityksen oman ja vieraan pääoman arvo yrityksen liikevoittoon (EBIT = Earnings Before Interest and Taxes, eli tulos ennen korkoja ja veroja) tai käyttökatteeseen (EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations, eli tulos ennen korkoja ja veroja ja poistoja). EV/EBIT-luku ottaa P/E-lukua paremmin huomioon yhtiön velkaisuuden. EV/EBIT- ja EV/EBITDA-luvut antavat yrityksestä tasaisemman kuvan kuin P/E-luku, sillä

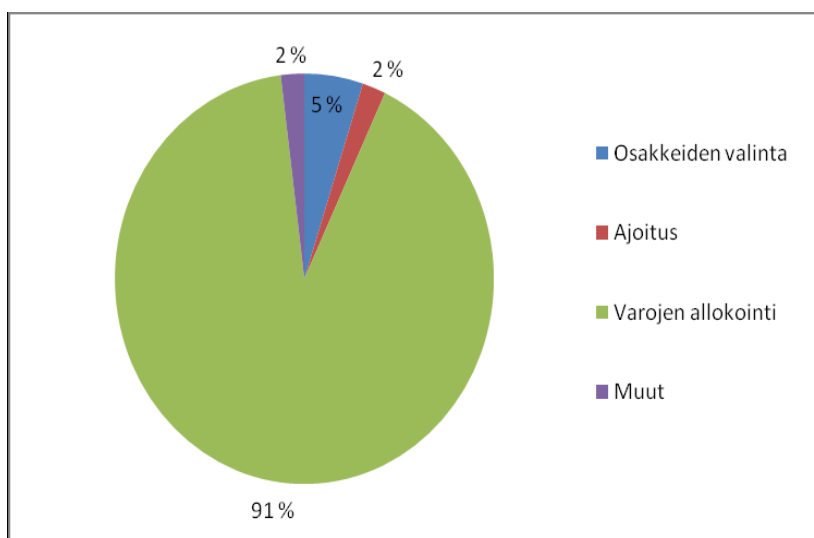
P/E-luku reagoi herkemmin sykleihin. Tunnusluvun EV/EBITDA:n etuna tunnuslukuun EV/EBIT verrattuna on se, ettei se sisällä veroja. Tästä syystä se mahdollistaa yritysten vertailun eri maiden välillä. EV/EBITDA on käytetty tunnusluku etenkin yritysostojen yhteydessä. Kansainvälisissä, arvostrategiaa käsittelevissä tutkimuksissa EV/EBITDA-lukua ei juuri ole käytetty. EV/EBITDA-lukua suositellaan käytettävän P/E-luvun lisänä, ja se sopii käytännössä vain saman toimialan yritysten väliseen vertailuun. (Balance Consulting 2011, hakupäivä 25.3.2011)

Osakkeen hinnan suhde kassavirtaan, eli P/CF on tunnusluku, joka on sijoittajan kannalta hyvä osakkeen arvostuksen mittari. Sen etuna pidetään sitä, että kassavirran määrän manipulointi on vaikeaa kirjanpidollisin keinoin. Kassavirtaa tutkimalla yrityksestä voi tehdä päätelmiä, vaikka yritys tekisikin tuloksellisesti tappiota. Lindström (2007,31) mainitsee, että arvo-osakkeilla P/CF on tyypillisesti alhainen.

Osingon suhde osakkeen hintaan, eli D/P-luku kuvaa sitä, kuinka paljon sijoittaja saa tuottoa sijoitukselleen osingon muodossa. Osinkoa pidetään yleisesti melko varmana kassavirtana, sillä yritykset eivät pääsääntöisesti ole halukkaita pienentämään osinkoaan. Lindström (2007, 182) toteaa, että arvosijoittajat edellyttävät yritykseltä tasaista osinkovirtaa. Hänen mukaansa arvo-osakkeiden osinkotuotto on muita osakkeita parempi.

4 SIOITUSSTRATEGIAN VALINTAAN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ

Sijoittajan peruspäätösten vaikutus salkun tuottoon näkyy kuviossa 1. Kuvio osoittaa, että varojen allokoinnin vaikutus tuottoon on suuri, jopa 91 prosenttia. Ajoituksen ja muiden tekijöiden vaikutus tuottoon on pieni, molemmilla 2 prosenttia. Osakkeiden valinnalla on toiseksi suurin, noin 5 prosentin vaikutus. Allokointi selittyy sillä, että aina jokin rahoitusinstrumentti nousee tai laskee vähemmän kuin markkinat. Kun varat on sijoitettu vallitsevaan taloustilanteeseen nähden oikein, on tuotto paras mahdollinen, ja riskejä pystytään hallitsemaan paremmin. (Puttonen 2001, 50.)



KUVIO 1 Sijoittajan peruspäätösten vaikutus salkun tuottoon (Puttonen 2001, 50).

4.1 Tuotto-odotus ja riski

Sijoituskohteen tuottoa voidaan mitata kohteen mahdollisella arvonnousulla sekä sijoittajan omistuksistaan sijoitusaikana saamalla tuloilla. Tällaisia tuloja ovat esimerkiksi yritysten maksamat osingot sekä kiinteistöistä saadut vuokratulot. Lähtökohtaisesti sijoitustoiminta ja etenkin voitontavoittelu sisältää aina riskin. Sijoitustoiminnan perussäännöksi muodostunut se, että korkeampi riski mahdollistaa korkeamman tuoton. Riski tarkoittaa sitä, että johonkin tavoittelemisen arvoiseen asiaan liittyy myös mahdollinen negatiivinen lopputulos. Arkikielessä riski rinnastetaan epäonnistumiseen tai uhan todennäköisyyteen. Riski voidaan jakaa kahteen osaan, joista toinen on mitattavissa tilastollisia menetelmiä käyttäen. Toinen osa riskistä on mahdotonta arvioida numeer-

risesti, esimerkiksi luonnonmullistus tai sota, joiden todennäköisyyttä on vaikea ennustaa. (Saario 2005, 87). Puttonen (2001, 34) mainitsee, että osakkeen arvon vaihtelu ei ole välttämättä riskiä, jos siihen on varautunut etukäteen. Riskiä voi mitata tutkimalla esimerkiksi arvopaperien historiallista hintakehitystä sekä sen hintakehityksen riippuvuutta muiden arvopaperien hintakehityksestä samalla aikajaksolla.

Volatiliteetti mittaa tuottojen keskihajontaa ja sitä pidetään yhtenä yleisimmistä riskin mittareista. Pienen volatiliteetin omaavat yritykset ovat lähtökohtaisesti matalariskisempiä kuin korkean volatiliteetin yritykset. Korkean volatiliteetin omaavilla osakkeilla pienikin muutos tulevaisuuden kasvutai kannattavuusnäkymissä saa aikaan dramaattisen muutoksen kurssissa. (Hämäläinen 2005, 44.)

Riskin hallitsemisessa tärkein keino on varojen hajauttaminen, joka tarkoittaa varojen jakamista eri omaisuusluokkiin. Varoja ei voi kohdistaa ennen kuin on päätetty sijoittamisen tavoitteet, aikahorisontti, riskinsietokyky ja tuotto-odotus. Tutkimusten mukaan sijoittajan kannalta tärkein päätös pitkän aikavälin tuottojen kannalta on allokaatiopäätös. Allokaatiopäätöksessä määritellään kunkin sijoitusinstrumentin osuus salkusta. (Anderson & Tuhkanen, 2004, 54.)

Osakesijoittamisen kohdalla tutkimukset osoittavat, että hyvin hajautettu osakesalkku voidaan rakentaa valitsemalla 10–15 osaketta. Tällaisessa tapauksessa on tärkeää, että valitut yritykset edustavat eri toimialoja. Tutkimukset osoittavat myös sen, että liiallinen hajauttaminen, kuten varojen sijoittaminen yli 15 osakkeeseen pienentää hajautuksesta saatavaa hyötyä. (Niskanen & Niskanen 2007, 35 - 36.)

Pelkkä toimialakohtainen hajautus ei yksistään ole riittävä. Omaisuuslajin ja toimialakohtaisen hajautuksen lisäksi tulee huomioida myös maantieteellinen hajauttaminen. Siinä tulee pyrkiä selvittämään eri maantieteellisten alueiden kasvunäkymiä, yritysten toimintaympäristöä sekä poliittisia ja taloudellisia riskejä. (Lindström 2005, 103 - 106.)

Pitkän aikavälin vuotuisen tuotto-odotuksen voidaan olettaa olevan yli 10 prosenttia. Kohdeyritys hakee keskivertoa parempaa tuottoa sijoituksilleen, joten 15 prosentin vuosituottoa voidaan pitää kohdeyrityksen kannalta perusteltuna. Tavoiteltaessa hyvää pitkän aikavälin keskimääräistä tuottoa, täytyy sijoittajan ottaa huomioon myös lyhytaikaiset, usein voimakkaatkin tuoton vaihtelut.

Vaihtelun suuruus kulkee käsi kädessä sijoitusten riskitason mukaan. Tuottoisassa pitkän aikavälin sijoitustoiminnassa avainasemaan nousee myös sijoitukseen liittyvät kulut kuten välityspalkkiot. Menestyvän sijoittajan tulee pyrkiä minimoimaan kulut, koska jo puolen prosenttiyksikön erot kulujen suuruudessa tekee tuhansia euroja pitkässä juoksussa. (Puttonen 2001, 23 - 28.)

