

Arvosijoittaminen

Arvostaminen sijoitustoiminnan ytimenä

Santtu-Pekka Vartiainen

Opinnäytetyö

9.2.2013 Savonia-ammattikorkeakoulu

Koulutusala Yhteiskuntatieteiden, liiketalouden ja hallinnon ala			
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma			
Työn tekijä(t) Santtu-Pekka Vartiainen			
Työn nimi Arvosijoittaminen – Arvostaminen sijoitustoiminnan ytimenä			
Päiväys	9.2.2013	Sivumäärä/Liitteet	72 + 2
Ohjaaja(t) Esa Viklund			
Toimeksiantaja/Yhteistyökumppani(t)			
Tiivistelmä			
<p>Opinnäytetyön aiheena on arvossijoittaminen. Arvossijoittaminen on osakesijoitusstrategia, jossa sijoitetaan aliarvostettuihin pörssiosakkeisiin. Aliarvostus määritellään analysoimalla osakkeiden tunnuslukuja. Arvossijoittamista pidetään defensiivisenä ja passiivisena sijoitustyylinä, joka ei sovelu kaikille sijoittajille vastavirtaisena tai riskisempänä pidettävän lähestymistapansa takia.</p> <p>Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää mitä arvossijoittaminen on, kuinka se eroaa muista sijoitusstrategioista ja kuinka arvossijoittamisen toimii käytännössä. Tavoitteena on luoda kokonaisvaltainen aineisto, jonka avulla voi perehtyä arvossijoittamiseen yhdestä ainoasta lähteestä. Työhön perehdyttyään lukijan tulisi ymmärtää arvossijoittamisen perusteet, käsittää sijoitusstrategian hyvät ja huonot puolet ja pystyä halutessaan hyödyntämään arvossijoitusstrategiaa sijoitustoiminnassaan.</p> <p>Työ lähtee liikkeelle sijoitusstrategian taustoista ja määrittelmästä. Kokonaisuutta lähestytään säästämisen ja sijoittamisen kautta, tarkentaen määrittelyä kokoajan kohti arvossijoittamista. Kun ymmärretään mistä arvossijoittamisesta on kysymys, voidaan käsitellä sijoitusprosessia ja kuinka arvossijoittamista voi soveltaa omassa sijoitussuunnitelmassaan. Lopuksi käydään läpi arvossijoittajan osakevalintaprosessi konkreettisen esimerkin avulla.</p> <p>Tutkimusten mukaan arvossijoittaminen on tuottoisa sijoitusstrategia, jonka avulla voi voittaa markkinat. Maailman menestyneimpänä sijoittajana pidetty Warren Buffett tunnetaan arvossijoittajana. Häntä voidaan pitää elävänä esimerkkinä markkinoiden tehottomuuden puolesta, sillä hän on pystynyt lyömään markkinat monena vuotena peräkkäin. Markkinoiden tehottomuus mahdollistaa osakepoiminnan, johon arvossijoittaminen perustuu.</p> <p>Lopputulemana opinnäytetyö tarjoaa varsin kattavan kuvan arvossijoittamisesta kirjallisuuden, tutkimusten ja artikkeleiden avulla. Työ osoittaa arvossijoitusstrategian toimivuuden, käsittelee arvossijoittamista monipuolisesti antamalla lukijalle perusteet aihealueesta ja opastaa kuinka soveltaa arvossijoittamista osana omaa sijoitustoimintaa.</p>			
Avainsanat Arvonmäärittäminen, arvopaperisalkut, osakkeet, sijoitustoiminta, tunnusluvut			
Huomioitavaa			

Field of Study Social Sciences, Business and Administration			
Degree Programme Degree Programme in Business and Administration			
Author(s) Santtu-Pekka Vartiainen			
Title of Thesis Value Investing – Valuation in the heart of investment			
Date	9.2.2013	Pages/Appendices	72 + 2
Supervisor(s) Esa Viklund			
Client Organisation/Partners			
<p>Abstract</p> <p>Theme of this thesis is value investing. Value investing is a stock investing strategy, in which is invested in undervalued stocks. The undervaluation is defined by analyzing key stock ratios. Value investing is known as a defensive and passive investment style, which is not suitable for every investor because of its contrary and risky approach.</p> <p>The object of the thesis is to find out what value investing is, how it differs from other investing strategies and how value investing works in practice. The goal is to construct comprehensive data, which helps one to familiarize with value investing from just one source. When a reader has become acquainted with the thesis, one is supposed to have knowledge about the basics of value investing, pros and cons of the investment strategy and how to use the value investing strategy in one's own investment activities.</p> <p>The thesis starts from the background and definitions of the investment strategy. The theme's totality is being approached via saving and investing, all along focusing towards value investing. When is understood what value investing is all about, one can deal with an investing process and how to apply value investing in one's own investing plan. In conclusion the thesis goes through value investor's stock-picking process with a concrete example.</p> <p>According to research, value investing is a profitable investment strategy, which can beat the market. The world's most successful investor Warren Buffett is known for being a value investor. He is a living proof against the efficient market hypothesis, because he has beaten the market many years in a row. The market inefficiency enables stock picking, to which value investing is based on.</p> <p>In conclusion, the thesis provides quite a comprehensive image about value investing with the help of literature, research and articles. The work shows that value investing is a functional investing strategy, provides the basics of value investing concerning the theme extensively and guides how to add value investing to be a part of one's own investing plan.</p>			
<p>Keywords Determination of value, investment activity, key ratios, portfolios, stocks</p>			
<p>Note</p>			

SISÄLTÖ

1	JOHDANTO	5
1.1	Tavoitteet.....	5
1.2	Tutkimusongelmat	6
1.3	Aihealueen viitekehys	7
1.4	Työn rakenne	8
1.5	Maailman markkinatilanne	9
1.6	Menestyneet arvosijoittajat	10
2	SÄÄSTÄMISESTÄ ARVOSIJOITTAMISEEN	13
2.1	Säästäminen.....	13
2.2	Sijoittaminen	15
2.3	Osakesijoittaminen.....	18
2.4	Arvosijoittaminen	21
2.4.1	Aktiivinen vai passiivinen.....	22
2.4.2	Arvosijoittajan tunnusluvut	24
2.4.3	Kasvu- vai arvo-osakkeet.....	32
2.4.4	Arvosijoittamisen periaatteet	37
3	SIJOITUSSUUNNITELMA	44
3.1	Laatiminen	44
3.1.1	Tavoite.....	45
3.1.2	Riskitaso.....	45
3.1.3	Allokaatio.....	46
3.1.4	Hajautus.....	48
3.2	Noudattaminen	48
3.2.1	Sijoitusperiaatteet.....	49
3.2.2	Markkinoiden seuraaminen	49
3.2.3	Jatkuvuus	51
3.3	Irtautuminen	52
3.3.1	Tappionrajaus	53
3.3.2	Jälkihoito	53
3.4	Arvosijoittajan sijoitussuunnitelma	54
4	PÄÄTÄNTÄ.....	65
	LÄHTEET	68

LIITTEET

Liite 1 Sisäisen arvon laskelmat

1 JOHDANTO

Liike-elämästä ja kaupan alasta on kehittynyt ajan saatossa yhä tärkeämpi osa koko maailman taloutta. Kun aloitin liiketalouden koulutusohjelmani kohti valmistumista tradenomiksi, olin hyvin noviisi taloudelliselle osaamiselle ja termistölle. Nyt reilun kolmen vuoden jälkeen, voi jo sanoa tutkintoon johtavan koulutuksen tehneen tehtävänsä, kun huomaa vapaaehtoisesti miettivänsä talouden tulevaisuutta finanssikriisin jälkeen tai Nokia Oyj:n tulevaisuutta hurjaa vauhtia kehittyvillä älypuhelinmarkkinoilla.

Seurattuani nämä vuodet talouslehtien uutisointia, ja eritoten osakemarkkinoita ja sijoittamista koskevaa uutisointia, olen törmännyt useampaan otteeseen termiin arvosijoittaminen. Kyseinen termi, kuten myös monet muut ammattisanaston termit, eivät tutkintoni alkuaikoina herättäneet kiinnostusta osakseen tai saaneet kovinkaan suurta painoarvoa opiskeluissani. Tietotaitoni kehityttyä ja perusteet hallittuani, pystyin aloittamaan perehtymisen myös syvällisempiin sijoitustoiminnan sisältöihin. Arvosijoittaminen on enemmässä määrin alkanut toistumaan talouslehtien vakiomääritelmänä näinä vuosina, jolloin kiinnostukseni termiä ja sen käsitettä kohtaan heräsivät.

Perehdyttyäni käsitteeseen, tulin vakuuttuneeksi kyseisen sijoitusstrategian ylivoimaisuudesta muita strategioita kohtaan. Samalla kuitenkin heräsi epäluulo, onko tämä liian hyvää ollakseen totta. Kierre oli valmis. Aloin kerätä tietoa lisää monista eri lähteistä ja syvennyin asiassa yhä syvemmälle ja syvemmälle. Piakkoin minulla alkoi olla jo laaja käsitys asiasta. Opitut asiat alkoivat pian integroitua omaan sijoitussuunnitelmaani, koska koin kaiken teoreettisen tiedon arvosijoittamisesta sopivan omiin tavoitteisiini. Toiseksi tajusin, että minulla alkaa olla tietoa ja materiaalia käsissäni niin paljon, että tästähän saisi tehtyä oivan opinnäytetyön. Työtä aloittaessani omaan jo hie-man kokemusta asiasta, kiinnostukseni asiaa kohtaan on syvä ja olen valmis syventymään asiaan vielä tarkemmin.

1.1 Tavoitteet

Työlleni asettamani tavoitteet olen jakanut kahteen luokkaan: konkreettisiin ja teoreettisiin tavoitteisiin. Konkreettisenä työni tavoitteena on luoda kokonaisvaltainen ja ehjä teos käsiteltävästä aihealueesta. Teoreettisina tavoitteinani on syventyä arvosijoittamiseen ja tuoda lukijalle esille aiheen perusteet, tärkeimmät tiedot ja syvällistä ajateltavaa asiasta. Näin syntyvän kokonaisnäkömyksen tulisi olla riittävä, jotta lukija voisi todeta omaavansa perusteet aiheesta. Uskon oman kiinnostukseni ja aikaisem-

man kokemuksen asiasta näkyvän työssäni positiivisena vaikuttajana. Pysin työssäni tuomaan asiat esille selkeästi ja vakuuttavasti, jotta tieto siirtyisi minulta työni kautta lukijalle mahdollisimman tehokkaasti. Odotan että työni herättäisi keskustelua asiasta ja sen ympärillä olevista kokonaisuuksista, pyrin tähän jopa hieman provosoivalla tavalla. Työni missiona on saada aikaan kiinnostusta sijoitustoimintaa ja arvosijoittamista kohtaan. Pysin herättelemään ihmisiä tekemään jotain omien finanssialisien taitojensa eteen. Jos joku alkaisi perehtymään asiaan työtäni silmäiltyään, olisi työni onnistunut. Jos joku käyttäisi työtäni lähteenä omassa työssään, olisi työni menestys.

Arvosijoittaminen on varteenotettava sijoitusstrategia, josta on meillä täällä Suomessa liian vähän keskustelua. Yleisestikin Suomessa on aivan erilainen sijoituskulttuuri kuin useissa muissa maissa, joissa ihmiset säästävät ja sijoittavat huomattavasti enemmän kuin Suomessa. Tämä vaikuttaa suoraan ihmisten taloudelliseen osaamiseen, ja vastaavasti myös toisin päin, heikko taloudellinen osaaminen vähentää säästämisen ja sijoittamisen määrää. Mielestäni Suomessa tulisi lisätä taloudellisten asioiden opettamista. Kaikkien tulisi tietää koroista joihin lainat sidotaan, kuinka määräytyy rahan arvo ja mitä säästämällä ja sijoittamalla voi saavuttaa. Jokainen suomalainen yksityishenkilö voi luoda itselleen sijoitussuunnitelman ja alkaa nauttimaan kuluttamatta jättämisen hedelmistä. Siksi pyrin tuomaan esille yhden niitä lukuisista malleista, joiden avulla voidaan rakentaa oma sijoitussuunnitelma. Arvosijoittaminen voi olla erittäin kannattava osa sijoitussuunnitelmaa, ja mikäli kaikki teoria strategian takaa pitää paikkansa, tulisi sen avulla pystyä saavuttamaan ylituottoa markkinoilta.

1.2 Tutkimusongelmat

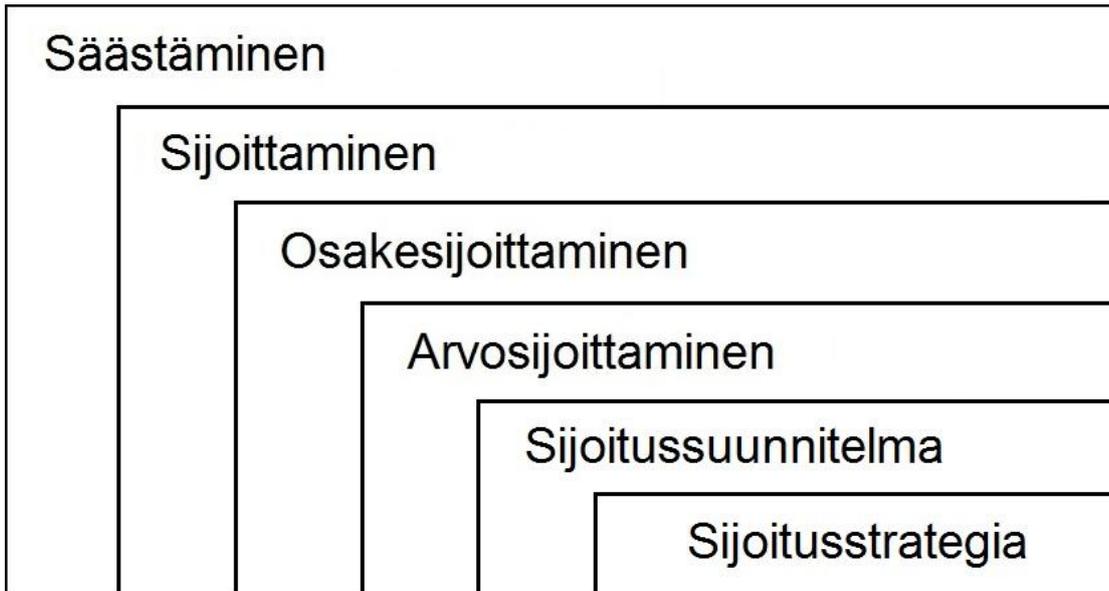
Mitä arvosijoittaminen tarkoittaa ja mitä se on, mitä arvosijoittamisella tavoitellaan ja mitä sillä voi saavuttaa sekä kuinka arvosijoittaminen eroaa muista sijoitusstrategioista ja kuinka se toimii käytännössä, ovat kysymyksiä jotka ajavat työtäni eteenpäin. Jos tutkimusongelma tulisi määritellä yhteen lauseeseen, se olisi mitä arvosijoittaminen on. Koska tutkimusongelma on hyvin laaja, ei ole järkevää määritellä mitä kaikkea lähden työlläni selvittämään ja mihin kaikkeen työni tulee vastaamaan. Siksi jätän tutkimusongelman tarkoituksella avoimeksi. Tämä heijastuu myös työn johtopäätöksiin, joita ei näin ollen voida pitää työn tärkeimpänä antina. Näkisin työn käsittelyosion ja prosessoinnin pitävän sisällään sen miksi tämä opinnäytetyö on tehty.

Tutkittuani asiaa löysin paljon määritelmiä ja näkemyksiä siitä mitä arvosijoittaminen on, mutta aina tuntui siltä, ettei lopullista käsitystä asiasta tullut mistään esille. Koska

yhtä selkeää lähdettä asiasta ei löytynyt, ajattelin tehdä yhden sellaisen johon perehtymällä lukijalla voisi olla hyvä mahdollisuus ymmärtää koko kokonaisuus asiasta yhdestä lähteestä. Sijoituskulttuurin synnyinmaasta Amerikasta virtaavien asioiden joukosta on arvosijoittaminen jäänyt jonnekin matkalle, eikä se tunnu oikein koskaan rantautuneen tänne Suomeen kunnolla. Amerikkalaisessa sijoituskulttuurissa arvosijoittaminen on paljon suuremmassa keskustelussa kuin meillä täällä Suomessa. Mielestäni keskustelu asian ympärillä saisi meillä olla laajempaa. Siksi pyrin takertumaan tähän epäkohtaan ja saamaan tietoisuutta aiheesta tämän opinnäytetyön voimin.

1.3 Aihealueen viitekehys

Jotta voi keskittyä yhteen pieneen osaan kokonaisuutta, täytyy ymmärtää suuremmat kokonaisuudet ja niiden sisäiset yhteydet, tai osaaminen jää pinnalliseksi. Siksi lähdänkin tässä työssä liikkeelle säästämisestä, ja lähestymme sijoittamisen ja osakesijoittamisen kautta lopullista määränpäättämme arvosijoittamista. Arvosijoittamisen alle voidaan vielä asettaa arvosijoittajan henkilökohtainen sijoitussuunnitelma, joka voi koostua erilaisista sijoitusstrategioista. Tätä kokonaisuutta olen pyrkinyt selventämään kuviossa 1, josta voimme nähdä kuinka arvosijoittaminen on vain yksi osa sijoittamisen kokonaisuutta. Työn ei ole tarkoitus käsitellä kaikkea kokonaisuuden sisällä olevaa, sillä sinne mahtuu yhden ihmiselämän verran opiskeltavaa. Työssä käydään läpi ne kriittiset asiat, joiden ymmärtäminen on työn ydinasian, eli arvosijoittamisen, kannalta välttämätöntä. Säästäminen ja sijoittaminen ovat osa yksilön taloudellista osaamista, joka näyttää nykyajan ihmisten maailmassa suurta merkitystä. Siksi on suositeltavaa perehtyä aiheisiin syvällisemmin, mikäli omassa tietoisuudessaan havaitsee epävarmuutta työssä esiintyviä asioita kohtaan.



KUVIO 1. Arvosijoittamisen viitekehys

1.4 Työn rakenne

Työ alkaa viitekehksen aukaisemisella, eli asiakokonaisuuden spesifioinnilla. Tällä pyritään saattamaan lukija lähestymään asiaa kokoajan tarkentuvamman tiedon kautta. Näin varmistutaan siitä, että lukijalla on vähintään tietyn tasoisen tietämys asiasta, ennen kuin jatketaan asioihin syventymistä. Kun työn asiakokonaisuus on avattu, voidaan siirtyä teorioihin, näkemyksiin ja faktoihin arvosijoittamisesta, ja alkaa muodostaa omaa näkemystä asiasta. Toivottu lopputulos olisi, että lukija osaisi itse kyseenalaistaa esitettyjä asioita ja asioista syntyisi keskustelua. Arvosijoittamista lähestytään työssä monelta eri kantilta, mm. tärkeimpien tunnuslukujen, periaatteiden ja tutkimusten osalta, jolloin kaikkein tärkeimpien tietojen tulisi arvosijoittamisesta tulla esille. Kun lukija on syventynyt arvosijoittamiseen ja hahmottaa sijoittamisen asiakokonaisuuden, työ opastaa lukijaa luomaan omaa sijoitussuunnitelmaansa, ja antaa tarpeelliset työkalut kuinka soveltaa arvosijoittamista siihen tarpeen mukaan. Työn loppu kiteyttää kaiken oleellisen työstä yhdeksi esimerkiksi, jossa seurataan kuinka arvosijoittajan kolmiportainen osakevalintaprosessi toimii. Työ sisältää tutkimuksia ja artikkeleita aiheesta, sijoitettuna niille parhaiten sopiviin paikkoihin. Näiden on tarkoitus syventää tietoa aiheesta ja kytkeä tämä osaaminen nykypäivään ja reaaliaikailmaan. Tällä rakenteella on pyritty saavuttamaan työn lukijalle helppo luettavuus, selkeä lähestymistapa asioihin ja kattava arvosijoittamisen sisäistäminen.

1.5 Maailman markkinatilanne

Tällä hetkellä heinäkuussa 2012 on menossa vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin jälkijäritykset, joissa pyritään pelastamaan Etelä-Euroopan valtioita taloudelliselta romahdukselta. Muut Euroopan unionin valtiot tukevat ongelmassa kamppailevia naapureitaan, mutta valtio toisensa jälkeen ajautuu pyytämään apua, ja lainaa tarvitsevien joukko vain kasvaa. Holtittomasta rahankäytöstä ja heikosta talouskurista kärkehtäneen Kreikan tilanne ei näytä lupaavalta, ja uutisoinnissa on esitetty jo Kreikan erottamista eurosta. Finanssikriisin synnyinmaassa Yhdysvalloissa ei sielläkään mene hyvin, sillä valtio kamppailee velkaantumista vastaan. Yhdysvaltojen velka kasvaa hurjaa vauhtia, eivätkä toimet velkaantumisen katkaisemiseksi tunnu toimivan. Ainoana valopilkkuna tämän hetkessä taloustilanteessa tuntuu olevan kehittyvien maiden talouskasvu. Tosin kehittyvien maiden ikonina toimivan Kiinan talouskasvun hidastuminen huolettaa sekin jo markkinoita. Tuntuu että kaikki mahdolliset tahot ovat kääntyneet taloutta ja sijoittajia vastaan. Kun maailman talous matelee ja epävarmuus valtaa markkinat, myös sijoittajat pakenevat. Tällä hetkellä markkinaindeksit heijastelevat melkein yhtä heikkoa tulevaisuutta kuin alkuvuonna 2009 saavutetussa finanssikriisin ensimmäisessä aallonpohjassa. Kukaan ei tiedä mihin ollaan menossa ja mitä tulevaisuudelta odottaa. Pelätään kriisin pyyhkäisevän maton maailman talouden alta, ja uuden aikakauden alkaneen. On vaikea sanoa onko meneillään laskusuhdanne, matalasuhdanne vai lama, niin moninaista on uutisointi. Toiset uskovat tämän olevan jotain ennen kokematon, eikä tästä ole mahdollisuutta selvittää. Toiset taas näkevät tilanteen mahdollisuutena aloittaa uudestaan puhtaalta pöydältä, näin voisi ainakin ajatella sijoitustoiminnan kannalta.

Osakkeiden hinnat ja arvostukset ovat tippuneet huimasti. Mikä olisi sen parempi paikka aloittaa sijoitustoiminta, kuin halvoilla hinnoilla. Toisaalta ei voida tietää tuoko tuleva viikko tullessaan vielä alhaisemman hinnoittelutason, joten varovaisuus on ihan aiheellista. Sijoittajat jotka eivät ole myyneet kaikkia omistuksiaan, ovat siirtyneet kapeammalle osakepohjalle ja osakkeissakin defensiivisiin osakkeiden suosimiseen. Tämäkin on hyvin ymmärrettävää, sillä syklisien ja kasvavien yritysten osakekurssit heiluvat rankasti näinä tiedottomina aikoina. Tässä tilanteessa voisi jopa laatia aivan uuden sijoitussuunnitelman vanhan tilalle, joka ottaisi huomioon tämän hetkisen taloustilanteen, sekä sen heikkoudet että mahdollisuudet. Sijoitussuunnitelman pohjana voisi olla vaikka varovaisena sijoitusstrategiana pidetty arvosijoittaminen, joka suosii hyvää osinkoa maksavia yhtiöitä joiden arvostus on matala. Mahdollisuus hyvistä tuloista pienemmällä riskillä ja paremmilla yöunilla pelkäämättä jokaista tulevaa uut-

ta päivää kuulostaa sijoittajan korvaan hyvältä, ja voi olla myös totta oikeiden valintojen ansiosta.

1.6 Menestyneet arvosijoittajat

Peter Lynch

Maailman menestyksellisin sijoitusrahaston salkunhoitaja, Fidelity Magellan Fundin Peter Lynch, menestyi erinomaisesti sekä 1970- että 1980-luvulla. Hän kasvatti pienen rahastonsa maailman suurimmaksi hoitaessaan sitä vuosien 1977 – 1990 aikana. Näinä vuosina hänen hoitamansa rahaston keskimääräinen vuosituotto oli noin 29 prosenttia (Jouni Koistinen, Peter Lynch, Investori). Vuonna 1990 Lynch päätti jäädä eläkkeelle vain 46 vuoden ikäisenä. Lynch keskittyi löytämään mieluiten alkuvaiheessa olevia, nopeasti kasvavia ja edullisesti hinnoiteltuja yrityksiä ”tylsiltä” toimialoilta. Vaikka Peter Lynchin menestys johtui erittäin onnistuneesta panostuksesta voimakkaasti kasvaviin yhtiöihin, Lynchin sijoitusstrategiasta on löydettävissä selviä yhtymäkohtia Warren Buffettin arvoajatteluun. Arvosijoittajan varauksellinen suhde kasvuyhtiöihin ei johdu kasvusta sinänsä, vaan siitä että nämä yhtiöt ovat useimmiten sijoittajien suosiossa. Tällöin yhtiöiden osakekurssi karkaa liian korkeaksi ja syö siten tulevaa tuottopotentiaalia. (Malkiel 2011, 172; Lindström 2005, 118; Lindström & Lindström 2011, 146, 147.)