4.2 Ajoitus

Kurssivaihteluiden vuoksi osakkeiden ostojen sekä myyntien ajoittaminen vaikuttaa merkittävästi sijoituksen menestykseen. Vaikka kukaan ei pysty etukäteen tietämään oikeaa ajankohtaa kaupankäyntiin, on sijoittajan silti pyrittävä ajoittamaan toimeksianto mahdollisimman hyvin. Tässä päättelyssä yleisen markkinatrendin tunnistaminen on tärkeässä roolissa.

Sijoittamisessa yksinkertaisena sääntönä voidaan pitää sitä, että sijoittajan tulee pyrkiä ostamaan halvalla ja myydä kalliilla. Ajoituksella tarkoitetaan sijoittajan mahdollisuutta tulla mukaan markkinoille tilanteessa, jossa osakemarkkinoilla on mahdollisimman paljon nousupotentiaalia. Päinvastoin ajateltuna, ajoitus antaa sijoittajalle mahdollisuuden poistua markkinoilta kun markkinoilla on odotettavissa laskua. Grahamin (2005, 100) mielestä, oikeaa ajoitusta aktiivisesti etsivät sijoittajat ovat spekulatiivisia, joiden sijoituksilleen saama tuotto jää usein vaatimattomaksi. Hänen mielestään on mahdotonta, että yksittäinen sijoittaja pystyy ennakoimaan markkinoiden liikkeitä paremmin kuin muu maailma. Grahamin mielestä markkina-ajoituksen tutkimiseen kuluva aika tulisi suunnata yritysten analysointiin, ja tällä tavoin pyrkiä löytämään edullisesti hinnoiteltuja osakkeita. Yritysten markkina-arvoja analysoimalla on aina ollut mahdollista löytää aliarvostettuja yhtiöitä, joilla on mahdollista saavuttaa ylisuuria voittoja markkinoilta.

Markkina-ajoituksen keskeisin tekijä on markkinoiden lyhyen aikavälin muutosten ennakointi. Samalla tavalla sijoittajan tulee pyrkiä arvioimaan sitä, onko jokin tietty osake tällä hetkellä yli- vai alihinnoiteltu. Periaatteessa sijoittajan tulee lisätä aliarvostettua osaketta salkkuunsa sekä vähentää yliarvostettua. Osakkeiden arvostustasojen arviointi on mahdollista käyttämällä eri tunnuslukuja, mutta kunkin sijoittajan on suhteutettava ne omiin preferensseihinsä sekä riskinsietokykyynsä.

4.3 Sijoittajan tavoitteet ja riskinsietokyky

Selkeästi määritellyt tavoitteet ovat perusta koko sijoitustoiminnalle. Tavoitteita mietittäessä sijoittajan tulee määritellä hakeeko hän arvonnousua, kassavirtaa vai jotain muuta. Sijoittajan riskinsietokyky, eli sijoittajan kyky sietää mahdollisesti syntyviä tappioita asettaa rajat sijoitustoiminnan realistisille tavoitteille, sillä riskinsietokyvyn perusteella rajataan sekä voiton, että tappion mahdollisuus. Sijoittajan on mietittävä kuinka paljon sijoituksen arvo saa laskea ja miten hän siihen suhtautuu.

Riskinsietokyvyn näkökulmasta sijoittajan pitää miettiä milloin hän tarvitsee sijoittamansa rahat käyttöön. Todellinen riski osakesijoituksissa riippuu erityisesti siitä, kuinka kauan sijoittaja voi sijoituksia omistaa. Mahdollisuus ja kyky olla markkinoilla pitkään, mahdollistaa myös suuret tuotot. Yleinen virhe sijoittajalla on yliarvioida omaa riskinsietokykyään. Totuus kuitenkin on se, että mitä enemmän uskaltaa ottaa pitkäaikaista riskiä osakkeiden muodossa, sitä paremmat ovat tulevaisuuden odotettavissa olevat tuotot. (Valistunut sijoittaja, hakupäivä 3.4.2011)

Kohdeyrityksen sijoitustoiminnalla pyritään aktiivisesti kasvattamaan perheen varallisuutta. Tavoitteena on varojen sijoittaminen tehokkaasti, mutta pitää kokonaisriski kohtuullisena. Toimeksiantaja yrityksen edustajien kanssa käytyjen keskusteluiden perusteella voidaan päätellä, että Uncia Capital Oy:llä riskinsietokyky on tasolla, joka mahdollistaa sijoitusvarallisuuden kohdistamisen pelkästään osakkeisiin.

5 ERILAISIA SIJOITUSSTRATEGIOITA

Sijoitusstrategiaa suunniteltaessa tulee ottaa huomioon vallitseva markkinatilanne sekä riskitaso.

Rahoitusteoria määrittelee täydelliset pääomamarkkinat seuraavasti:

- Arvopaperimarkkinoilla vallitsee täydellinen kilpailu, eli kaikki osapuolet käyvät kauppaa vallitsevilla markkinahinnoilla.
- Kaikki varat ovat myytävissä, eikä rajoittavaa lainsäädäntöä kuten veroja tai transaktiokustannuksia ole.
- Markkinoilla kaikki informaatio on ilmaista ja kaikkien osapuolten saatavissa samanaikaisesti, eli markkinat ovat informatiivisesti tehokkaat.
- Kaikki yksityiset henkilöt maksimoivat odotettua hyötyään.

Täydellisten markkinoiden oletuksen mukaan pääomamarkkinat toimivat tehokkaasti silloin kun riskipitoisten investointien tuotto-odotus muodostuu korkeammaksi kuin vähempiriskisten. (Malkamäki ym. 1989, 31)

Fama (1970) on jakanut osakemarkkinoiden tehokkuuden kolmeen osaan:

- Heikot ehdot täyttävä tehokkuus. Tällaisilla markkinoilla arvopapereiden hinnat sisältävät kaiken aikaisempaan hintakehitykseen sisältyvän informaation.
- Keskivahvat ehdot täyttävä tehokkuus. Kun markkinoilla vallitsee keskivahva tehokkuus, heijastuu kaikki informaatio välittömästi arvopapereiden hintoihin.
- Vahvat ehdot täyttävä tehokkuus vallitsee silloin kun sekä julkistettu, että julkaisematon informaatio heijastuu välittömästi arvopapereiden hintoihin.

Faman kehittämä tehokkuusluokittelu on edelleen yleisesti empiirisissä tutkimuksissa käytetty. Tässä mallissa tehokkuuden asteet ovat riippuvaisia toisistaan, eli markkinoiden on täytettävä heikot ehdot, voidakseen täyttää keskivahvat ehdot sekä keskivahvat ehdot, jotta vahvojen ehtojen täyttäminen on mahdollista. Vahvojen ehtojen tehokkuuden toteutumista ei ole kyetty todistamaan käytännössä millään osakemarkkinoilla. (Malkamäki ym. 1989, 35)

Malkamäki ym. (1989, 42) toteaa, että Suomen osakemarkkinoilla on empiirisesti todistettu, että yritysten menestymistä kuvaavien julkisten tietojen pohjalta on mahdollista saavuttaa ylisuuria voittoja.

Rahoitusmarkkinoilla sijoittajan on mahdollista sijoittaa joko riskisiin tai riskittömiin kohteisiin. Sijoittajan valitessa riskittömän kohteen, hän tietää jo sijoitushetkellä sijoituksesta saatavan tuoton. Riskisen kohteen, kuten osakkeen ostohetkellä sijoittaja ei voi tietää tulevaa tuottoa. Hänellä on kuitenkin odotuksia tuoton suhteen, mutta nämä odotukset eivät kuitenkaan välttämättä toteudu. Käytännössä riski tarkoittaa juuri tätä poikkeamaa tuoton odotetusta arvosta. (Malkamäki ym. 1989, 79)

Riski antaa sijoittajalle mahdollisuuden suuriin tuottoihin, mutta myös tappioihin. Markkinoiden tasapainotilanteessa suurempaan riskiin liittyy myös suurempia tuotto-odotuksia. Monet sijoittajat ovat valmiita ottamaan suuremman riskin, jos siitä on odotettavissa suurempia tuottoja. Sijoittajan asenne riskiä kohtaan voi olla myös neutraalia. Tällaiset sijoittajat eivät vaadi riskin lisääntyessä suurempaa tuottoa. Riskin tavoittelijat puolestaan etsivät riskisiä kohteita ja ovat valmiit sijoittamaan panoksensa vaikka todennäköisesti menettäisivätkin koko summan. Hyvä esimerkki tästä on rahapelit. (Malkamäki ym. 1989, 80)

Todellisuudessa yleinen lähtökohta sijoittamisessa on riskin karttaminen. Silloin sijoittaja pyrkii tietylle tuottotasolle minimiriskillä tai vastaavasti tietylle riskitasolle maksimituotolla. Markkinoilta pyritään löytämään aliarvostettuja osakkeita, joiden riski-tuotto suhde on epätasapainossa. Mikäli osakkeen tuoton oletetaan ylittävän sen riskitason, liittyy siihen sekä alhainen riski, että suuret tuotto-odotukset. Tällainen tilanne kuitenkin korjaantuu ajan saatossa, kun muut sijoittajat huomaavat saman ja osakkeen hinta hakeutuu lähemmäksi tasapainotasoa. (Malkamäki ym. 1989, 80)

5.1 Tunnuslukupohjaiset sijoitusstrategiat

Tunnuslukuperusteisia sijoitusstrategioita ovat arvo-osakestrategia ja kasvuosakestrategia. Näissä strategioissa pyritään sijoittamaan osakkeisiin, joihin yhden tai useamman tunnusluvun perusteella katsotaan liittyvän tuotto-odotuksia. Ainoastaan yhden yksittäisen tunnusluvun käyttäminen ei usein kerro koko totuutta yrityksen tilasta. Useiden tutkimusten mukaan, yhdistämällä useita,

eri tunnuslukuja saadaan huomattavasti parempi kuva yrityksestä ja sen avulla parempi tuotto kuin käyttämällä vain yhtä yksittäistä tunnuslukua. Useiden eri tunnuslukujen laskeminen ja vertaaminen on työlästä. Se vaatii aikaa ja laskentaperusteiden hallintaa, mutta pitkällä aikavälillä useiden tunnuslukujen käyttäminen ja vertaaminen parantaa sijoituksen tuottoa. (Saario 2005, 54 - 55.)

Arvo-osakestrategia on sijoittamista arvo-osakkeisiin, jotka voi tunnistaa yleensä korkeasta kirjavarvosta suhteessa markkina-arvoon. Lisäksi yrityksen tulos ja kassavirta suhteessa hintaan on korkea. Arvoyhtiö jakaa hyvää osinkoa ja sen myynnin ja kannattavuuden kasvu on tasaista, mutta melko hidasta. Tulevaisuuden kasvun uskotaan myös olevan alhaisella tasolla. Arvo-osakkeen volatiilisuus on yleensä osakemarkkinoiden keskiarvoa alhaisempi. (Fama & French, 1998.)

Benjamin Graham ja David Dodd (1934) kehittivät arvo-osakestrategian 1930-luvulla. Heidän mukaan aliarvostettuja osakkeita eli arvo-osakkeiksi luokiteltavia sijoituskohteita voidaan löytää seuraavien kriteerien perusteella:

- Yrityksen tulostuoton on oltava vähintään kaksinkertainen kun se suhteutetaan pitkän aikavälin riskittömään korkoon. Tulostuotto määritellään yrityksen P/E-luvun käänteisluvulla.
- P/E-luku saa olla enintään 40 prosenttia pörssin viiden vuoden keskimääräisestä P/E-luvusta.
- Osakekurssi saa olla enintään 2/3 yrityksen omasta pääomasta, josta on vähennetty epäselvät erät kuten esimerkiksi goodwill-arvo.
- Osinkotuoton on oltava vähintään 2/3 pitkien yritysainojen keskikoroista.
- Yrityksen oman pääoman tulee olla suurempi kuin sen yhteenlasketut velat.
- EPS-luvun pitää olla kasvanut viimeisen kymmenen vuoden ajan yli 7 prosentin vuosivauhtia ja samaan aikaan yhtiön tilikauden tulos saa olla heikentynyt korkeintaan kahtena vuotena.

Warren Buffet luokittelee yritykset kahdella tavalla: kvantitatiivisella tavalla hän tarkastelee yrityksen toimintaa taloudellisesta näkökulmasta ja kvalitatiivisella tavalla hän vertailee yritysten kilpailuasemaa suhteessa toisiinsa. Buffetia kiinnostaa erityisesti yrityksen voittomarginaali, joka saadaan kun yrityksen nettotulot jaetaan myynnin määrällä. Se kertoo sijoittajalle kuinka paljon yh-

destä saadusta eurosta jää yritykselle. Buffetin mukaan voittomarginaalin on kasvettava vuosi vuodelta. (Investmenticon, hakupäivä 4.3.2011.)

Warren Buffet pyrkii sijoittamaan vähävelkaksiin, ja hyvää kassavirtaa tekeviin yrityksiin. Kun hän vertailee kahta samalla alalla toimivaa yritystä, hän vertailee niiden tunnettuutta. Esimerkkinä voidaan mainita vaatevalmistajat Reebok ja Nike, joista Nike on selvästi tunnetumpi. Hän asettaa suuren painoarvon yrityksen brändin arvolle. Lisäksi hän pyrkii hyödyntämään mahdollisesti laillisessa monopoliasemassa olevan yrityksen tarjoamaa vakaata tuottoa. (Bernhardsson, 2010, 38 - 39)

Warren Buffet ei usko, että markkinat olisivat tehokkaat. Hänen näkemyksensä mukaan markkinat tarjoavat ennakoitavia mahdollisuuksia analyyttiselle sijoittajalle. Warren Buffet neuvoo sijoittajia käyttämään aikansa mieluummin yritysten analysointiin kuin markkinoiden tutkimiseen. Hän ei suosi perinteistä hajauttamismallia vaan valitsee osakkeet manuaalisesti. (Investori 2010b, hakupäivä 4.3.2011.)

Warren Buffet käyttää osakkeen valinnassa samaa lähestymistapaa kuin koko yrityksen ostamisessa käytettäisiin. Hän haluaa ostaa liiketoimintaa, jonka ymmärtää, jolla on suotuisat pitkän aikavälin näkymät, jota johtaa rehelliset ja osaavat ihmiset sekä jonka hinta on houkutteleva. Tunnuslukuista Buffet pitää tärkeimpänä yrityksen oman pääoman tuottoastetta. Pelkkä hyvä oman pääoman tuottoaste tällä hetkellä ei hänelle riitä, vaan tunnusluvun on oltava hyvä viimeiseltä viideltä vuodelta. Tavoitteeksi oman pääoman tuottoasteelle hän asettaa 15 prosenttia tai enemmän. Korko, ja koronkorko ovat tärkeässä roolissa hänen sijoitusfilosofiassaan. Hänen mielestään sijoittajan tulee ymmärtää se, että tänään hankittu euro on arvokkaampi kuin vuoden päästä hankittu. (Elo, 2008. Hakupäivä 4.3.2011.)

Kasvuyhtiöllä tarkoitetaan sellaista yhtiötä, jonka kasvun odotetaan olevan pörssi-yhtiöiden keskiarvoa nopeampaa. Mikäli kasvuvauhti toteutuu, ennakoidaan myös yhtiön tuloksen kasvavan keskiarvoa nopeammin, joka johtaa pörssikurssin nousemiseen. Kasvuyhtiöt ovat riskisempiä sijoituskohteita kuin arvoyhtiöt, koska niiden markkina-arvot perustuvat tulevaisuuden odotuksille. Mikäli odotukset eivät toteudu saattaa osakekurssi romahtaa.

Seuratuin tunnusluku kasvuosakkeilla on EPS. Kasvuosakkeen P/E-luku on yleensä hyvin korkea. 2000-luvulla kasvuosakkeina on pidetty erityisesti teknologiaosakkeita. Kasvuosakkeiden pörssikursseihin vaikuttavat varsinkin pitkän aikavälin tuotto-odotukset. Tämä näkyy muun muassa niin, että yhtiön P/E-luku on korkea, usein yli kymmenen. Kasvuyhtiön osakekurssien perusteella laskettu markkina-arvo voi olla moninkertainen verrattuna yhtiön kirjanpitoarvoon eli substanssiarvoon. Usein kasvuyhtiöiden kurssi voi olla jopa 3-10 kertaa taseen oma pääoma, kun pörssin keskiarvo vaihtelee välillä 1–2. (Saario 2005, 47.)

Peter Lynch on tunnettu kasvuosakestrategian hyödyntäjä. Hän jakaa osakkeet kuuteen kategoriaan, jotka ovat:

1. Hitaasti kasvavat yritykset, joiden tulos kasvaa yleisen talouskasvun mukana.
2. Kasvavat yritykset, joiden voitot kasvavat vakaasti 10–12 prosenttia.
3. Nopeasti kasvavat yritykset, pienet aggressiivisesti kasvavat yritykset, joiden kasvuvauhti on 20–25 prosenttia.
4. Sykliset ja suhdanneherkät yritykset
5. Käänneyhtiöt, joilla on ollut huono tuloskehitys, mutta ovat todennäköisesti kehittymässä parempaan suuntaan.
6. Alhaisen substanssiarvon yritykset.

Osakevalinnassaan Lynch suosii erityisesti nopeasti ja aggressiivisesti kasvua hakevia yrityksiä, jotka ovat kohtuullisesti arvostettuja. Toissijaisesti Lynch keskittyy käänneyhtiöihin, joskus myös alhaisen substanssiarvon omaaviin yrityksiin. Hän välttää hitaasti kasvavia yrityksiä, syklisiä yrityksiä ja vakavaraisuudeltaan huonoja yrityksiä. Lynchin mukaan tulospäätöksen on oltava suurempi kuin P/E-luku. (Bernhardsson, 2010, 200.)

5.2 Riskinhallintaan perustuvat sijoitusstrategiat

Harry Markowitz kehitti modernin portfolioteorian 1950-luvulla. Teoria lähtee perusolettamukselta, että kaikki sijoittajat haluavat karttaa riskiä. Portfolioteorian mukaan osakkeita voidaan yhdistellä niin, että matalimmalla mahdollisella riskitasolla voidaan saavuttaa haluttu tuotto. Markowitzin oivallus oli, että korkeariskisten (volatiilien) osakkeiden salkku voidaan koostaa siten, että salkku kokonaisuutena sisältää vähemmän riskiä kuin siinä olevat yksittäiset osakkeet. (Malkiel 2007, 192 - 193.)

Portfolioteorian ajatus on se, että sijoittajalla on tietty alkuvarallisuus, jonka hän haluaa sijoittaa tietyksi, ennalta määrätyksi ajaksi. Se mitä arvopapereita sijoittaja salkkuunsa valitsee, riippuu arvopaperien tuoton odotusarvosta ja varianssista sekä eri osakkeiden odotettujen tuottojen yhteisvaihtelusta eli kovarianssista. Käytännössä sijoittaja, joka haluaa noudattaa tätä teoriaa, ei voi sijoittaa yhtä aikaa autoja valmistavaan yritykseen sekä tälle yritykselle osia toimittavaan yritykseen, koska mikäli autojen myynti laskee, laskee myös valmistukseen tarvittavien osien tarve. (Anderson ym. 2004, 85 - 92.)