Jim Rogers

Jim Rogers perusti ystävänsä, myöhemmin tunnetuksi tulleen, George Soroksen kanssa Quantum Fund -rahaston vuonna 1972. Työnjaossa Rogersin tehtävä oli etsiä sijoituskohteet ja Soros hoiti sen jälkeen kaupankäynnin. Vuonna 1980 Kaveruksilla oli kasassa jo melkoinen omaisuus, jolloin Rogers päätti jäädä eläkkeelle alle 40-vuotiaana ja elää mukavasti. Tällöin heidän rahastonsa arvo oli noussut kymmenessä vuodessa huikkeitä 4200 prosenttia. George Soros muistelee, että Rogers teki kuuden ihmisen työt kerätessään ja analysoidessaan tietoa. Jim Rogersin sijoitustyyliä voidaan pitää arvostrategian mukaisena, vaikka hän sijoittaa myös osakemarkkinoiden ulkopuolelle. Jim Rogers ei tee lyhytaikaisia kauppia ja muutenkin tekee vain muutamia kauppia vuodessa. Hän etsii arvoa, eli haluaa ostaa hyvien yhtiöiden osakkeita huokealla. Rogers uskoo markkinoiden oikaisevan tilanteen ajan kuluessa. Hän tarkkailee sijoitusmarkkinoiden kokonaiskuvaa ja etsii tilanteita, joissa kysynnän ja tarjonnan tasapaino on heilahtamassa, kääntäen kurssin uudelle uralleen. Rogersin

mielestä useimmilta ihmisiltä puuttuu kärsivällisyys. Yleensä markkinoilla on sellainen tilanne, ettei kannattaisi tehdä mitään. Tällöin kärsimättömät sijoittajat kuitenkin tekevät jotain, joka vain pahentaa tilannetta. (Saario 2008, 352 – 354; Erola 2011, 24.)

Warren Buffett

Warren Buffett, jota myös Omahan oraakkeliksi kutsutaan, omaa sijoittajana legendaarisen ansioluettelon ja on erinomainen esimerkki arvosijoitusstrategian toimivuudesta. Warren Buffett on onnistunut 42 vuoden aikana saavuttamaan 21,4 prosentin keskimääräisen vuosituoton, jota voidaan pitää maailman ennätyksenä (Saario 2008, 347). Samanaikaisesti Standard & Poor's 500 -indeksin keskimääräinen vuosituotto jäi osingot mukaan lukien vain 10,4 prosenttiin (vuosina 1965 – 2006). Täten Buffett on käytännössä todistanut markkinoiden tehottomuuden (Lindström 2007, 50). Buffettista tuli vuonna 2008 sijoitustoimintansa ansiosta maailman varakkain ihminen yli 40 miljardin dollarin omaisuudella (Puttonen 2009, 7). Buffett on ankaran johdonmukainen, matemaattisesti lahjakas ja tekee ahkerasti töitä, siksi hänen luotsaamansa sijoitusyhtiö Berkshire Hathaway pystyy vuodesta toiseen voittamaan osakeindeksin. Warren Buffettin mielipiteitä arvostetaan laajasti, ja hänen jokavuotinen kirjeensä Berkshire Hathawayn osakkeenomistajille on varmasti sijoituspiirien luetuimpia vuosittaisia julkaisuja. Berkshire Hathaway on siitä erikoinen pörssi-yhtiö, ettei se jaa osinkoa. Buffett perustelee tätä sillä, että hän osaa mielestään sijoittaa varat paremmin kuin yhtiön osakkeenomistajat, jossa hän on näillä meriiteillä luultavamminkin aivan oikeassa. Warren Buffett on vaatimaton ja humoristinen henkilö, joka tunnetaan myös useista sijoitusvinkeistään, joissa hänen persoonallisuutensa tulee esille. Buffett onkin todennut, että ”sijoittaminen on yksinkertaista, mutta vaikeaa” (Puttonen 2009, 143). (Malkiel 2011, 30, 247; Puttonen 2009, 7, 143; Saario 2008, 347 – 352; Lindström 2005, 33, 116; Lindström 2007, 12, 13, 43, 44, 51.)

Eugene Faman nimi yhdistetään tutkimuksiin, jotka väittävät markkinoiden olevan tehokkaat kokoajan. Tällöin on lähes mahdotonta pystyä voittamaan markkinat jatkuvasti. Kaikkein yleisin vastalause markkinoiden tehokkuutta vastaan on Warren Buffett, ja hänen ennennäkemätön sijoitusmenestyksensä yli 15 vuodelta. Client Insight-sin haastattelussa Dan Richards kysyy asiasta Eugene Famaalta, joka toteaa Warren Buffettin olevan pääomasijoittaja tai liikemies, mutta ei sijoittaja käsitteen määrittelyn mukaisesti. Warren Buffett ostaa kokonaisia yrityksiä ja osallistuu yritysten päätöksentekoon, jolloin hän pystyy auttamaan yrityksiä pyörittämisessä tiedoillansa ja

taidoillansa. Tavallinen sijoittaja ei tällaiseen pystyisi. (Fama 2012, Is Warren Buffett Lucky or Skilled?, Client Insights.)

Myös Osakesäästäjien keskusliiton puheenjohtaja ja laskentatoimen ja rahoituksen professorina toimiva Timo Rothovius kirjoittaa kolumnissaan Viisas Raha -lehdessä (2012, 15), kuinka Warren Buffett on enemmänkin pääomasijoittaja kuin finanssisijoittaja. Hän määrittelee finanssisijoittajan henkilöksi, joka ostaa osakkeen ja jää odottelemaan tulevia tuottoja. Pääomasijoittaja puolestaan hankkii määräysvaltaa tuottavan osuuden yrityksestä ja käyttää valtaansa yrityksen toimintaedellytysten parantamiseen. Buffett istuukin tärkeimpien omistamiensa yhtiöiden hallituksissa ja pitää huolen, että oikeat henkilöt johtavat yritystä. Kuitenkin Buffett eroaa siinä tavallisesta pääomasijoittajasta, että hän ei juuri koskaan luovu omistuksistaan. Se että Warren Buffettia sanotaan arvosijoittajaksi, ei pidä Rothoviuksen mukaan paikkaansa, sillä Berkshire Hathaway sijoittaa pääasiassa suuriin kasvuyrityksiin. Kuitenkin Buffett hankkii nämä kasvuosakkeet silloin kun ne ovat jonkin markkinahäiriön vuoksi poikkeuksellisen edullisia, eli hinnoiteltu lähelle arvo-osakkeita. (Rothovius 2012, 15.)

2 SÄÄSTÄMISESTÄ ARVOSIJOITTAMISEEN

Arvosijoittaminen on sijoitusstrategia. Jotta pystyisi hahmottamaan yksittäisen sijoitusstrategian erityispiirteitä, täytyy ensin pystyä hahmottamaan suuremmat kokonaisuudet, johon tämä spesifi aihe sisältyy. Arvosijoittaminen on osa osakesijoittamista, jossa omistetaan pörssiosakkeita, jotka oikeuttavat omistajansa saamaan osan yrityksen tuotosta. Osakesijoittaminen on vain yksi osa sijoitustoimintaa ja sijoitustoiminnassa on itsessään kyse eräänlaisesta säästämisestä. Kun ymmärtää näiden määritelmien yhteyden, pystyy helpommin hahmottamaan, mistä arvosijoittamisessa on kysymys.

2.1 Säästäminen

Säästäminen on viitekehyksen laajin kokonaisuus, josta lähdemme liikkeelle. Säästäminen on helpointa määritellä sen vastakohtana, eli kuluttamisen kautta. Professori Jarmo Leppiniemi on kirjassaan *Pörssikurssi* (2002, 9) määritellyt säästäminen olevan valinta välittömän tai myöhemmän kuluttamisen välillä. Mikäli päättää, ettei kuluta juuri nyt vaan lykkää kuluttamisen myöhemmäksi, on tehnyt päätöksen säästämisestä.

Marko Erola tuo kirjassaan *Paras sijoitus* (2009, 7) esille, että suomalaisten säästöt makaavat pääsääntöisesti talletustileillä, joiden yhteenlaskettu arvo oli vuonna 2008 72 miljardia euroa. Tämä vastaa noin 39 prosenttia Suomen vuoden 2008 bruttokansantuotteesta (Tilastokeskus, Kansantalouden tilinpito). Samanlaista käsitystä asiasta tuovat esille myös Kallunki, Martikainen ja Niemelä kirjassaan *Ammattimainen sijoittaminen* (2008), jossa he esittävät tilastotietoa suomalaisten kotitalouksien varallisuuden jakautumisesta. Vuonna 2005 suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuus oli 110,3 miljardia, josta noin 50 prosenttia oli pankkitalletuksia, eli lähes 55 miljardia euroa (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2008, 16). Uusinta tietoa asiasta on saatavilla vuodelta 2009, jolloin suomalaisten kotitalouksien nettovarallisuus oli 157 000 euroa kotitaloutta kohti (Suomen virallinen tilasto (SVT): Kotitalouksien varallisuus). Tästä yli 40 prosenttia on vieläkin talletuksissa, vaikka osakkeiden ja rahastojen osuus on kasvanut vuodesta toiseen (Suomen virallinen tilasto (SVT): Kotitalouksien varallisuus). Tilastokeskuksen mukaan Suomessa oli vuonna 2009 noin 1 450 000 perhettä, jolloin voidaan laskea talletustileillä olleen rahan määräksi noin 91 miljardia euroa (Suomen virallinen tilasto (SVT): Perheet).

TAULUKKO 1. Pankkien talletustilien korot

Pankki	Tili	Koron laskukaava	Vähimmäiskorko
Nordea	Etutili	Nordea Prime -3,25 %	0,15 %
Sampo	Säästötili	Sampo Prime -3,90 %	0,20 %
Osuuspankki	Tavoitetili	12 kk Euribor 360 -1,5 %	0,25 %

1) Lähde: Nordea pankin kotisivut, Etutili. 28.5.2012.

2) Lähde: Sampo pankin kotisivut, Säästötili. 28.5.2012.

3) Lähde: Osuuspankin kotisivut, Tavoitetili. 28.5.2012.

Oheisessa taulukossa on esitelty kolmen suomessa pankkitoimintaa harjoittavan pankin talletustilejä, kuinka näiden tilien korot määräytyvät ja tilien vähimmäiskorot (Taulukko 1). Kaikkien kolmen tilien korot on sidottu johonkin yleiskorkoon, josta vähennetään tietyn suuruinen prosentuaalinen osuus. Kaikissa kolmessa tapauksessa on oletettu, että tilille on talletettu 10 000 euron suuruinen pääoma. Vähimmäiskorko tarkoittaa sitä, että mikäli laskukaavan mukainen korko olisi alle vähimmäiskoron, saa asiakas silti vähimmäiskoron suuruisen koron pääomalleen.

Taulukossa 1 esitän, kuinka tällaisilla tileillä rahaa makuuttava suomalainen todellisuudessa tuhoaa omaa varallisuuttaan. Toukokuun 28. päivänä vuonna 2012 Nordea Prime -korko oli 1,80 prosenttia, Sampo Prime -korko oli 1,75 prosenttia ja 12 kk Euribor 360 -korko oli 1,246 prosenttia. Näin ollen kaikissa kolmessa tapauksessa koron laskukaava tuottaisi negatiivisen koron pääomalle. Onneksi on kuitenkin vähimmäiskorko, joka antaa edes hieman positiivista tuottoa pääomalle. Mutta kun otetaan huomioon tämän hetkinen inflaatio 3,1 % (Huhtikuu 2012), todellisuudessa pääoman ostovoima heikkenee lähes 3 prosenttia vuodessa (Suomen virallinen tilasto (SVT): Kuluttajahintaindeksi).

Tästä samaisesta huolenaiheesta uutisoi myös Taloussanomat toukokuussa 2012, jossa viitataan pankkiiriliike Alexandrian tekemään tuoreeseen tutkimukseen. Eeva Eronen kirjoittaa artikkelissaan ”*Sulatatko sinäkin säästöjäsi pankkitilillä?*”, että tutkimuksen mukaan kolmasosa suomalaisista ei säästä ollenkaan, ja heistä jotka säästävät, puolet säästää pankkitilille, vaikka tiedetään, ettei se kannata. Syyksi tähän on Alexandrian toimitusjohtaja Jan Åkesson maininnut ihmisten kiireen. Suomalaisilta ei löydy aikaa vaihtoehtoisten säästämismuotojen pohtimiseen. ”Alexandria painottaa tiedotteessaan että, inflaatio syö säästöjä vaikka ne olisivat korkeakorkoisemmalla säästötilillä tai määräaikaistalletuksina”, kirjoittaa Eronen. Jan Åkessonin arvion mu-

kaan pankkitileillä makaa lähes 40 prosenttia suomalaisten varallisuudesta, joka vastaa noin 80 miljardia euroa. (Eronen 2012, Sulatatko sinäkin säästöjäsi pankkitilillä?.)

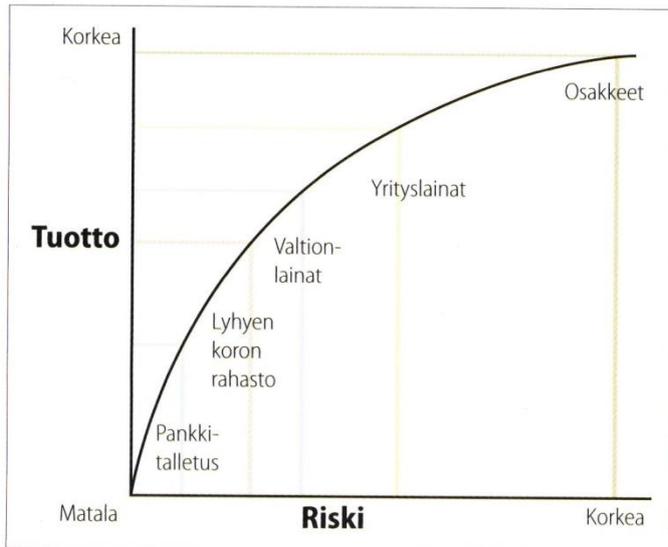
Näin ollen jos oletetaan Åkessonin arvion mukaisesti, että tällä hetkellä vuonna 2012 talletustileillä makaisi rahaa noin 80 miljardia euroa, vastaisi se vuoden 2011 tarkistettujen ennakkotietojen mukaisesta bruttokansantuotteesta noin 42 prosenttia (Suomen virallinen tilasto (SVT): Kansantalouden tilinpito). Tämä kaksi viidesosaa Suomen valtion yhden vuoden tuotantoyksiköiden tuotantotoiminnan lopputuloksesta lepää tileillä ja menettää arvostaan 3 prosenttia vuosittain, eli noin 2,4 miljardia euroa.

2.2 Sijoittaminen

Sijoittaminen on yksi säästämisen muoto. Säästämisen ja sijoittamisen ero on siinä, että sijoittamisella haetaan tuottoa ja ostetaan jotain vastikkeellista, esimerkiksi lainatodistuksia, korkopapereita, osakekirjoja, sijoitusasuntoja tai vaikkapa taidetta. Näin on myös Mika Pesonen (2011, 11) määritellyt sijoittamisen olevan tavallisesti sijoituskohteiden ostoa, hallussapitoa ja myymistä tarkoituksena tehdä voittoa. Säästämisessä ei välttämättä ajatella tuottoa, vaan laitetaan rahaa syrjään, jotta sitä ei kulutettaisi. Kuitenkin säästämisen ja sijoittamisen välinen ero on hyvin häilyvä, ja joskus on vaikea sanoa, kummasta on kyse. Tämän takia Nikkisen, Rothoviuksen ja Sahlströmin määritelmä sijoittamiselle muistuttaa hyvin paljon Leppiniemen määritelmää säästämisestä: ”Sijoituksella tarkoitetaan rahan tai muiden resurssien käyttämistä eli sijoittamista tulevaisuudessa saatavaa tuottoa vastaan” (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002, 9).

Jotta sijoitukselleen saisi tuottoa, täytyy hyväksyä sijoituksen mukanaan tuoma riski. Muutenhan ei olisi järkeä pitää rahoja matalakorkoisella tilillä, jos vaihtoehtoisesti olisi mahdollista saada parempaa tuottoa sijoittamalla varat. Pesosen (2011, 11) mukaan keskeistä sijoittamisessa on tavoiteltava tuotto ja siihen liittyvä riski. Yleisen käsityksen mukaisesti nämä kaksi asiaa kulkevat käsi kädessä, tuotto-odotuksen kasvaessa riskikin kasvaa, ja vice versa. Sijoittaja tietenkin haluaisi mahdollisimman suuren tuoton mahdollisimman matalalla riskillä, mutta yleensä tällainen yhdistelmä ei ole mahdollinen. Mikäli joku tarjoaa sinulle varmaa korkeaa tuottoa ilman riskiä, pyydä häntä suoraan siirtämään sijoituksen tuotot pankkitilillesi, neuvovat Anderson ja Ketonen kirjassaan *Sijoita viisaasti* vuodelta 1997 (Leppiniemi 2002, 16). Jokaisella yksilöllä on erilainen riskinsietokyky tai vastaavasti tuotto-odotus, johon hän tähtää. Tällöin

täytyy tuoton tai riskin korreloida toisen muuttujan mukaisesti. Kuviossa 2 on esitetty erilaisten sijoituskohteiden tuotto-odotuksia ja vastaavaa riskiä. Kuvion sijoituskohteiden suhteet toisiinsa eivät ole vakiot, mutta niillä on yritetty havainnollistaa yleistä käsitystä erilaisten sijoituskohteiden eroista tuoton ja riskin osalta. Kuten kuvioista voidaan nähdä, ovat osakesijoitukset kaikkein tuottoisin, mutta samalla kaikkein riskisoin sijoituskohte.



KUVIO 2. Tuoton ja riskin korrelointi erilaisissa sijoituskohteissa (Pesonen 2011, 28)

Korko on maksu siitä, että päätät siirtää kulutusta myöhemmäksi, lainaat rahaa toiselle tai sijoitukseksi vuosittainen tuotto. Korko on näin ollen rahan hinta kyseisellä hetkellä. Puttonen (2009, 23) on ilmaissut asian näin, 10 000 euroa vuoden lopulla ei ole sama kuin 10 000 euroa vuoden alussa. Kymmenen prosentin korolla diskontattuna 10 000 euron arvo vuoden alussa on 9 091 euroa. Näin ollen 9 091 euron pääoma kasvaa korkoa 909 euroa vuoden aikana. Koron suuruuteen vaikuttaa yleinen taloustilanne, kuinka paljon rahaa on saatavilla, ja myös pääoman suuruus ja aika. Helposti muistettava nyrkkisääntö kuuluu, että seitsemän prosentin korko tuplaa pääoman kymmenessä vuodessa (Pesonen 2011, 23).

Rationaalisesti ajateltuna kaiken vapaana olevan rahan tulisi tehdä kokoajan töitä. Valitettavasti näin ei kuitenkaan ole, kuten edellisissä luvuissa olen tuonut esille. Kansainvälisesti johtaviin luottoluokittajiin kuuluvat Fitch, Moody's ja Standard & Poor's arvioivat valtioiden lainojen takaisinmaksukykyä, ja näissä arvioissa parhaiten menestyneiden valtioiden obligaatioita pidetään yleisesti riskittömimpinä sijoituskohteina. Esimerkiksi Suomen valtiolle ovat kaikki kolme luottoluokittajaa antaneet par-

haan mahdollisen luottoluokituksen vuonna 2012 (Valtiovarainministeriö, Valtion luottoluokitus). Näin ollen Suomen valtion 10 vuoden obligaatiolainan korko oli toukokuun 29. päivänä vuonna 2012 1,64 prosenttia, jota voidaan pitää tämän hetken sijoituskohteiden vähimmäiskorkona. Tätä matalampi tuottoisiin sijoituksiin ei tulisi tällä hetkellä sijoittaa (Suomen Pankki, Viitelainojen korot).

Jos kaikki ne varat, jotka lojuvat rahan ostovoimaa heikentävillä talletustileillä, eli 91 miljardia euroa, sijoitettaisiin esimerkiksi esille otettuun Suomen valtion 10 vuoden obligaatiolainaan 1,64 prosentin korolla, tuottaisi sijoitus noin 1,5 miljardia euroa vuodessa (huomioimatta arvonlisäveroa tai muita kuluja). Tällä voitaisiin maksaa reilun kolmensadantuhannen 18 vuotta täyttäneen, itsenäisesti asuvan korkeakouluopiskelijan opintoraha ja asumislisä yhdeltä vuodelta (olettaen opintorahan ja asumislisän tulevan keskimäärin 10 kuukaudelta ja kaikkien saavan täyttä tukea) (Valtiovarainministeriö, Budjettikatsaus 2012, 13).

Vaihtoehtoisesti nämä 1,5 miljardia euroa voitaisiin uudelleen sijoittaa samaan Suomen valtion lainaan, jolloin nämä korot pääsisivät poikimaan uudelleen korkoa. Tätä kutsutaan korkoa korolle -ilmiöksi. ”Korkoa korolle -laskelmissa ensimmäisen vuoden jälkeen lasketaan korkoa, paitsi alkuperäiselle pääomalle, myös sen edellisinä vuosina kertyneille koroille. Tällöin korko on joka vuosi hieman edellistä suurempi, ja aikaa myöten se kasvaa eksponentiaalisesti hyvinkin suureksi” (Pesonen 2011, 21). Näin ollen 91 miljardin pääoma tuottaisi toisena vuotenaan jo yli 1,5 miljardia ja kymmenentenä vuotenaan jo yli 1,7 miljardia. Kymmenen vuoden laina-ajan jälkeen kasassa olisi jo yli 107 miljardia euroa. Jopa suhteellisuusteorian isä Albert Einstein on todennut korkoa korolle -ilmiön olevan matematiikan suurin keksintö. Marko Erola (2009, 10) on opastanut, että korkoa korolle -ilmiön takia kohtuullisen kokoiset säästöt ja pienet prosentuaaliset tuotot kerryttävät valtavia rahakasoja, kun raha saa tehdä töitä vuosikymmeniä.

Viisaat sijoittavat

Mark Grinblatt, Matti Keloharju ja Juhani Linnainmaa (2011) ovat tutkineet älykkyyssosamäärän ja osakemarkkinoille osallistumisen, eli sijoittamisen, keskinäistä yhteyttä tutkimuksessaan *IQ and Stock Market Participation*. Sijoittaminen yleensä yhdistetään älykkyyssosamäärään, varallisuuden hallintaan, henkilön tuloihin, ikään ja muuhun demograafiseen ja ammatilliseen tietoon. Samalla tutkijat tutkivat älykkyyssosamäärän ja muiden ominaisuuksien vaikutusta sijoitussalkun riskisyyteen ja

tuottavuuteen. Tutkijoilla oli käytössään tietokannat suomalaisten noin 20-vuotiaiden miesten älykkyydosamääristä, jotka oli kerätty vuosien 1982 – 2001 aikana suomalaisen varusmiespalvelukseen astuneiden joukosta. He vertasivat näitä tietoja vuoden 2000 lopulla suomen osakemarkkinoiden kaupankäyntiin, käyttäen apunaan osakerekistereitä, rahastojen omistustietoja ja vuoden 2000 verotietoja. Heidän tutkimuksensa tulokset osoittavat älykkyydosamäärän ja sijoittamisen välillä olevan selkeä yhtäläisyys. Tulokset viittaavat varallisuuden, tulojen ja koulutuksen, joihin kaikkiin vaikuttaa älykkyydosamäärä, vaikuttavan suuresti siihen sijoittaako henkilö vai eikö. Korkean älykkyydosamäärän omaavat henkilöt omistavat rahastoja ja useita eri osakkeita, jolloin heillä on laajempi hajautus ja heidän riskinsä ovat matalampia. He myös maksavat vähemmän kuluja sijoittamisesta kuin tavalliset sijoittajat, ja heidän tuottavuutensa on parempi verrattuna riskisyyteen (korkeampi Sharpen luku). Myös älykkyydosamäärällisesti viisaammat ihmiset sijoittavat enemmän alhaisen betan ja P/B-luvun omaaviin osakkeisiin (arvo-osakkeet), sekä pienikokoisten yritysten osakkeisiin. (Grinblatt, Keloharju & Linnainmaa 2011, IQ and Stock Market Participation.)

2.3 Osakesijoittaminen

Vaikka korkoa korolle -ilmiö on erittäin tehokas tekijä kasvattamaan pääomaa ajan kuluessa, eivät valtioiden tai yritysten lainat pärjää tuotossa osakkeille, eivät ainaakaan pitkällä aikavälillä.