Markowitzin portfolion hajautus perustuu eri arvopaperien odotettujen tuottojen yhteisvaihtelun eroihin. Jos arvopaperien tuotot liikkuvat eri suuntiin, kumoaa toisen arvopaperin tuotto toisesta syntyneen tappion. Tämä hajautus takaa sen, että koko salkun tuotto ei romahda yhden osakkeen epäonnistuessa. Tämän ajattelumallin pohjalta salkkuun valitaan useita osakkeita joiden tuotot vaihtelevat mahdollisimman paljon keskenään. Näin saadaan arvopaperisalkku, jonka keskimääräinen tuotto on samalla tasolla kuin yksittäisen osakkeen, mutta riskitaso on huomattavasti alhaisempi. Yhteen osakkeeseen sijoittanut osakkeenomistaja kantaa suurempaa riskiä kuin portfolioon sijoittanut, sillä portfolioissa osakekohtainen riski on hajautettu pois ja sijoittaja joutuu kohtaamaan vain markkinariskin. Markowitzin mukaan osakeportfolion tuotto on kaikkien sen sisältämien arvopapereiden tuottojen summa. (Kostiainen 2006, 10.)

CAP-malli eli Capital Asset Pricing Model on sijoituskohteen arvonmäärittäjämalli, jossa keskeisimmät tekijät ovat tuoton odotusarvot ja riski. Mallin ovat kehittäneet yhdessä, mutta toisistaan tietämättä Lintner, Mossin ja Sharpe vuosina 1964–1966. CAP-malli perustuu Markowitzin kehittämään portfolioteoriaan. Osakkeen riskiä voidaan mitata esimerkiksi keskihajonnalla. Beta-kerroin, kuvaa osakkeen markkinariskiä ja kokonaistuoton riippuvuutta markkinoiden keskimää-

räisestä tuotosta. CAP-mallin perusajatuksen mukaan osakkeen tuotto-odotus on sitä suurempi, mitä korkeampi riski osakkeella on. Arvo-osakkeiden riskiä pidetään yleisesti pienempänä kuin kasvuosakkeiden ja CAP-mallin mukaan näiden osakkeiden tuoton tulisi olla kasvuosakkeita alhaisempi. (Anderson ym. 2004, 94 - 96.)

Beta-kerroin kertoo osakkeen arvon herkkyyden markkinaindeksin muutoksille. Markkinaindeksin beta-kerroin on aina 1,0. Jos osakkeen beta-luku on yli 1,0, sen arvo on historiallisen kurssikehityksen perusteella kehittynyt nopeammin kuin kurssit keskimäärin. Tällaisia osakkeita kutsutaan myös aggressiiviksi osakkeiksi. Vastaavasti alle 1,0:n jäävä beta-luku kertoo sen, että yhtiön osake on kehittynyt markkinoiden yleistä kehitystä maltillisemmin. Näitä osakkeita kutsutaan defensiiviksi osakkeiksi. Yksinkertaistettuna mitä suurempi osakkeen beta-luku on, sen suurempi tuotto-odotus sille voidaan asettaa. Sijoittajan täytyy kuitenkin muistaa, että tuotto-odotuksen kasvaessa myös sijoitukseen kohdistuva riski kasvaa. (Taloudellinen riippumattomuus, hakupäivä 6.3.2011)

Koska malli perustuu todellisuutta yksinkertaistaville oletuksille, on osa oletuksista epärealistisia. Malkamäki ym. (1989, 83) on määritellyt CAP-mallin oletuksiksi seuraavat ehdot.

- Sijoittajan, joka karttaa riskiä tavoittelee odotetun tuoton maksimointia sijoituskauden lopussa.
- Sijoittajan valinta perustuu arvopaperin odotetun tuoton ja siihen liittyvän riskin suhteeseen.
- Kaikilla sijoittajilla on yhtenäiset odotukset arvopaperin riskistä ja tuotosta.
- Sijoittajien sijoituskausi on sama.
- Informaatio on vapaasti ja samanaikaisesti kaikkien markkinaosapuolten saatavilla.
- Sijoittajat voivat sijoittaa tai lainata riskittömällä korolla rajattomasti
- Markkinoilla ei ole epätäydellisyyksiä, kuten veroja ja rajoituksia, jotka estävät arvopapereiden lyhyeksi myynnin.
- Kaikki sijoitushyödykkeet ovat markkinoitavissa.

Ensimmäinen CAP-mallin oletama perustuu siihen, että sijoittajat välttävät riskiä eikä heille ole merkitystä, tulevatko sijoituksesta saatavat tuotot osingon vai kurssinousun muodossa. Toisen oletuksen mukaan sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä pelkästään arvopaperin riskin ja tuoton perusteella ja tästä johtuen tuottojen on oltava normaalijakautuneita. Mikäli kyseinen ehto ei to-

teudu, osakkeen tuoton odotusarvo ja varianssi eivät riitä kertomaan osakkeen oikeaa riskitasoa. Neljäs oletus on selvästi epärealistinen. Sijoittajien itselleen määrittelemä sijoitusaika on aina yksilöllinen ja perustuu sijoitustoiminnan luonteeseen. Tämän lisäksi sijoittajien aikahorisontit saattavat vaihtua nopeasti markkinatilanteen äkillisten muutosten seurauksena. Malkamäen ym. (1989, 84) mukaan tutkimuksissa on kuitenkin osoitettu, ettei tämän oletuksen toteutumattomuus välttämättä tuhoa CAP-mallin mukaista riskin ja tuoton välistä riippuvuussuhdetta. Viides ehto, eli informaation saatavuuteen ja siihen liittyviin kustannuksiin liittyen Malkamäki ym. sanovat, että markkinatehokkuus on saavutettavissa vaikka informaation hankinnasta syntyisikin kustannuksia. Kuudennen oletuksen mukainen riskittömällä korolla lainaaminen ja tallettaminen, ei ole käytännössä mahdollista, koska pankit ovat liikeyrityksiä, jotka ottavat palveluistaan maksun. Seitsemannen oletuksen mukaiset rajoitukset kuuluvat tosielämän rahoitusmarkkinoihin. Kahdeksannen oletuksen mukaan kaikki sijoitushyödykkeet ovat markkinoitavissa, mutta tosiasiaa esimerkiksi työntekijöiden kauppaaminen on lähes mahdotonta. Myöskään tämän ehdon toteutumattomuus ei tee mallista käyttökeltotonta. (Malkamäki ym. 1989, 85.)

5.3 Aikaisempaan tuottoon perustuvat sijoitusstrategiat

Momentumstrategia lähtee oletuksesta, että jos osakkeella on keskimääräistä parempi arvokehitys, niin tämä arvokehitys jatkuu myös tulevaisuudessa. Nousun jatkumisen oletus pohjautuu teoriaan, jonka mukaan uusi informaatio siirtyy osakkeen hintaan asteittain. Momentumstrategian mukaan ostetaan aikaisemmin menestyneitä osakkeita ja myydään aikaisemmin huonosti menestyneitä osakkeita. Momentum-ilmiön avulla on todistettu pystyty saavuttamaan markkinatuottoa korkeampia tuottoja ja sen olemassaolo on havaittu useissa tutkimuksissa ja useilla eri kehittyneillä osakemarkkinoilla ympäri maailmaa.

Jegadeesh & Titman (1993) ovat osoittaneet, että keskipitkällä (3–12 kuukautta) aikavälillä aikaisemmin hyvin menestyneillä osakkeilla on parempi odotettavissa oleva tuotto, kuin aikaisemmin huonosti menestyneillä. Chan, Jegadeesh & Lakonishok (1996) esittivät, että momentumstrategian menestymisen taustalla on markkinoiden taipumus ylireagoida hyviin uutisiin, joka johtaa osakkeen mahdolliseen yliarvostukseen. Momentumstrategia liitetään usein kasvustrategiaan koska sen on monessa tutkimuksessa todettu tuovan eniten lisäarvoa juuri kasvuosakkeista muodostetuille portfolioille.

Kontrariaanisen strategian oletuksena on, että markkinoita voimakkaammin laskeneiden osakkeiden kurssikehitys kääntyy tulevaisuudessa, jolloin odotettavissa on markkinoiden keskimääräistä tuottoa parempi tuotto. Kontrariaanisen strategian mukaisesti sijoittajan tulee ostaa osakkeita, jotka ovat voimakkaasti laskeneet ja myydä osakkeita, jotka ovat nousseet viime aikoina. Strategian lähtökohtana on olettamus, että markkinat liioittelevat siten, että osakkeen huono kehitys jatkuu pidempään kuin olisi kohtuullista. Tutkimuksissa on todistettu, että osakkeet palautuvat ennemmin tai myöhemmin oikealle arvostustasolle. (Chan, 1988.) Kontrariaaninen strategia yhdistetään usein arvo-osakestrategiaan.

5.4 Eri sijoitusstrategioiden arviointia

Graham ym. (1934) esittivät, että arvo-osakkeen tuotto-odotus on markkinoiden keskimääräistä tuottoa parempi. Myös Lakonishokin, Schleiferin & Vishnyn (1994) tekemä tutkimus osoitti, että arvo-osakkeet tuottavat huomattavasti kasvuosakkeita enemmän pitkällä aikavälillä. He totesivat tutkimuksessaan, että arvo-osakkeiden menestys ei ole seurausta niiden korkeammasta riskistä vaan sijoittajien tekemistä virheistä. He esittivät teorian, että sijoittajat arvioivat tulevaisuuden systemaattisesti väärin, eikä arvostrategian noudattaminen ainakaan lisää sijoitustoiminnan riskiä.