”Pitkällä aikavälillä osakesijoittaminen lyö laudalta muut sijoitusmuodot. Toteutuneet tuotot sekä ulkomailta että suomalaisilta markkinoilta osoittavat, että osakkeiden tuotot ovat pitkällä aikavälillä olleet korkeampia kuin muiden sijoituskohteiden.”
– Rahoituksen professori KTT Vesa Puttonen (2009, 31)

Puttosen (2009, 39) mukaan osakkeet ovat historiallisesti tuottaneet keskimäärin noin 5 prosenttia enemmän kuin valtion obligaatiot. Näin ollen voimme tehdä vertailun edellisen luvun mukaisesti kuinka kävisi talletuksissa olevalle 91 miljardille eurolle, jos se sijoitettaisiin osakkeisiin. Ensimmäisenä vuonna sijoitus tuottaisi noin 6 miljardia euroa, toisena vuonna lähes 6,5 miljardia euroa ja kymmenentenä vuotena jo melkein 11 miljardia, loppusumman ollessa noin 173 miljardia euroa. Tässä on huomattava ero, jos verrataan kymmenen vuoden sijoituksen tuottoa valtion obligaatioiden ja osakkeiden välillä. Valtion obligaatiot tuottivat tällä ajalla 16 miljardia euroa, kun osakkeet olisivat tuottaneet 82 miljardia euroa. Osakkeet olisivat tässä tapauksessa tuottaneet yli viisi kertaa enemmän kuin valtion obligaatiot. Tietenkin tämä on

hyvin teoreettinen laskelma, ja täytyy huomioida, että osakkeiden tuotto-odotus on laskettu historiallisista tilastoista ja pitkältä aikaväliltä.

Suorat osakesijoitukset ovat kaikkein tuottoisin, mutta samalla kaikkein riskisin sijoituskohte, kuten kuviossa 2 oli esitetty. On olemassa vielä riskisimpiäkin sijoituskohteita, kuten hedge-rahastot ja johdannaiset, mutta en lähde tässä käsittelemään niitä, kyseisten tuotteiden hankalan ymmärrettävyyden takia. On myös olemassa valtion obligaatioita, joiden tuotto-odotukset ovat osakesijoituksia suuremmat, kuten tällä hetkellä vuonna 2012 eurokriisissä kamppailevan Kreikan valtion obligaatiot. Näissä tosin riskikin on jo noussut ohi osakkeiden. Osakkeiden riskisyys ilmenee osaltaan sijoituskohteen volatiliteettina, eli sijoituskohteen päivittäisenä arvonvaihteluvälinä. Esimerkiksi osakkeiden yhden päivän arvonvaihteluväli voi olla +5 % – -5 %, kun taas valtion obligaatioissa arvonvaihteluväli voi olla hyvin pieni, vaikkapa +0,5 % – -0,5 %. Tällöin osakkeet saattavat menettää arvostaan suurenkin osan lyhyen ajan sisällä, mutta vastaavasti saattavat kasvattaa arvoaan huomattavasti samassa ajassa.

Kim Lindström on poikansa Tom Lindströmin kanssa kirjoittamassaan kirjassa *Onnistu osakemarkkinoilla* (2011, 6) todennut seuraavaa: ”Osakkeiden tuotto näkyy etsiytyvän eräänlaista normaalituottoa kohti, ja poikkeamat näkyvät jatkossa korjautuvan vastakkaiseen suuntaan tapahtuvilla korjausliikkeillä. Pitkällä aikavälillä saatu osake-tuotto osinkoineen on ollut jatkuvasti muutaman prosenttiyksikön korkeampi kuin bruttokansantuotteen volyymin kasvu”. Tähän osakkeiden normaalituottoon ovat törmänneet myös Kallunki, Martikainen ja Niemelä (2008, 42 – 44) tutkiessaan millaisia tuottoja sijoittajat olisivat saaneet eripituisilla sijoitusperiodeilla Helsingin pörssissä vuosina 1969 – 1998. Heidän mukaansa hyvin hajautetun osakesalkun riski pienenee olennaisesti, ja lopulta häviää kokonaan, sijoitusajan pidentyessä. Tuona aikana jo kahdeksan vuoden sijoitushorisontin osakesijoitus ei ollut kertaakaan tappiollinen. Juurikin sijoitusaika ja hajauttaminen ovat ainoat keinot, joilla voidaan vaikuttaa osakesijoitusten riskiin. Pesonen (2011, 29) on määritellyt hajauttamisen olevan sijoitusten jakamista useisiin eri kohteisiin, jolloin sijoitukset useisiin eri tavalla ja jopa eri suuntiin kehittyviin kohteisiin laskee arvopaperisalkun kokonaisriskiä.

Miten voidaan väittää osakkaiden olevan kaikista tehokkain sijoituskohte, kun ei voida olettaa kenenkään ennustavan tulevaisuutta? Kaikki nämä perustelut osakesijoittamisen ylivoimaisuudesta muita sijoituskohteita kohtaan perustuvat historialliseen tilastotietoon. On hankala luoda teorioita tulevaisuuden tietoja apuna käyttäen, joten on hyväksyttävää perustaa teorioita jo todistettavasti tapahtuneiden asioiden pohjalle.

”Historia ei ole tae tulevasta” -lausahdus komeilee jokaisen sijoituspalveluja tarjoavan yrityksen tilastoesityksessä, mutta ihan aiheesta. Koskaan ei voida olla varmoja, tuleeko tulevaisuus jatkumaan samalla tavalla kuin historia on osoittanut. Kuitenkin on myös turhaa spekuloida, että historia muuttuisi juuri nyt. Siksi tulisi esitetyt teoriat ja tilastotiedot ottaa ohjenuorina siitä, mitä tulevaisuudessa tulee tapahtumaan, mutta huomioida myös mahdollisuus aivan toisenlaisesta lopputuloksesta. Lindströmit (2011, 84 – 85) ovat ottaneet esille amerikkalaisten osakkeiden tilastotietoja, joita on saatavissa jo vuodesta 1802. Ajanjaksolta 1802 – 2006 on laskettu osakkeiden vuotuinen kokonaistuotto, jossa on otettu huomioon sekä nimellinen arvonnousu ja osinkotuotto, että inflaatio ja kuluttajahintojen nousu. Tämä vuotuinen reaalin arvonnousu on ollut 6,8 prosenttia! Suomalaisten osakkeiden tilastotietoja on saatavilla vasta reilun 80 vuoden ajalta, mutta kyllä sen perusteella voidaan jo puhua suuntaa antavasta trendistä. Kim Lindström esitteli ensimmäisessä kirjassaan *Menesty osakesijoittajana* (2005, 51) tätä kyseistä tilastotietoa suomalaisista osakkeista. Vuosina 1925 – 2005, eli 80 vuoden aikana, Helsingin pörssissä noteerattujen osakkeiden keskimääräinen vuotuinen arvonnousu oli noin 8 prosenttia! Tähän kun lisätään vielä osingot, niin kokonaistuotto nousee yli 10 prosenttiin!

Kaikki esille tuodut tutkimukset ja tilastot näyttävät pitäytyvän samalla linjalla. Näin ollen voidaan olettaa Helsingin pörssin osakkeiden tuottavan vähintään noin 7 prosenttia vuosittain pitkällä aikavälillä. Kyseessä on näkemys todennäköisyydestä, ei välttämättömyydestä. Vertailtaessa tätä talletustilien tai valtion obligaatioiden tuottoihin, eroa tulee monta prosenttiyksikköä. Kun ottaa vielä huomioon kuinka paljon muutamalla prosentilla on vaikutusta korkoa korolle -laskuissa, voidaan todeta osakkeiden erottuvan sijoituskohteiden joukosta edukseen.

Osakkeet eivät välttämättä tuotakaan eniten

Toukokuussa 2012 julkaistu haastattelu, jossa Client Insightsin Dan Richards haastattelee Chicagon liiketoiminnan alan yliopiston rahoituksen professoria Eugene Famaa, joka tunnetaan kuuluisista tutkimuksistaan arvosijoittamisen saralla. Haastattelussa Fama tuo esille näkemyksensä, jonka mukaan yleinen käsitys osakkeista tuottavimpana omaisuusluokkana saattaa ollakin virheellinen. Hänen mukaansa osakkeisiin liittyy enemmän riskiä kuin on tavallisesti uskottu. Hän sanookin, että ihmisillä on vääristynyt käsitys siitä, että osakkeet tuottavat varmasti enemmän kuin vaikkapa valtion velkasitoumukset (Treasury bills). Asia ei voi olla näin, sillä millä tahansa ajanjaksolla on oltava mahdollisuus, että riskittömämmät sijoitukset tuottavat enemmän

kuin riskisemmät. Hän kuitenkin muistuttaa, että se mikä pitää paikkansa on se, että todennäköisyys saada positiivista tuottoa kasvaa mitä pitempään sijoitusta pitää. Lopuksi hän lisää vielä, että ihmiset pitävät kymmentä vuotta pitkänä aikana, mutta oikeasti se ei sitä ole. (Fama 2012, Is Warren Buffett Lucky or Skilled?, Client Insights.)

2.4 Arvosijoittaminen

Arvosijoittaminen on sijoitusstrategia, jota voidaan pitää hyvin passiivisena ja defensiivisenä sijoitustyylinä, mutta silti tuottavana. Strategian mukaan tulisi ostaa aliarvostettujen, mutta hyvin tuottavien yritysten osakkeita. Lisäksi yritysten tulisi ajan kuluessa pystyä kasvattamaan tulostaan ja osinkoaan, jolloin arvostus alkaisi nousta. Kun yrityksen aliarvostus alkaa haihtua, on sijoitusstrategian mukaan aika luopua sijoituksesta.

Viisi myyttiä arvosijoittamisesta

Michael Thomsett on artikkelissaan *Five Myths of Value Investing* vuodelta 2009 esitellyt viisi yleistä myyttiä arvosijoittamisesta ja omat perustellut näkemyksensä asiasta:

1.) *Arvosijoittaminen on tylsää.*

Voi olla. Arvoyhtiöt ja arvosijoittamisen analyttiset menetelmät voivat olla tylsiä. Mutta todistettu tosiasia on, että arvosijoittaminen todennäköisemmin tuottaa enemmän kuin kiinnostaviin ja trendikkäisiin kasvuyhtiöihin sijoittaminen.

2.) *Osakekohtainen tulos on ainut tunnusluku jonka tarvitset.*

Väärin. Kaikki sijoittajat eivät tajua, että osakekohtaista tulosta ei voi vertailla eri yritysten kesken, sillä yritysten tulojen ja osakkeiden määrän välillä on suuria eroja. Mutta vertailemalla yksittäisen yrityksen osakekohtaista tulosta vuosittain tai kvartaaleittain on hyvä tapa saada käsitystä yrityksen tuottavuudesta.

3.) *Arvosijoittamisella ei voi tehdä nopeaa tuottoa.*

Väärin. Monet arvosijoittajat myöntävät olevansa konservatiivisia ja pitkän aikavälin sijoittajia. Se ei kuitenkaan tarkoita, että arvo-osakkeita tulisi pitää kymmeniä vuosia, jotta arvosijoittaminen toimisi. Nopean tuoton etsiminen on hyödytöntä, sillä kaupan käynnin ajoittaminen ei toimi, koska kukaan ei voi ennustaa tulevaa. Lisäksi lisäänty-

vä kaupankäynti laskee vain tuottoa. Mutta kun markkinat kääntyvät nousuun, se tapahtuu nopeasti, ja silloin myös arvo-osakkeet nousevat.

4.) Arvosijoittaminen vie paljon aikaa.

Voi olla. Tätä mieltä ovat ne, jotka eivät halua viettää aikaa analysoimalla fundamentteja. Yleisesti luullaan tämän lähestymistavan olevan vaikea, mutta se ei sitä ole, kunhan asian opettelee. Jos tunnuslukujen määrän pitää pienenä, on se myös nopea. Tätä myyttiä voi tarkastella myös kärsivällisyyden näkökulmasta. Uskomus, että arvosijoittajan täytyy odotella pörssitrendin kehittymistä voi pitää paikkansa, mutta markkinat palkitsevat kärsivällisen, eritoten arvosijoittajan.

5.) Osakkeet ovat joko arvo- tai kasvuosakkeita, eivät koskaan molempia.

Väärin. Itse asiassa arvo- ja kasvuosakkeet ovat aika sopusointuisia keskenään, eikä niiden välillä ole välttämättä suuria eroja. Sijoituspäätöstä tehdessä voi erehtyä luulemaan, että täytyy tehdä selkeä jako sille, onko osake arvo- vai kasvuosake, mutta välttämättä näin ei ole. Kaikkein lupaavimmissa arvo-osakkeissa yhtiöiden arvoominaisuudet tuottavat kasvua lyhyellä ja pitkällä aikavälillä.

2.4.1 Aktiivinen vai passiivinen

”Osakemarkkinat ovat arvaamattomat. Jos joku väittää pystyvänsä lyömään markkinat säännönmukaisesti, hän väittää osaavansa ennustaa uutisia.”

– Taloustoimittaja ja -kirjailija Marko Erola (2009, 65)

Näin on kirjoittanut Marko Erola kirjassaan *Paras sijoitus – itsepuolustusopas sijoittajille* vuonna 2009. Silti hän on kertonut haastattelussa vuodelta 2010 ottavansa 70 % osuudella salkustaan riskiä ja 30 % osuudella kaihtavansa sitä (Miten minä sijoitan? 2010, Tapiolan sijoitustalous.fi). Vuoden 2011 Viisas raha -lehdessä hän kirjoittaa Huonoin sijoitus -palstalla omistavansa Tiimaria, jonka arvo on laskenut vuoden 2005 sijoituspäätöksestä 80 prosenttia (Härkönen 2011, 3). Miten tämä on mahdollista? Mies joka puhuu markkinoiden tehokkuuden puolesta (eli uskoo että markkinat hinnoittelevat itsensä aina oikein, jonka takia osakepaiminta on turhaa), ottaa silti 70 prosentilla salkustaan riskiä ja on kokenut riskin toteutumisen sijoituksen arvon sulamisena viidesosaan sijoitushetken arvosta. Tämä on hyvinkin inhimillistä. Vaikka passiivisen sijoitustyylin on todistettu tuottavan enemmän kuin aktiivisen sijoitustyylin, ihmismieli luo meille illuusion, että kyllä juuri me pystymme voittamaan markkinat lyhyelläkin ajalla, vaikka siihen eivät pysty edes ammattilaiset.

Lindströmien mukaan markkinat olisivat aina tehokkaat, mikäli kaikki markkinoilla olijat olisivat tunteettomia robotteja. Mutta kuten tiedämme, markkinoilla toimii yksittäisiä ihmisiä, jotka hallinnoivat omaa varallisuuttaan harkinnan ja järjenkäytön lisäksi tulkintojensa, tunteidensa ja tietojensa vallassa. Tällöin tällaisten toimijoiden joukko voi saada markkinoille aikaan hinnoitteluvirheen, jolloin markkinat eivät voi aina olla oikeassa. Kim Lindströmin mukaan tämä on markkinapsykologiaa, joka on täysin arvaamatonta ja jonka ansiosta kenelläkään ei voi olla varmaa tietoa pörssikurssien suunnasta. Hän kuitenkin uskoo kaiken oleellisen tiedon heijastuvan ajan myötä osakkeiden markkina-arvoihin, jolloin ali- tai yliarvostukset tulevat palautumaan oikeille tasoilleen. (Lindström & Lindström 2011, 138; Lindström 2005, 108)

Aktiivinen sijoittaja on henkilö, joka ostaa ja myy osakkeita nopeaan tahtiin. Hän uskoo, etteivät markkinat ole aina oikeassa ja pystyvänsä hyödyntämään nämä ”hinnoitteluvirheet”. Passiivinen sijoittaja puolestaan uskoo markkinoiden olevan oikeassa, jolloin ylituottoon ei olisi mahdollisuutta, joten hän sijoittaa pitkällä horisontilla ja välttää kaupankäyntiä. Koska kaupankäynnissä on kuluja ja voitoista maksetaan veroja, aktiivinen sijoittaminen johtaa kasvaviin kustannuksiin ja siten heikoimpiin tuottoihin. Enemmistö sijoittajista sijoittaa aktiivisesti ja uskoo saavansa ylituottoa, vaikka oikeasti ylituottoa saavat vähemmistön passiiviset sijoittajat, jotka eivät usko ylituoton mahdollisuuteen. Yksi tunnetuimmista markkinoiden tehokkuutta kyseenalaistavista havainnoista onkin, että arvostrategioilla voidaan saavuttaa ylisuuria tuottoja (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2008, 201). Näin voidaan todeta passiivisuuden olevan hyve, jota tavoitella, ja aktiivisuuden olevan pahe, johon moni lankeaa. (Erola 2009, 12 & 66.)

Itsevarmat ihmiset käyvät liikaa kauppaa

Tutkijat Brad Barber ja Terrance Odean tutkivat kuinka sukupuoli vaikuttaa kaupankäyntiin. Heidän tutkimuksensa perustuu teoriaan, jonka mukaan itsevarmat sijoittajat käyvät kauppaa kohtuuttomasti, ja psykologiseen tutkimukseen, jonka mukaan miehet ovat itsevarmempia kuin naiset, joten teorian mukaisesti miesten tulisi käydä kauppaa enemmän kuin naisten. Tutkimuksen tulokset osoittivat teorian pitävän paikkansa ja miesten käyvän kauppaa 45 prosenttia enemmän kuin naisten. Tutkimusaineistona Barberilla ja Odeanilla oli 35 000 kotitalouden sijoitukset helmikuusta 1991 tammikuuhun 1997. Tutkijat uskovat sijoitusmarkkinoilla havaittavan suuren kaupankäynnin määrän syyksi selkeästi ylimalkaisen voimakkaan itseluottamuksen. Ihmiset

ovat ylikuottavaisia omiin taitoihinsa ja tietoihinsa. Ylikuottamus johtaa kasvavaan kaupankäyntiin ja laskeviin tuotto-odotuksiin. Miesten kaupankäynti laskee sijoitusten tuotto-odotusta 2,65 prosenttia vuodessa, kun taas naisilla tuotto-odotus laskee vain 1,72 prosenttia vuosittain. (Barber & Odean 1998, Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment.)

2.4.2 Arvosijoittajan tunnusluvut

Osakkeita voidaan jakaa erilaisiin ryhmiin käyttäen apuna osakkeiden ominaisuuksia, arvostuksia tai näkemyksiä. Nämä luokitteluperusteet ilmenevät kaikkein selkeimmin erinäisinä tunnuslukuina. On olemassa sekä hyviä että huonoja, vähän sekä paljon käytettyjä ja helposti sekä vaikeasti laskettavia tunnuslukuja. Kuten arvata saattaa, toimivat ja helposti laskettavat tunnusluvut ovat myös kaikkein eniten käytettyjä. Yleisesti tunnusluvut lasketaan yrityksen tilinpäätöksistä tai osavuosikatsauksista kaavojen perusteella, käyttäen apuna erilaisia valmiiksi ilmoitettuja eriä. Näiden tietojen avulla voidaan laskea suuri joukko erilaisia tunnuslukuja. Koska tunnuslukujen joukko on niin suuri, ne huomioivat erilaisia asioita, toimivat erilailla erilaisissa tilanteissa ja antavat erilaisia näkemyksiä. Siksi eri sijoitusstrategiat korostavat eri tunnuslukuja. Tässä esittelen arvosijoittajan kolme tärkeintä tunnuslukua, jotka eivät ole arvosijoittajien yksinoikeuksia, vaan myös yleisesti paljon käytettyjä tunnuslukuja: P/B-luku, P/E-luku ja osinkotuotto.

P/B-luku

P/B-luku (= Price / Book value) voidaan laskea kahdella tavalla, joko yhtiön lukuja käyttäen tai osakekohtaisia lukuja käyttäen. Yhtiön lukuja käytettäessä P (eli hinta) on markkina-arvo ja B (eli tasesubstanssi) on yhtiön oma pääoma. Tasesubstanssin, eli kirja-arvon on määritelty olevan yrityksen omaisuuden ja velkojen erotus (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002, 142 – 143). Näin ollen markkina-arvo jaetaan omalla pääomalla, jolloin muodostuva P/B-luku kertoo, missä suhteessa yritys on arvostettu sen omaa pääomaa kohtaan. Osakekohtaisia lukuja käytettäessä hinnaksi valitaan osakekurssi ja tasesubstanssiksi osakekohtainen oma pääoma. Kim Lindström on teoksessaan *Vaurastu arvo-osakkeilla* (2007, 199) todennut, että tutkimusten perusteella P/B-luku on tehokkain tapa löytää aliarvostettuja osakkeita.

Kuinka tunnuslukua tulisi sitten tulkita? P/B-luvun ollessa 1, yhtiö olisi arvostettu vastaamaan täysin sen substanssiarvoa. Jos yhtiö lopettaisi toimintansa, möisi omaisuus-

tensa ja maksaisi velkansa, jäljelle jäävä arvo olisi tällöin juuri kyseisen substanssiarvon suuruinen. Mikäli P/B-luku on alle 1, yhtiö arvostetaan alle substanssiarvonsa ja mikäli P/B-luku on yli 1, yhtiö arvostetaan yli yhtiön substanssiarvon. Henri Elon (2009, 84) mukaan matalamman P/B-luvun osakkeilla on pienempi todennäköisyys menettää arvoaan voimakkaasti lyhyessä ajassa ja vastaavasti korkeamman P/B-luvun osakkeilla todennäköisyys on suurempi. Esimerkkitapauksena voidaan mainita teknokupla vuosituhannen vaihteessa, jolloin yritysten P/B-luvut olivat yli 2,5 ennen romahdusta. Miksi yritys arvostettaisiin alle varojensa, jos yritys voitaisiin tällöin ”lyödä lihoiksi” ja tehdä sillä tuottoa? Ensinnäkin, yritykset tavoittelevat aina jatkuvuutta ja lisäksi ”lihoiksi lyöminen” vaatii rahaa, aikaa ja työtä, joten yrityksen toiminnan lopettaminen ei ole koskaan ensimmäinen vaihtoehto. Toiseksi, mitä jos yritys tuottaa vuodesta toiseen tappiota ja tulevaisuus näyttää lohduttomalta. Tällöinhän yrityksen oman pääomantuotto on negatiivinen ja se tuhoaa omaisuuttaan. Eikö tällaisessa tilanteessa alle yhden P/B-luvun arvostus ole oikeutettu?

Yksittäiset tunnusluvut antavat yleensä yksipuolisen ja karkean kuvan osakkeen arvostuksesta. Siksi tulisikin käyttää monien tunnuslukujen yhdistelmiä tai tunnuslukujen keskiarvoja useammalta vuodelta, jolloin saadaan paljon kattavampi näkemys asiasta (Kallunki, Martikainen, Niemelä 2008, 154). Tämän takia Elo (2009, 84) pitääkin P/B-lukua vaativana tunnuslukuna, koska se ei itsekseen anna minkäänlaista kuvaa yrityksen kannattavuudesta ja tuloksentelekkyydestä. Siksi P/B-luvun kaverina tulisikin käyttää jotain toista tunnuslukua. Mahdollisesti voidaan käyttää useita eri tunnuslukuja, mitä enemmän sen parempi. Vain näin voidaan löytää markkinoiden väärin arvostamia arvo-osakkeita oikeutetusti aliarvostettujen osakkeiden joukosta.

P/E-luku

P/E-luku (= Price / Earnings) voidaan myös laskea yhtiön lukuja tai osakekohtaisia lukuja käyttäen. Yhtiön lukuja käytettäessä P (eli hinta) on edelleen markkina-arvo, joka jaetaan E:llä (eli tuotolla), joka on yrityksen nettotulos. Osakekohtaisia lukuja käytettäessä hinnaksi valitaan osakekurssi ja tuotoksi osakekohtainen tulos. Jyrki Niskanen ja Mervi Niskanen ovat teoksessaan *Tilinpäätösanalyysi* (2003, 150) määritelleet P/E-luvun seuraavanlaisesti: ”P/E-luku kertoo kuinka suuri osakkeen markkinahinta on suhteessa osakekohtaiseen tulokseen ja kuvaa siten näkemystä yrityksen tuloksentelekkyydestä. Se kertoo myös kuinka monessa vuodessa sijoitus maksaisi itsensä takaisin, jos tuloksentelekkyyty pisyisi samana”. Määritelmän mukaisesti P/E-luku kuvaa yrityksen tuloksentelekkyyttä, jota P/B-luku ei huomioi ollenkaan, jolloin

näiden kahden tunnusluvun voidaan nähdä toimivan paremmin yhdessä kuin erikseen.

”P/E-luku on sijoittajan perustyökalu – vähän kuin vatupassi rakentajalle. P/E-luku kertoo sijoittajalla kallistuksen sijasta kalleuskulman.”

– Balance Consultingin pääanalyttikko KTM Henri Elo (2009, 80)

Niskaset (2003, 150) tuovat P/E-luvun määritelmässään esille yleisesti sovelletun näkemyksen siitä, että P/E-luku kertoo kuinka monessa vuodessa sijoitus maksaisi itsensä takaisin. Tältä osin tunnusluvun tulkinta on erittäin helppoa, mitä pienempi P/E-luku, sen parempi. Jotta saisi käsitystä tunnusluvun keskimääräisestä suuruusluokasta, voidaan todeta P/E-luvun olleen suomalaisilla pörssiyhtiöillä vuosina 2001 – 2010 keskimäärin noin 16 (Balance Consulting, P/E-luku). Henri Elon (80+ päivässä osakesijoittajaksi -blogi, 2007) mukaan eri toimialojen yritysten P/E-luvut eivät ole vertailukelpoisia keskenään, esimerkiksi toimialojen pääomansitovuuden, kannattavuuden ja kilpailun erojen takia. Esimerkkinä tästä Elo on tehnyt taulukon, jossa hän esittää kuuden eri toimialan yrityksen keskimääräisen P/E-luvun kvartaaleittain vuoden 2004 alusta vuoden 2006 kolmanteen kvartaaliin asti. Tämän taulukon mukaan ohjelmistovalmistajien (Basware, Comptel ja F-secure) keskimääräinen P/E-luku oli ajanjaksolla 33, kun se vastaavasti elintarvikevalmistajilla (Atria, HKScan ja Olvi) oli keskimäärin 13.