Myös Fama ym. (1998) tuli tutkimuksessaan tulokseen, että arvo-osakkeet tuottavat kasvuosakkeita enemmän kaikkialla maailmassa. Tutkimuksessa arvo-osakkeet löivät selvästi kasvuosakkeet yli 90 prosentissa tutkituista markkinoista vuosina 1975–1995, kun osakkeet oli jaoteltu kirjanpitoarvon suhteessa markkina-arvoon.

Chanin & Lakonishokin (2002) mukaan empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että arvo-osakkeet saavuttavat keskimäärin korkeampia tuottoja kuin kasvuosakkeet. Heidän mukaansa tämä on selvemmin todistettu pienten yhtiöiden osakkeilla, mutta ero on huomattava myös suurempien yritysten osakkeilla.

Arvosijoitusstrategiassa hyödynnetään markkinapsykologiaa. Kasvuyhtiöiden tulevaisuuden odotukset nousevat usein sijoittajien keskuudessa liian korkealle kun osakkeista tulee kaikkien haluamia. Tällaisissa tilanteissa sijoittajien kiinnostus tasaista tulosta tekeviin arvoyhtiöihin vähenee ja niiden osakekurssit saattavat valua liian alas.

Fama ja French ovat selittäneet arvo-osakkeiden saavuttamia ylituottoja sillä, että yrityksen tuloksentekokyvyssä on tapahtunut selkeä muutos parempaan. He ovat lisäksi todenneet, että oman pääoman tuotto on yleisesti ottaen pienemmissä yrityksissä alhaisempi kuin suurissa yrityksissä. Heidän mukaansa tämä on looginen selitys pienten yritysten aliarvostukseen pörssissä ja sen mahdollistamaan keskimääräistä parempaan tuottoon tulevaisuudessa. (Lindsröm 2007, 110.)

De Bondt & Thaler (1985) sekä Fama & French (1992) ovat osoittaneet, että arvo-osakestrategian tuotto on merkittävästi parempi kuin kasvuosakestrategian tuotto. Kun markkinariski on mitattu pelkästään volatiliiteetilla, on tämä parempi tuotto saavutettu ilman riskin kasvattamista. Fama ym. (1998) tuli tutkimuksessaan tulokseen, jossa arvo-osakestrategialla saavutettiin jopa 7 prosenttia suurempi vuosituotto kuin kasvuosakkeilla.

Asness (1997) löysi kaksi syytä arvo-osakkeiden menestykselle. Joko ne ovat riskisempiä kuin kasvuosakkeet tai markkinat toimivat tehottomasti. La Portan, Lakonishokin, Shleiferin & Vishnyn (1997) tutkimuksen mukaan arvo-osakkeiden paremman menestyksen taustalla ovat olleet positiiviset tulosityllätykset.

Kun arvostrategiaa verrataan kasvuosakestrategiaan, voidaan päätellä, että arvosijoittaminen perustuu faktatietoon, joka pohjautuu ensisijaisesti yritysten tilinpäätöksiin ja kasvustrategia pohjautuu pääsääntöisesti vain tulevaisuuden odotuksiin, jotka ovat usein ylioptimistisia.

CAP-mallin toimivuutta USA:n osakemarkkinoilla on tutkittu vuosien saatossa laajasti. Tutkimuksissa on tultu siihen johtopäätökseen, että betan ja odotetun riskipreemion suhde ei ole teorian mukainen eli suurempi beta ei ole välttämättä tarjonnut samassa suhteessa suurempia tuottoja sijoittajalle. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että CAP-mallia ei kannattaisi käyttää. Sen avulla pystytään helposti vertailemaan eri sijoitusvaihtoehtojen odotettuja tuottoja. (Malkamäki ym. 1989, 87)

CAP-mallin soveltamisessa tulee ottaa huomioon kaksi asiaa. Ensimmäiseksi voidaan todeta, että markkinat eivät käytäydy aina rationaalisesti, eli esimerkiksi liian hyviin ja liian huonoihin uutisiin yliireagoidaan. Toiseksi voidaan todeta, että malli voi olla rakenteellisesti puutteellinen, eli todellisen markkinaportfolion määrittäminen on käytännössä mahdotonta ja tästä syystä CAP-

malli saattaa suosia tietyn tyyppisiä sijoituskohteita. Muun muassa tutkijat Fama ym. (1992) ovat osoittaneet, että osakkeista saatavan tuoton ja niiden betalla mitatun riskin välillä ei ole yhteyttä.

Chan & Lakonishok (1993) totesivat tutkimuksensa perusteella, että nousevilla markkinoilla beta-luvulla ja sijoituksen tuotoilla on positiivinen korrelaatio ja laskevilla puolestaan negatiivinen.

Portfolioteorian ideana on sijoittaa sellaisiin arvopapereihin, joiden kovarianssi on negatiivinen. Tämä tarkoittaa sitä, että arvopapereiden tuotot vaihtelevat eri suuntiin ja näin ollen yhdestä arvopaperista syntyvä tappio kompensoituu toisen arvopaperin tuotolla. Portfolioteoriassa on kuitenkin otettava huomioon se, että vaikka hajauttamalla pystytään vähentämään riskiä, ei sitä pystytä arvopaperisijoittamisessa ikinä poistamaan kokonaan. Lisäksi ongelmaksi portfolioteoriassa muodostuu odotettavissa olevien tuottojen arvioinnin vaikeus.

Jegadeesh & Titman (1993) tulivat osakkeiden tuottoja käsitelleessä tutkimuksessaan tulokseen, että viimeisten 3–12 kuukauden voittajaosakkeet jatkavat menestystään myös jatkossa. He totesivat myös, että saman ajanjakson aikana huonosti menestyneiden osakkeiden kehitys on huonompaa kuin aikaisemmin menestyneillä Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla. Heidän tutkimustuloksen perusteella voidaan päätellä, että sijoittajan tulee ostaa aikaisemmin menestyneitä osakkeita ja myydä puolestaan huonosti menestyneitä.

De Bondt ym. (1985) tutkivat osakkeiden tuottoja kahden osakesalkun avulla. Toiseen salkkuun he valitsivat lähimenneisyyden häviäjä osakkeita ja toiseen vastaavasti menestyneitä osakkeita. He osoittivat, että häviäjät olivat kolmen seuraavan vuoden aikana nousseet noin 20 prosenttia enemmän kuin markkinaindeksi ja jopa 25 prosenttia enemmän kuin voittajaosakkeet. Häviäjä osakkeiden nousu kiihtyi kahden ja kolmen vuoden kuluttua sijoitushetkestä. Tätä tutkimustulosta selittänee osaltaan muiden sijoittajien kiinnostuksen herääminen kyseisiä osakkeita kohtaan niiden menestymisen johdosta.

Lakonishok ym. (1994) toteavat, että sijoittaja arvioi riskin väärin usein sellaiselle osakkeelle, joka on menestynyt heikosti. Riski arvioidaan helposti liian suureksi, koska aiemmat huonot uutiset saavat sijoittajat varuilleen. Toinen sijoittajan tekemä virhe heidän mukaansa on se, että menneisyyden tuottoja ennustetaan liian suoraviivaisesti eteenpäin arvioitaessa tulevia tuottoja. Mikäli tämän tyyppisiä virheitä tekeviä sijoittajia on tarpeeksi, syntyy markkinoille tilanne, jossa aiemmin

heikosti tuottaneita osakkeita aliarvostetaan ja hyvin tuottaneiden arvostustaso nousee liian korkeaksi.

Lakonishok ym. (1994) mukaan kontrariaaniset mallit toimivat, koska ne sisältävät enemmän riskiä. Heidän tutkimuksissa on havaittu, että sijoittajat, jotka uskovat aikaisemmin menestyneiden kasvuosakkeiden jatkavan nousuaan myös tulevaisuudessa, joutuvat usein pettymään. Suurin syy tähän on se, että osakkeiden tuotot ja kasvuluvut ajautuvat sijoitusajan edetessä lähemmäksi keskiarvoa.

Huolimatta siitä, että tutkijat ovat kohtalaisen yksimielisiä kontrariaanisen sijoitusstrategian toimivuudesta, eivät he ole tulleet yhteisymmärrykseen siitä, minkä takia se mahdollistaa ylisuuren tuoton. Strategia saattaa antaa keskivertoa paremman tuoton koska se on päinvastainen keskiwertosijoittajan strategiaan verrattuna. Yleisimmin käytetyt strategiat pohjautuvat ylioptimistisiin odotuksiin tuloskasvun jatkumisesta. Koska kontrariaanista strategiaa noudattava sijoittajat panostavat alihinnoiteltuihin osakkeisiin, yltävät he pitkällä aikavälillä markkinoiden keskimääräistä tuottoa parempaan tuottoon.

6 OPTIMAALISEN SIOITUSSTRATEGIAN MUODOSTAMINEN PIENELLE SIOITUSYHTIÖLLE

Kohdeyrityksen sijoitustoiminnan tavoitteet on selvitetty keskustelemalla yrityksen omistajien kanssa. Yrityksen hallituksen puheenjohtajan mukaan yritystoiminnan tavoitteena on kartuttaa perheen varallisuutta sijoittamalla ylimääräisiä varoja mahdollisimman tuottavasti sekä mahdollisesti hakea lisää arvonnousua velkarahalla. Sijoitushorisontiksi yritys asettaa 30 vuotta ja tuotto-odotus yrityksellä on 15 prosenttia vuodessa. Velkarahaa ei yritystoiminnan tässä vaiheessa haluta käyttää osakesijoituksiin vaan toiminta on oman pääoman ehtoista. Säännöllinen osinkotuotto toisi varmuutta toimintaan eivätkä yrityksen osakkaat aio nostaa mahdollisia voittoja ulos yrityksestä lähi vuosina. (Uncia Capital Oy 2010, keskustelu.)