Helsingin pörssin pörssiyhtiöiden keskimääräinen P/E-luku 16 on ihan perusteltua, jos muutetaan takaisinmaksuajan mukainen näkemys korkosidonnaiseksi. Tällöin odotus, että sijoitus maksaa itsensä takaisin, eli tuottaa korkoina alkuperäisen pääoman verran, on matemaattisesti mallinnettavissa. Kertomalla pääoman tietyn suuruisella korkoprosentilla vuodesta toiseen siihen asti kunnes alkuperäinen pääoma on muuttunut kaksinkertaiseksi, kertoo kyseistä korkoprosenttia vastaavan P/E-luvun. Esimerkiksi 1 000 euron pääomalla menee 15 vuotta 5 prosentin korolla ennen kuin pääoma on muuttunut yli 2 000 euron pääomaksi. Taulukossa 2 on esitetty P/E-lukuja vastaavia vuotuisia korkoja, jotka ovat laskettu kyseisen mallin mukaisesti. Taulukon mukaisesti P/E-luku 16 edellyttäisi 4,5 prosentin vuosittaista korkoa 16 vuoden ajan, jotta sijoitus olisi maksanut itsensä takaisin. Työssä jo edellä mainitsemani Helsingin pörssin 7 prosentin vuotuinen tuotto pitkällä ajalla edellyttäisi P/E-lukua 11. Tämä kuulostaa realistiselta ja pysyy linjassa kaiken tässä työssä esitetyn kanssa. Tulen työn edetessä esittelemään arvosijoittamisesta tehtyjä tutkimuksia, joiden mukaan arvosijoittamisen tulisi tuottaa noin 15 prosenttia vuosittain, joka vastaisi P/E-lukua 5.

TAULUKKO 2. P/E-lukua vastaava vuotuinen korko

P/E-luku	Vuotuinen korko
36	2,0 %
16	4,5 %
15	5,0 %
11	7,0 %
8	10,0 %
5	15,0 %

P/E-luvun mataluus tarkoitti nopeampaa takaisinmaksuaikaa, mutta aina matala P/E-luku ei ole hyvä asia. Kuten P/B-luvussakin, jotkin yritykset ovat oikeutetusti arvostettu maltillisesti. Jarmo Leppiniemen (2002, 231) mukaan alhaisesta P/E-luvusta voidaan päätellä, että sijoittajat odottavan yhtiön tuloksen pysyvän heikkona tai heikenevän entisestään. Vastaavasti voidaan johtaa, että korkean P/E-luvun voidaan nähdä heijastavan sijoittajien uskoa yritykseen ja sen tulokseen. Kun pörssin keskimääräinen P/E-luku nousee perusarvostaan korkeammalle, voidaan nähdä sijoittajien odotusten kasvaneen ja samalla markkinariskin nousseen. Vastaavasti keskimääräistä alhaisemmalla P/E-luku tasolla odotukset ovat laskeneet, mutta markkinariskikin on samalla alhaisempi. Näin ollen P/E-luvun voidaan nähdä toimivan osakemarkkinoiden kuumemittarina, joka ilmoittaa markkinoiden ylikuumenemisesta. Koska P/E-luku on arvosijoittajalle tärkeä tunnusluku, välttää hän tämän ansiosta liian korkean hinnan maksamista epärealistisen korkeiksi arvioiduista tulonodotuksista, tai ylihinnan maksamista osakemarkkinoiden ylikuumentuuessa (Leppiniemi 2002, 95). Viimeisin selkeä ylikuumentuminen Helsingin pörssissä voidaan nähdä olleen 2000-luvun vaihteessa, juuri ennen teknokuplan puhkeamista. P/E-luku oli tällöin ilman Nokiaa mukaan laskettuna 22, Nokia mukaan laskettuna lähes 40. Kun taas vuonna 2008 alkaneen Finanssikriisin jälkeisinä epävarmoina aikoina, vuoden 2011 elosyyskuussa tapahtuneen jälkijärityksen seurauksena keskimääräinen P/E-luku putoi lähes 10:een. (Lindström & Lindström 2011, 276 – 279.)

Ovatko osakkeet halpoja vai kalliita?

21 päivänä huhtikuuta vuonna 2011 ilmestyneessä Arvopaperi -lehdessä käsitellään Tommi Melenderin (2011, 12 – 13) artikkelissa osakkeiden hinnoittelua. Melenderin mukaan osakkeet eivät ole vielä tällä hetkellä kalliita, sillä Helsingin pörssin yhteen-

lasketut arvostuskertoimet pysyttelevät yhä pitkän ajan keskiarvojen alapuolella. Kuitenkin suurista suomalaisyhtiöistä seitsemäntoista P/E-luvut ylittävät kymmenen vuoden keskiarvon, kun taas yhdentoista yhtiön P/E-luvut alittavat kymmenen vuoden keskiarvon. (Melender 2011, 12 – 13.)

Noin kuukautta myöhemmin, 18 päivänä toukokuuta vuonna 2011 ilmestyneessä Viisas Raha -lehden artikkelissa Jari Waltonen (2011, 31) kirjoittaa osakkeiden olevan kalliita. Waltosen mukaan arvosijoittajan kulta-aika on tällä erää ohi, sillä P/B-luvuilla mitattuna edullisia osakkeita ovat enää sellaisten yhtiöiden osakkeet, joiden tulevaisuuden näkymät ovat heikot. ”Laatuyhtiöitä ei enää saa halvalla. Sykliset kasvuyhtiöt heijastavat kurseissaan jo voimakasta kasvua”, Waltonen kirjoittaa. (Waltonen 2011, 31.)

Kuinka tilannetta tulisi sitten tulkita? Tätä ei voi selittää kuukauden aikana tapahtuneena suurena muutoksena markkinatilanteessa, sillä Helsingin pörssin hintaindeksi oli laskenut alle 1 prosentin artikkeleiden välisenä aikana. Täytyy muistaa, että arvostaminen on yksilökohtainen asia, johon vaikuttaa voimakkaasti, minkälaisia asioita huomioidaan. Toisekseen, yleensä pörssistä löytyy sekä halpoja että kalliita osakkeita, harvemmin kaikki osakkeet heijastavat samaa hinnoittelutasoa. Joten Melenderin ja Waltosen voidaan nähdä lähestyneen asiaa eri näkökulmista ja huomioineen eri asioita. Melender on artikkelissaan käyttänyt P/E-lukua, kun taas Waltonen on omassa artikkelissaan käyttänyt P/B-lukua. Kummatkin myöntävät pörssistä löytyvän sekä halpoja että kalliita yhtiöitä, mutta siihen mitkä niistä ovat sijoituksina kannattavia, he eivät ota kantaa. Tulkitseminen ja sijoituspäätöksen tekeminen jätetään lukijalle.

Tästä kolme kuukautta myöhemmin, Helsingin pörssi oli laskenut noin 26 prosenttia ja Arvopaperin artikkelissa (Melender 2011, 12 -13) kirjoitettiin, että vaikka arvostus on alhainen ja osinkotuotot korkeat, sijoittajat pelkäävät. ”Helsingin pörssin P/E-luvut liikkuvat kolmisenkymmentä prosenttia pitkän ajan keskiarvojen alapuolella”, Melender kirjoittaa. Artikkelissa todetaan, ettei osakkeissa ole ainakaan arvostuskuplaa ja epäillään P/E-lukujen toimivuutta nykytilanteessa. Tästä Arvopaperin artikkelista noin kolme ja puoli kuukautta myöhemmin ja Helsingin pörssin noin 7 prosentin laskun jälkeen, Viisas Rahakin (Waltonen 2011, 31) kirjoittaa osakemarkkinoiden hinnoittelevan jo taantumaa monella mittarilla ja ensi kevään osinkotuottojen olevan ennätyskallisen korkeat. Osakkeiden todetaan olevan poikkeuksellisen edullisia ja Waltonen kysyykin, ”miksi suuret joukot eivät ostele huippuhalpoja osakkeita näillä tasoilla?”.

Molemmat, Melender sekä Waltonen, ovat tällöin olleet samaa mieltä siitä, että osakkeet ovat halpoja, mutteivät sijoittajat uskalla ostaa näitä halpoja osakkeita pelon alaisina. Kuinkas sitten kävikään, vuoden 2011 joulukuun matalimmalta indeksitasolta noustiin helmikuuhun mennessä noin 25 prosenttia. Kesäkuun alkuun mennessä indeksi olikin jo puolestaan lasketellut edellisen nousun verran, ja hieman enemmän. Tällä olen pyrkinyt hahmottamaan kuinka suhteellista ja yksilöllistä osakkeiden arvostaminen on, ja kuinka vaikeaa on absoluuttisesti oikean analyysin tekeminen tunnuslukujen avulla. Vaikka tunnusluvut osoittavat osakkeiden olevan halpoja, se ei välttämättä tarkoita, että osakkeet sitä oikeasti ovat.

Osinkotuotto

Osake on arvopaperi, jonka perusteella omistetaan osa kyseisestä yhtiöstä. Osinko on puolestaan osakkeenomistajille kuuluva osuus yhtiön voitosta. Pörssiyritykset jakavat yhtiökokouksessa päätetyn suuruisen osan viimeisimmän tilikauden voitonjakokelpoisista varoistaan osinkoina omistajilleen vuosittain. Täten piensijoittajien ja pääomistajien intressit kohtaavat, kun kaikki haluavat sijoitukselleen vastiketta (Pesonen 2011, 102). Kuitenkin on järkevää olla jakamatta kaikkia saatavilla olevia varoja ulos yrityksestä, jotta yrityksen liiketoiminnan jatkuvuus ei vaarantuisi, ja voitaisiin jakaa tulevaisuudessakin osinkoja. Sijoitusguru Seppo Saario, joka on kirjoittanut suomalaisten pörssiraamattuna pitämän *Miten sijoitan pörssiosakkeisiin* -teoksen, pitääkin osinkojen saamista osakkeiden omistamisen avainasiana (Saario 2008, 19). Pesosen (2011, 102) mukaan suomalaiset piensijoittajat suosivatkin osinkoja, sillä se on selkeä ja konkreettinen tapa jakaa voittoa osakkeenomistajille.

Yleinen tapa mitata osinkojen suuruutta on jakaa osinko yhtiön osakekurssilla, jolloin saadaan prosentuaalinen osinkotuotto, josta käytetään nimitystä efektiivinen osinkotuotto. Tämän tunnusluvun avulla voi helposti vertailla eri sijoituskohteiden tuotto-odotuksia keskenään. Osingon pysyessä samansuuruisena, tulee sijoitus tuottamaan vuosittain juuri efektiivisen osinkotuoton verran, aivan niin kuin lainan korko. Näin ollen myös osakkeen arvon voidaan ajatella olevan tulevaisuudessa saatavien osinkojen summa. Tämä voidaan laskea diskonttaamalla kunkin vuoden osingot nykyhetkeen. Kuitenkin passiiviselle ja pitkäaikaiselle sijoitukselle on vaikeata arvioida ajanjaksoa, jona osinkoja oltaisiin saamassa. Voihan olla, että kymmenen vuoden kuluttua yritys on yllättävän taloudellisen romahduksen takia ajautunut konkurssiin tai sijoituksesta on luovuttu ennenaikaisesti odotettua heikomman kurssikehityksen takia. Toisaalta on myös hankalaa arvioida osinkojen kehitystä muutamasta vuodesta

eteenpäin. Seppo Saarion (2008, 19) mielestä sijoitustoiminnan ydin on, että omistetun yhtiön liiketoiminta kasvaa ja kannattaa, jolloin yhtiö kykenee kasvattamaan osingonjakoaan ilman, että se kaventaisi näköpiirissä olevia liiketoiminnan kasvumahdollisuuksiaan. Joten hyvänä sijoituskohteena voidaan pitää sellaista pörssi-yhtiötä, joka pystyy jatkuvasti kasvattamaan osinkoaan. Tätä mielipide voidaankin pitää arvosijoitusstrategian yhtenä osakevalintaperiaatteena. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2008, 147 – 148.)