Koska tutkimukset ovat osoittaneet, että arvo-osakestrategian korkeampi tuotto ei johda automaattisesti riskin kasvamiseen, voidaan todeta, että perusteellinen yritysanalyysi johtaa menestyksekkäämpään osakevalintaan kuin portfolioteorian tai CAP-mallin mukaisesti hajautettu osakevalinta. Tunnuslukuperusteinen strategia edellyttää yrityksen syvällistä tuntemusta. Portfolioteoria ja CAP-malli toimivat enemmän osakemarkkinoiden kokonaiskehityksen mukaisesti kuin yksittäisten yritysten tai osakkeiden suorituskyvyn mukaisesti. Teorian pohjalta päädytään siihen, että kohdeyrityksen optimaalinen sijoitusstrategia rakennetaan yritysanalyysin ja tunnuslukujen vaaraan eikä tunteille ja suurille odotusarvoille anneta juurikaan sijaa. Tämän vuoksi portfolioteoriaa tai CAP-mallia ei kohdeyrityksen strategioissa tulla soveltamaan.

6.1 Lyhyt Salkku

Teoriaosuuden pohjalta päädytään siihen, että kohdeyrityksen optimaalinen sijoitusstrategia rakentuu kolmesta eri sijoitussalkusta. **Lyhyt Salkku** 3–6 kuukauden sijoitusajalle rakentuu osakeista, jotka valitaan yhdistetyn kasvuosakestrategian ja momentumstrategian mukaisesti. Kasvuosakestrategiassa pitkän sijoitusajan on todettu johtavan riskin kasvuun sen vuoksi, että osake saattaa tulla ylihinnoitelluksi. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että momentumstrategian yhdistäminen kasvuosakestrategiaan lisää tuottoa. Todennäköisesti momentumstrategian yhdis-

täminen kasvuosakestrategiaan myös nopeuttaa osakkeen ajautumista ylihinnoitelluksi. Kun valtavirtasijoittajat kiinnostuvat osakkeesta sen hinta saattaa nousta epärealistiselle tasolle, jolloin sijoitukseen liittyvä riski kasvaa. Tämän vuoksi yhdistetyn momentum- ja kasvuosakestrategian sijoitusaikaväli on lyhyempi kuin kasvuosakestrategialla pelkästään.

Kasvuosakestrategiassa tärkeimpänä tunnuslukuna pidetään osakekohtaista tulosta (EPS). Kasvuosakestrategian mukaisesti salkkuun valitaan osakkeita, joilla on kasvava EPS, ja joiden tuloskasvu on suurempi kuin osakkeen P/E-luku, kuitenkin vähintään 15 prosenttia. Ostohetki määrytyy momentumstrategian mukaan eli osaketta ei osteta ennen kuin käänne on selkeästi tapahtunut ja osakkeen kurssi on lähtenyt nousuun. Jotta pysyvästä käännteestä saadaan mahdollisimman suuri varmuus, osakkeen täytyy nousta yleisindeksiä nopeammin vähintään 30 päivän ajan.

Salkkuun valittavien yhtiöiden tulee olla Peter Lynchin oppien mukaan nopeasti ja aggressiivisesti kasvavia. Osakkeiden tulee olla volatiileja ja niiden arvostustason kohtuullinen. Lynch pyrkii myös löytämään käänneyhtiöitä, joiden avulla on mahdollisuus saavuttaa suuria tuottoja. Hän ei sijoita hitaasti kasvaviin yrityksiin, eikä suosi syklisiä ja vakavaraisuudeltaan huonoja yrityksiä. Lynchin tärkein kriteeri on, että tuloskasvun on oltava suurempi kuin P/E-luku. Lindström (2007) on todennut, että pörssin lähtiessä nousuun, sijoittajien kiinnostus keskittyy ensisijaisesti suuriin yrityksiin. Tästä syystä momentumstrategiaa noudattamalla ja etsimällä erityisesti pörssin keskivertoa pienempiä yrityksiä kasvuosakesalkkuunsa on kohdeyrityksellä hyvät edellytykset tehdä onnistuneita sijoituspäätöksiä. Aikaisempien tutkimusten perusteella voidaan olettaa, että 30 päivän momentum pienentää sijoitukseen liittyvää riskiä oleellisesti.

TAULUKKO 1 Lyhyt Salkku

Sijoitusaika	3–6 kuukautta
Sijoituskohde	Sijoitetaan kasvuosakkeisiin
Valittu strategia	Hyödynnetään momentumstrategiaa → mahdollistaa korkeamman tuoton
Vaadittu osakekohtainen tulos (EPS)	On oltava kasvava
Tuloskasvu	≥ 15 prosenttia
Ostoajankohta	Osake on kehittynyt yleisindeksiä paremmin vähintään 30 päivän ajan

Hieman yleistäen voidaan todeta, että kasvuyhtiöt toimivat yleensä korkean teknologian aloilla. Tämän tyylisten yritysten osakekurssit vaihtelevat yleensä melko voimakkaasti. Niille on ominaista suuri volatiliiteetti. Yhtiöt kasvavat nopeasti ja käyttävät mahdolliset voittonsa usein yhtiön kasvun rahoittamiseen eivätkä jaa niitä osinkoina omistajilleen. Kasvuosakkeiden pörssikursseihin vaikuttavat varsinkin pitkän ajan tuotto-odotukset.

6.2 Keskipitkä Salkku

Arvo-osakestrategian tuoton on todettu pidemmällä aikavälillä olevan selvästi kasvuosakestrategiaa parempi useilla eri tunnusluvuilla mitattuna. Arvo-osakestrategia on osoittautunut tuottoisaksi etenkin yli kolmen vuoden sijoitusajalla. Momentumstrategian yhdistäminen arvo-osakestrategiaan on todettu parantavan sijoituksen tuottoa ja todennäköisesti myös nopeuttavan sitä. Tästä syystä yhdistelmästrategian sijoitusajaksi sopii 1–3 vuotta.

Kohdeyrityksen optimaalisen sijoitusstrategian mukaisesti valitaan **Keskipitkään Salkkuun** osakkeet yhdistämällä arvo-osakestrategia ja momentumstrategia. Keskipitkässä Salkussa sijoitusaikaväliksi asetetaan 1–3 vuotta. Arvo-osakestrategian mukaisesti kriittisinä tunnuslukuina pidetään sijoittajien keskuudessa suosittuja P/E-, P/B ja EV/EBITDA-lukuja. Tutkimuksen perusteella kohdeyrityksen salkkuun tulee valita osakkeita, joiden P/E-luku on alle 10, P/B-luvun on oltava alle 1,5 ja EV/EBITDA:n on oltava korkeintaan 6. Osakkeen ostohetki määräytyy momentumstrategian mukaisesti siten, että kurssikehityksen on oltava yleisindeksiä parempi kuuden kuukauden ajan. Suhteellisen pitkän momentumin avulla voidaan varmistua käänteiden pysyvyydestä.

TAULUKKO 2 Keskipitkä Salkku

Sijoitusaika	1–3 vuotta
Sijoituskohde	Sijoitetaan arvo-osakkeisiin
Valittu strategia	Hyödynnetään momentumstrategiaa → lisää ja mahdollisesti nopeuttaa tuottoa
Vaadittu P/E-luku	≤ 10
Vaadittu P/B-luku	≤ 1,5
Vaadittu EV/EBITDA	≤ 6
Ostoajankohta	Kurssikehityksen on oltava yleisindeksiä parempi vähintään 6 kuukauden ajan

Arvo-osakkeiden kurssit kehittyvät yleensä kasvuyhtiöitä vakaammin. Toisin sanoen, niiden kurssit nousevat hitaammin ja pörssilaskun koittaessa myös laskevat hitaammin. Helsingin Pörssin päälistan osakkeista suurin osa on luonteeltaan arvo-osakkeita. Öljy- sähkö- ja rahoitusalan sekä niin sanotun perinteisen teollisuuden, kuten metsä- ja metalliyhtiöiden osakkeiden katsotaan kuuluvan tähän joukkoon. Momentumstrategian käyttö tässä salkussa mahdollistaa sijoitusajan asettamisen alle kolmeksi vuodeksi.

6.3 Osta ja pidä- Salkku

Kohdeyrityksen optimaalisen strategian mukaisesti **Osta ja pidä- Salkku** rakennetaan yhdistämällä arvo-osakestrategia ja kontrariaaninen strategia. Kontrariaanisen strategian yhdistäminen arvo-osakestrategiaan on todettu lisäävän sijoituksen tuottoa verrattuna pelkkään arvo-osakestrategiaan. Yhdistelmästrategiassa sijoitusaika kuitenkin pitenee. Kontrariaanisen strategian ja arvo-osakestrategian yhdistäminen edellyttää, että sijoitusaika on yli kolme vuotta, koska käänteeseen ajankohtaa on melko vaikea ennustaa. Arvo-osakestrategian mukaisesti kriittisinä tunnuslukuina pidetään P/E-, P/B ja EV/EBITDA-lukuja. P/E-luvun on oltava tässäkin strategiassa alle 10, P/B-luvun on oltava alle 1,5 ja EV/EBITDA saa olla korkeintaan 6. Ostohetki määräytyy siten, että osakkeen kehityksen pitää olla markkinoiden keskimääräistä kehitystä huonompi vähintään kuuden kuukauden ajalta.

TAULUKKO 3 Osta ja pidä- Salkku

Sijoitusaika	> 3 vuotta
Sijoituskohde	Sijoitetaan arvo-osakkeisiin
Valittu strategia	Hyödynnetään kontrariaanista strategiaa → tuotto nousee, mutta sijoitusaika pitenee
Vaadittu P/E-luku	≤ 10
Vaadittu P/B-luku	≤ 1,5
Vaadittu EV/EBITDA	≤ 6
Ostoajankohta	Kurssikehityksen oltava markkinoita huonompi yli 6 kuukautta

Tärkeimmän osan kohdeyrityksen portfolioissa saa Osta ja pidä- strategia. Passiivista osta ja pidä- strategiaa voitollisiin yhtiöihin puoltaa se, että tällöin sijoittaja on koko ajan mukana yrityksen vaiheissa. Jos yhtiö tekee voittoa, se palautuu yleensä ennen pitkää omistajalle osinkoina ja arvonnousuna. Passiivista strategiavalintaa tukee myös se, että tällöin säästetään kaupankäyntikulua ja usein myös veroja verrattuna aktiiviseen kaupankäyntiin. Pysyminen kotimaisissa osakkeissa pienentää osaltaan riskiä verrattuna esimerkiksi eksoottisten maiden osakkeisiin, joissa kurssiheilahtelut ovat rajumpia ja eri yritysten seuraaminen hankalampaa.

Tähän salkkuun valitaan osakkeita hyödyntämällä suursijoittaja Warren Buffetin oppeja. Buffet suosittelee sijoittamaan yrityksiin, joilla on vähän velkaa ja jotka tekevät tasaisen hyvää kassavirtaa. Yrityksen tunnettuudella on suuri merkitys. Voidaan siis olettaa, että tähän salkkuun valikoituu Helsingin Pörssin suurimpia yrityksiä. Osakkeita valitessa ei tule kiinnittää liikaa huomiota perinteiseen hajauttamiseen. Koska yrityksen toiminta on alkuvaiheessa ja varat ovat rajalliset, saatetaan parhaaseen lopputulokseen päästä kun varat jaetaan erilaisilla painotuksilla vain muutama huolella valittuun kohteeseen. Kohteet tulee valita Buffetin teorian mukaan siten, että niiden ostamiseen suhtaudutaan kuin koko yrityksen ostamiseen. Sijoittajan tulee sijoittaa vain liiketoimintaan jonka ymmärtää tarpeeksi hyvin. Osta ja pidä- Salkkuun ostetaan osakkeita hyödyntäen kontrariaanista strategiaa koska sen on todettu lisäävän sijoituksen tuottoa verrattuna pelkkään arvo-osakestrategiaan. Tässä mallissa vaadittu sijoitusaika on yli 3 vuotta koska siinä pelataan markkinoita vastaan ja tulevan käänteen ajankohtaa on vaikea ennustaa.

7 POHDINTA

Opinnäytetyön tavoitteena oli kehittää optimaalinen sijoitusstrategia pienelle sijoitusyhtiölle, ottaen huomioon yrityksen tavoitteet sekä riskinsietokyvyn. Tarkoituksena oli perehtyä yleisimpiin sijoitusinstrumentteihin sekä sijoitusstrategioita käsittelevään teoriaan, ja sen pohjalta laatia kehittämistehtävänä optimaalinen strategia, jonka avulla kohdeyritys pystyy saavuttamaan tavoitteensa. Oppimisenäkökulman kannalta työssä oli tarkoitus syventyä sijoittamiseen perusteita syvällisemmin sekä keskittyä erityisesti erilaisiin sijoitusstrategioihin. Toimeksiantajan pyynnöstä työ jaettiin selkeästi kahteen osaan: laajaan teoriaosuuteen, sekä strategian laatimisosaan, jossa muodostettiin kolme erilaista sijoitusstrategia vaihtoehtoa. Tässä työssä pääajatuksena oli kehittää sijoitusstrategia, joka auttaa yritystä pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamisessa. Työssä ei otettu kantaa osakevalintoihin tai osakkeiden myyntiajankohtaan. Salkut pyrittiin rakentamaan niin, että strategiaa pystytään noudattamaan myös ilman aktiivista salkunhoitoa.

Työn alussa pyrittiin määrittelemään keskeisimmät käsitteet, sekä esittelemään yleisimpiä sijoitusvaihtoehtoja. Tärkeä osa työtä oli myös perehtyä yleisesti sijoittamisessa käytettäviin tunnuslukuihin ja niiden analysointiin. Tunnuslukujen lisäksi teoriaosuudessa perehdyttiin myös sijoitusstrategian perusominaisuuksiin kuten hajautukseen, tuotto-odotukseen ja riskiin. Työssä käytiin läpi maailmalla yleisesti käytössä olevia, tunnettuja sijoitusstrategioita ja päädyttiin yhdistämään niitä. Lopputuloksena syntyi kolme erilaista sijoitusstrategiaa kohdeyrityksen hyödynnettäväksi. Syntyneet strategiavaihtoehdot perustuvat kansainvälisiin tutkimuksiin, joissa strategioiden on todistettusti osoitettu toimivan.

Työn tekeminen aloitettiin keskustelemalla toimeksiantajan edustajien kanssa yrityksen tavoitteista ja odotuksista. Työn tekijä tiesi yrityksen tilanteen hyvin, koska on mukana aktiivisesti yrityksen toiminnassa. Alusta asti oli selvää, että huolimatta kirjoittajan läheisestä suhteesta kohdeyritykseen, työ pyritään tekemään objektiivisesta perspektiivistä. Tietoperusta on tehty kokoamalla oleelliset asiat kotimaisista sijoitusoppaista sekä perehtymällä tunnetuimpiin kansainvälisiin sijoitusstrategioita käsitteleviin artikkeleihin ja tutkimuksiin. Tietoperustassa haluttiin käsitellä myös yleisimpiä tunnuslukuja, joita hyödyntämällä kohdeyritys pystyy valitsemaan yhtiötä fakto-perusteisesti.

Kehittämistutkimuksena työssä on rakennettu kolme erilaista sijoitusstrategiaa, joista jokainen muodostaa oman salkkunsaa. Ensimmäisellä salkulla haetaan kasvua lyhyellä, alle vuoden perspektiivillä, sijoittamalla kasvuosakkeisiin ja hyödyntämällä momentumstrategiaa. Toinen salkku muodostuu arvo-osakkeista. Tässä salkussa hyödynnetään myös momentumstrategiaa. Sijoitus-horisontti on 1-3 vuotta. Kolmas salkku perustuu yli kolmen vuoden sijoitusperspektiiviin. Salkku koostuu arvo-osakkeista, joiden ostohetki määräytyy kontrariaanisen strategian mukaisesti. Aiheeseen liittyvään teoriaan tutustuttaessa oli mielenkiintoista huomata, että työn tulosten kanssa identtisiä johtopäätöksiä ei ole aikaisemmissa tutkimuksissa tehty. Työssä siis onnistuttiin luomaan jotain ainutlaatuista, josta toivottavasti on kohdeyritykselle hyötyä.

Kokonaisuudessaan tässä työssä onnistuttiin luomaan kolme erityyppistä strategiaa, joiden painotuksen kohdeyritys saa itse valita. Yksi vaihtoehto voisi olla Osta ja pidä- salkun painottaminen 50 prosentilla koko sijoitusvarallisuudesta. Loput kaksi salkkua voisivat saada molemmat 25 prosentin painoarvon portfolioissa. Tavallisen sijoittajan on vaikea kilpailla nopeudessa jatkuvasti markkinoita seuraavien ammattilaisten kanssa. Siksi kohdeyritykselle sopii paremmin passiivinen sijoitusstrategia, jossa osakekauppoja tehdään vain silloin tällöin. Passiivinen strategia on yrityksen tilanteeseen aktiivista sopivampi, sillä aktiivinen sijoittaminen vaatisi enemmän aikaa, joka on normaalissa päivätyössä käyville yrityksen omistajilla rajallinen resurssi.

Tämä opinnäytetyö on ollut tekijän näkökulmasta mielenkiintoinen ja toimeksiantajayrityksen tulevaisuuden näkökulmasta erittäin tarpeellinen. Kohdeyritys asetti työlle vaativat tavoitteet, jotka projektin aikana tarkentuivat ja selkeytyivät. Mieltäylentävää on ollut huomata kohdeyrityksen kiinnostuksen ja tiedonjonon lisääntyminen sijoituksen teoriaa kohtaan tämän projektin edetessä. Tämän projektin aikana opinnäytetyön tekijä on joutunut perehtymään sijoitusta käsittelevään teoriaan syvällisesti. Laajaan ja kansainväliseen teoriaan perehtymisen lisäksi projektin aikana on käyty jatkuvaa ja aktiivista keskustelua kohdeyrityksen edustajien kanssa. Koska yhteydenpito oli kiinteää, ei tässä työssä turvauttu perinteiseen haastattelumalliin.

Työn luotettavuutta arvioitaessa tulee ottaa huomioon, että työssä on vertailtu tunnetuimpia sijoitusstrategioita sekä perehdytty maailman menestyneimpien sijoittajien sijoitusfilosofioihin. Näyttää siltä, että objektiivinen lähestymistapa osoittautui onnistuneeksi, eikä kirjoittajan läheinen suhde kohdeyritykseen aiheuttanut ristiriitaa. Koska toimeksiantaja on yksityinen yritys, halusi se

karsia julkaistavaa informaatiota yrityksestä. Avoimempi suhtautuminen olisi saattanut helpottaa työn tekemistä, mutta lopputulokseen sillä ei kuitenkaan ole vaikutusta.

Jokaiselle on olemassa sopiva sijoitusmuoto. Tulee muistaa, että sijoitusvalinnat ovat aina yksilöllisiä ja ovat vahvasti sidoksissa sijoittajan riskinottokykyyn ja –haluun. Sijoittaminen on kiistatta säästämistä parempi vaihtoehto varojen kartuttamiseen. Pitkäaikaisen sijoitustoiminnan aloittaminen ei vaadi suuria pääomia, mutta voi oikein ja kurinalaisesti toteutettuna mahdollistaa suuren tuoton tulevaisuudessa. Sijoituskirjallisuutta on suomen kielelläkin saatavilla runsaasti, mutta tunnetuimmat teokset sisältävät lähinnä yleisimpiä perusteita sijoittamiseen liittyen. Syvällistä sijoitusstrategioiden tutkimusta ei suomesta kovinkaan paljon löydy. Maailmalla aihetta on tutkittu menestyksekkäästi jo vuosikymmenien ajan. Osakevalintaan kannattaa suhtautua niin kuin olisi ostamassa koko yritystä. Sijoittajan tulee ymmärtää erityisesti yrityksen toimintamalli ja ansaintalogiikka. Pitkän aikavälin sijoitustoiminnassa vain harvoin voittaa veikkaamalla.

Tästä työstä jouduttiin rajaamaan paljon asioita pois. Tämä lisää jatkotutkimuksen teon tarvetta ja mielekkyyttä. Yksi varteenotettava jatkotutkimusaihe on tässä työssä rakennettujen sijoitussalkkujen perusteella valittujen osakkeiden menestyksen simuloiminen tulevaisuudessa esimerkiksi viiden vuoden perspektiivillä. Toinen mielenkiintoinen aihe voisi olla teknisen analyysin käyttäminen sijoituspäätöksiä tehdessä. Tulevaisuudessa olisi mielenkiintoista tehdä tutkimus, kuinka valitut strategiat ovat toimineet suhteessa muihin mahdollisiin strategioihin.

Tämä projekti eli matkan aikana melko paljon, johtuen opinnäytetyön tekijän päätoimisesta työssä käymisestä ja siitä johtuvasta ajanpuutteesta. Ajanpuute aiheutti opinnäytetyön tekemisen kausiluontoisuuden, joka osaltaan hidasti työn etenemistä. Toisaalta, vaikka alkuperäisestä aikataulusta jäätikin, mahdollisti työn venyminen asioihin syventymisen paremmin ja oppimisnäkökulmasta tämä lienee positiivinen asia. Monet tahot suhtautuvat sijoittamiseen niin kuin se olisi jotenkin mystistä tai salamyhkäistä keinottelua. Useat ihmiset suhtautuvat siihen hyvin negatiivisesti ja jopa pelokkaasti. Kirjoittaja haluaa omalta osaltaan olla muuttamassa näitä käsityksiä ja opastaa uusia sijoittajia perehtymään tähän mielenkiintoiseen ja tuottavaan toimintaan. Nyt kun tämä urakka on onnistuneesti saatu päätökseen, on aika alkaa vaurastua sijoittamalla.

LÄHTEET

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

Asness, C. 1997. The Interaction of Value and Momentum Strategies. Financial Analysts Journal March/April 1997.

Balance Consulting. 2011. Arvostus. Hakupäivä 25.3.2011.

<http://www.kauppalehti.fi/balance/tulkintaohjeet/index.jsp?oid=2011036569>

Bernhardsson, J. 2010. Investera som mestarna. Tukholma. Aktiespararna Kunskap.

Chan, L. 1988. On The Contrarian Investment Strategy. Journal of Business, Vol 61

Chan, L, Jegadeesh, N & Lakonishok, J. 1996. Momentum Strategies. Journal of Finance, Vol 51.

Chan, L & Lakonishok, J. 1993. Are the Reports of Beta's Death Premature. The Journal of Portfolio Management, Vol 19.

Chan, L & Lakonishok, J. 2002. Value and Growth Investing: A Review and Update.

De Bondt, W & Thaler, R. 1985. Does the Stock Market Overreact? Journal of Finance, Vol 40.

Economywatch. 2010. Sijoittaminen. Hakupäivä 6.11.2010.

<http://www.economywatch.com/investment>.

Elo, H. 2007. Löydä helmet, vältä kuplat. Kajaani.

Elo, H. 2008. Mestarinopetukset: Warren Buffet- mistä kaikki alkoi. Hakupäivä 4.3.2011. (<http://sijoittajaksi.blogit.kauppalehti.fi/blog/8429>)

Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal Of Finance, Vol 25, 383-417

Fama, E & French, K. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance, Vol 47.

Fama, E & French, K. 1998. Value versus Growth: The International Evidence. Journal of Finance, Vol 53, 1975 –1999.

Finweb, 2010. Sijoitustoiminta. Hakupäivä 6.11.2010.
<http://www.finweb.com/financial-planning/saving-vs-investing.html>

Graham, B. & Dodd, D. 1934. Security Analysis. The McGraw-Hill Companies, Inc.

Graham, B. 2005. The Intelligent Investor. New York: HarperCollins Publisher Inc.

Hämäläinen, K. 2003. Osakesijoittajan opas. Tammi.

Hämäläinen, K. 2005. Sijoittajan käsikirja. Gummerrus.

Investmenticon. 2008. Buffet. Hakupäivä 4.3.2011.
<http://www.investmenticon.com/iconic-investors/warren-buffett-investment-strategy/>

Investmentu. 2008. Buffet. Hakupäivä 4.3.2011.
<http://www.investmentu.com/2008/September/warren-buffetts-investment-strategy.html>

Investori. 2003. Asuntosijoittaminen. Hakupäivä 14.2.2010.
<http://www.investori.com/cgi-bin/read.pl?a03/s031101.htm>.

Investori. 2004a. Eettinen sijoittaminen. Hakupäivä 25.9.2010.
<http://www.investori.com/cgi-bin/read.pl?a03/s031001.htm>

Investori. 2010 Buffet. Hakupäivä 4.3.2011.

<http://www.investori.com/cgi-bin/read.pl?a00/s000602.htm>

Investorwords. 2010a. Sijoittaminen. Hakupäivä 6.11.2010.

<http://www.investorwords.com/2599/investment.html>.

Investorwords. 2010b. Sijoitusstrategia. Hakupäivä 6.11.2010.

http://www.investorwords.com/2627/investment_strategy.html

Jegadeesh, N & Titman, S. 1993. Returns to Buying Winners and Selling Losers. Journal of Finance, Vol 48.

Kerkelä, M. 2000. Erialaisten sijoittajien optimaaliset sijoitusstrategiat Suomessa. Oulun yliopisto. Pro gradu.

Kostiainen, J. 2006. Moderni portfolioteoria. Helsingin yliopisto. Kandidaattitutkielma.

Kuluttajatutkimuskeskus. Sijoitusinstrumentit. Hakupäivä 10.2.2010.

http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5172/2008_1_julkaisu_varallisuuden_hallinta.pdf

Lakonishok, J, Schleifer, A & Vishny, R. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. Working Paper NO. 4360.

La Porta, R, Lakonishok, J, Shleifer, A & Vishny, R, 1997. Good News for Value Stocks: Further Evidence On Market Efficiency. Journal of Finance, Vol. 52.

Leivo, T. 2004. Tunnusluku- ja tuottohistoriapohjaisten sijoitusstrategioiden toimivuus ja sykliriippuvuus suomalaisilla osakemarkkinoilla. Lappeenrannan teknillinen yliopisto. Rahoituksen tutkielma 2004.

Leppiniemi, J. 2002. Pörssikurssi. Juva: WSOY

Lindström, K. 2005. Menesty osakesijoittajana. Helsinki: Talentum

Lindström, K, 2007. Vaurastu arvo-osakkeilla. Tammer-Paino Oy.

Lynch, P. 2000. One Up on Wall Street. New York: Simon & Schuster Paperbacks.

Malkamäki, M & Martikainen, T. 1989. Rahoitusmarkkinat. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Malkiel, B, 2007. Sattuman kauppaa Wall Streetillä. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2007. Yritysrahoitus. Helsinki: Edita.

Puttonen, V. & Kivisaari, T. 1998. Vaurastuminen, varteenotettava vaihtoehto. WSOY.

Puttonen, V. 2001. Sijoituskirja. Helsinki. WSOY

Puttonen, V. & Repo, E. 2007. Miten sijoitan rahastoihin. WSOY.

Pörssisäätiö. Sijoitusrahastot. Hakupäivä 10.2.2010.

<http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/sijoitusrahasto-opas>.

Saario, S. 2001. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. Helsinki: WSOY

Saario, S. 2005. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin osa 2. Helsinki. WSOY

Salmi, I & Rekola-Nieminen, L, (2005). Tilinpäätöksen rakentaminen ja tulkinta. Kauppakamari-sarja. Edita.

Seligson. 2010. Indeksirahasto. Hakupäivä 25.9.2010.

<http://www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tiedostot/indeksisijoittaminen.htm>

Sijoitusrahastot. 2011. Indeksirahasto. Hakupäivä 5.5.2011.

<http://sijoitusrahastot.org/rahastotyyppit/indeksirahastot/>

Taloudellinen riippumattomuus. 2011. Beta-luku. Hakupäivä 6.3.2011.

<http://www.taloudellinenriippumattomuus.com/2009/10/capm-eli-kayttoomaisuuden.html>

Twocents. 2011. Sijoitusinstrumenttien tuotto. Hakupäivä 24.4.2011.

<http://twocents.blogs.com/weblog/2009/04/long-term-total-returns.html>

Uncia Capital Oy. 2010. Keskustelu.

Valistunut sijoittaja. Riskinsietokyky. Hakupäivä 3.4.2011.

<http://www.valistunutsijoittaja.com/54>

Valuatum. 2011. Kannattavuus. Hakupäivä 30.1.2011.

http://www.valuatum.com/dictionary/ROI_fin.shtml