Pesonen (2011, 100) on maininnut arvoyhtiöiden osingonmaksukyvyyn olevan yleensä hyvä, sillä yhtiöille ei yleisesti ole suuria investointeja tai yritysostoja, kuten kasvuyhtiöillä. Lindströmit (2011, 172) ovat Pesosen kanssa samaa mieltä, ja lisäävät, että arvoyhtiöillä on tyypillisesti myös hyvä osingonmaksuhalu. Näiden tekijöiden ansiosta korkea osinkotuotto tarjoaa hyvän suojan huonojen vuosien varalle arvosijoittajalle. Kim Lindströmin (2007, 181) mielestä osinkotuotolla on myös kaksi muuta selkeää etua. Ensinnäkin osinkotulo on vähäriskisempää kuin arvonnousu, koska osingot vaihtelevat vähemmän kuin osakekurssit, jolloin osinkotulo on vakaampi tulonlähde. Toisekseen seuraavan vuoden osinkojen suuruuden voi suhteellisen helposti arvioida etukäteen, sillä osakeyhtiöt ilmaisevat julkisesti osingonjakopolitiikkansa ja kuinka osinkojen suuruus määräytyy. Toisaalta ei pidä luottaa sokeasti pelkkään osinkotuotoon, sillä ”korkea osinko voi olla myös merkki osakkeen aliarvostuksesta tai siitä, että sijoittajat eivät usko sen tulevaisuuteen”, varoittaa Pesonen (2011, 100 - 102). Hän mainitseekin hyvänä esimerkkinä Nokian, joka on muuttunut kymmenessä vuodessa kasvuyhtiöstä osinkoyhtiöksi, kun osakekurssin lasku on nostanut efektiivisen osinkotuoton korkeaksi. Kuitenkin yhtiö on silti hyvin riskinen sijoituskohde tällä hetkellä. (Lindström & Lindström 2011, 172.)

Jakaa vai eikö jakaa osinkoa?

”Ikuisuus kysymys on, pitääkö yhtiön jakaa osinkoa vai olisiko parempi jättää pääoma kasvamaan yhtiöön”, kirjoittaa Tomi Salo Viisas Raha -lehdessä (2012 nro 3, 25). Sijoittajien kanta asiaan määräytyy yleensä heidän omien intressiensä perusteella. Toisten mielestä osingonjako antaa saajalleen mahdollisuuden tehdä rahoilla mitä haluaa, käyttää kulutukseen tai sijoittaa uudelleen. Toiset taas eivät halua yhtiön jakavan osinkoa, koska silloin osingot jäävät yritykseen. Tällöin yrityksen osakkeiden arvo ei laske irtoavan osingon verran, kuten tavallisesti käy kun yritys jakaa osinkoa. Tämä on paljon tehokkaampi tapa kuin sijoittaa osingot uudelleen yritykseen, sillä verottaja ja välittäjä vievät osansa välistä. Osinkokeskustelu nousee mediassa esille

tasaisin väliajoin, ja erityisesti keväisin kun pörssiyrityöt jakavat osinkojaan. Osinkotuotto onkin yksin vanhimmista osakkeiden valintaperusteista. (Salo 2012, 25.)

Salo nostaa tekstissään esille tilastotietoa, jonka mukaan Helsingin pörssin OMXH Cap -indeksi kohosi suotuisina vuosina 1990 – 2007 arvonnousuna mitaten noin 300 prosenttia, mutta osingot takaisin sijoittaen jopa noin 1 200 prosenttia! Tämän vuoden 2012 kevään osinkotuotto oli runsaat 4 prosenttia, mikä kattaa kuluvaksi vuodeksi arvioidun inflaation 2,8 prosenttia, valtion kymmenen vuoden joukkovelkakirjan tuoton 2,18 prosenttia kuin myös 12 kuukauden pankkitalletuksen tuoton noin 2 prosenttia. Osinkoyhtiöt ovat yleisesti aliarvostettuja ja tylsillä toimialoilla toimivia yrityksiä, mutta ne tekevät kannattavaa tulosta vuodesta toiseen. Juuri tällaisista yrityksistä osakesäästäjän tulisi olla kiinnostunut, ja erityisesti arvosijoittajan, eikä niinkään 2000-luvun vaihteen tapaisista teknoyrityksistä, jotka eivät osinkoja jakaneet ja joiden arvonnousu ei koskaan realisoitunut pysyvästi. Useamman tutkimuksen mukaan osinkoyhtiöistä koostuva salkku kasvaa vertailuindeksiään tuottavammin silloin, kun osingot sijoitetaan takaisin salkun yhtiöihin. (Salo 2012, 25.)

Arvosijoittaminen on kannattavampaa kuin tutkimukset antavat ymmärtää

Perinteisen näkemyksen mukaan arvosijoittajat valitsevat sijoituskohteensa kolmivaiheisen osakevalintaprosessin avulla. Ensiksi etsitään aliarvostettuja osakkeita P/E-luvun, P/B-luvun ja muiden arvostuksesta kertovien tunnuslukujen avulla. Tämän jälkeen arvioidaan osakkeiden sisäiset arvot ja verrataan niitä yrityksen tämän hetkiseen markkina-arvoon. Mikäli markkina-arvo on alle sisäisen arvon, siirrytään kolmanteen vaiheeseen, jossa rajataan osakkeen ostoraja. Ostoraja huomioi osakkeen sisäinen arvon ja turvamarginaalin, ja mikäli osakekurssi alittaa ostorajan, ostetaan kyseistä osaketta. Yleinen käsitys arvosijoittamisesta on, että arvosijoittavat suorittavat vain ensimmäisen vaiheen tästä prosessista.

Perinteisissä arvosijoittamisesta tehdyissä tutkimuksissa tutkitaan kuinka arvosijoittajien kolmivaiheisen osakevalintaprosessin ensimmäisen vaiheen yhtiöt, eli matalan P/E-luvun ja P/B-luvun omaavat yhtiöt, pärjäävät suhteessa kasvuyhtiöihin. Näissä tutkimuksissa ei ole otettu huomioon kolmivaiheisen osakevalintaprosessin kahta jälkimmäistä vaihetta, jolloin arvosijoittamista on tutkittu vain pinnallisesti. Silti tutkimukset osoittavat arvosijoittamisen voittavan kasvusijoittamisen kaikissa olosuhteissa, ja vielä ilman ylimääräistä riskiä.

George Athanassakos tutki tuoko tämä arvo-osakkeiden kolmivaiheinen osakevalintaprosessi lisäarvoa sijoitukseen verrattaessa yksinkertaiseen arvostuslukujen tulkitsemiseen. Tutkimus toteutettiin kahtena eri ajanjaksona vuosina 1985 – 1999 ja 1999 – 2007 Kanadan pörssissä. Athanassakos valitsi ensimmäiseen ryhmään osakkeita P/E ja P/B-luvun perusteella. Hän arvioi jokaisen jo aliarvostetuksi todetun yhtiön sisäisen arvon käyttäen apunaan yhtiöiden substanssiarvoa ja vapaata kassavirtaa, jonka hän diskonttasi jatkuvaksi loputtomiin pääoman keskimääräisellä kustannuksella eli WACC:illa (Weighted Average Cost of Capital). Mikäli kyseisellä hetkellä yhtiön markkina-arvo oli alle tämän arvioidun sisäisen arvon, tuli yhtiö valituksia toiseen ryhmään. Nämä valintaprosessit toteutettiin vuosittain tietyinä ajankohtana koko tutkimusajanjakson ajan. Athanassakos löysi tutkimuksessansa arvopreemiota nousu- ja laskusuhdanteessa Kanadan pörssistä. Hänen tutkimuksensa tulokset osoittivat, että arvosijoittajien kolmivaiheinen osakevalintaprosessi tuottaa sijoitukseen lisäarvoa kasvavana tuottona verrattuna pelkistettyyn arvostuslukujen mukaiseen osakevalintaan. Täten todellisen arvosijoittamisen voidaan todeta olevan vieläkin kannattavampaa kuin perinteiset tutkimukset antavat ymmärtää. (Athanassakos 2012, Value Investing Vs. Modern Portfolio Theory; Athanassakos 2011, Do Value Investors Add Value?.)

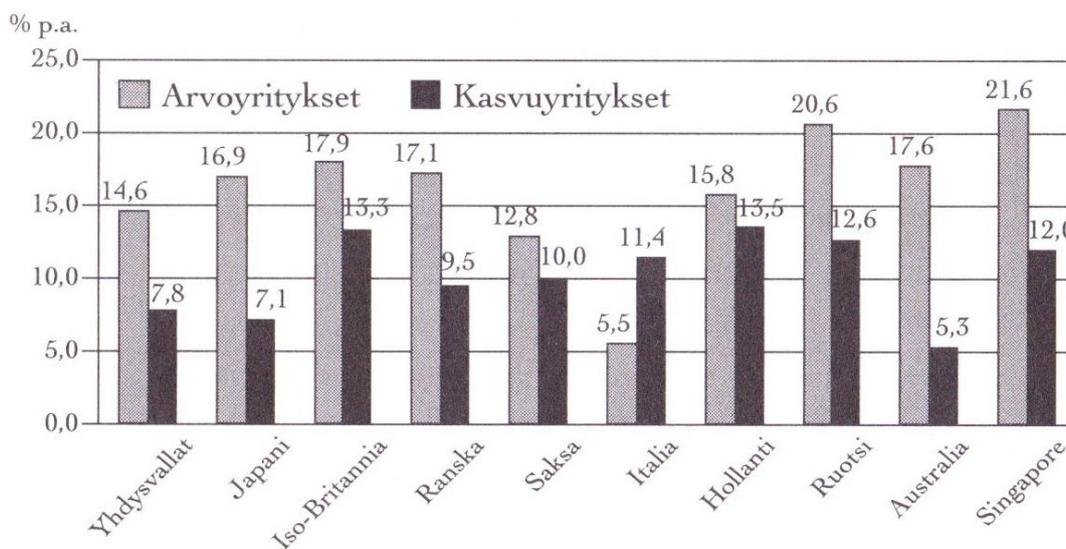
2.4.3 Kasvu- vai arvo-osakkeet

Arvo-osakkeita verrataan yleisesti kasvuosakkeisiin, joita voidaan pitää arvo-osakkeiden vastakohtana. Yleisen käsityksen mukaisesti arvo-osakkeen tunnistaa kolmen tunnusluvun avulla: P/B-luvun, P/E-luvun ja osinkotuoton. Kuitenkin on mentävä paljon syvemmälle, mikäli halutaan löytää oikea arvo-osake. Arvo-osakkeen määritelmän mukaisesti yhtiön tulee tehdä hyvää tulosta ja mieluiten pystyä kasvattamaan sitä. Tämä ilmenee kasvavana osakekohtaisena tuloksena ja myös kasvavana osinkona. Matalan P/B- ja P/E-luvun omaavia, korkeaa osinkotuottoa maksavia ja kasvavaa tulosta tekeviä yrityksiä voidaan pitää arvo-osakkeina. Vastaavasti kasvuosakkeiden P/B- ja P/E-luvut ovat korkeita, osinkotuottoa ei välttämättä ole ollenkaan ja yritys voi tehdä alkuvaiheessa vielä tappiota. Tämä on tarkkana pidetty määritelmä, mutta asiaa voi käsitellä myös hieman väljemmin.

Kauppatieteiden tohtorin ja laskentatoimen professorin Jarmo Leppiniemen mukaan, tärkein tunnusluku, jolla arvo-osakkeet ja kasvuosakkeet voidaan erottaa, on P/B-tunnusluku (Leppiniemi 2002, 94 - 95). Jo pelkän P/B-luvun avulla voidaan sanoa yhtiöstä onko se arvo-osake vai ei. Taloustoimittajana ja salkunhoitajana toiminut

KTM Mika Pesonen lisää, että kasvuosakkeen selvin tuntomerkki on liikevaihdon huomattavan nopea kasvu (Pesonen 2011, 100). Kansantaloustieteilijä VTM Kim Lindström ja hänen poikansa KTM Tom Lindström ovat lähestyneet asiaa erilaisesta näkökulmasta. Heidän mukaansa arvo-osakkeet eivät herätä minkäänlaisia intohimoja ja niitä usein pidetäänkin suorastaan ”tylsinä” ja vastaavasti kasvuosakkeet edustavat muodissa olevia yhtiöitä, joista kaikki puhuvat ja joita kaikki haluavat omistaa (Lindström & Lindström 2011, 141 - 142). Erilaisia määritelmiä, ominaisuuksia ja piirteitä arvo-osakkeista on esitetty paljon, mutta yleensä puhdas arvo-osake täyttää nämä kaikki. Tällaiset puhtaat arvo-osakkeet ovatkin suuren yleisön tiedossa ja näistä osakkeista käytetään yleisessä keskustelussa nimeä arvo-osake. Toisaalta joissain tilanteissa on vaikea sanoa onko osake arvo-osake vai ei, mutta tällöin sijoittajan oma määritelmä on se ainut oikea, jota kuunnella. Kuten monet muutkin sijoitusstrategiat, jotka perustuvat sijoittajan omaan näkemykseen, on myös arvosijoittaminen hyvin subjektiivinen asia.

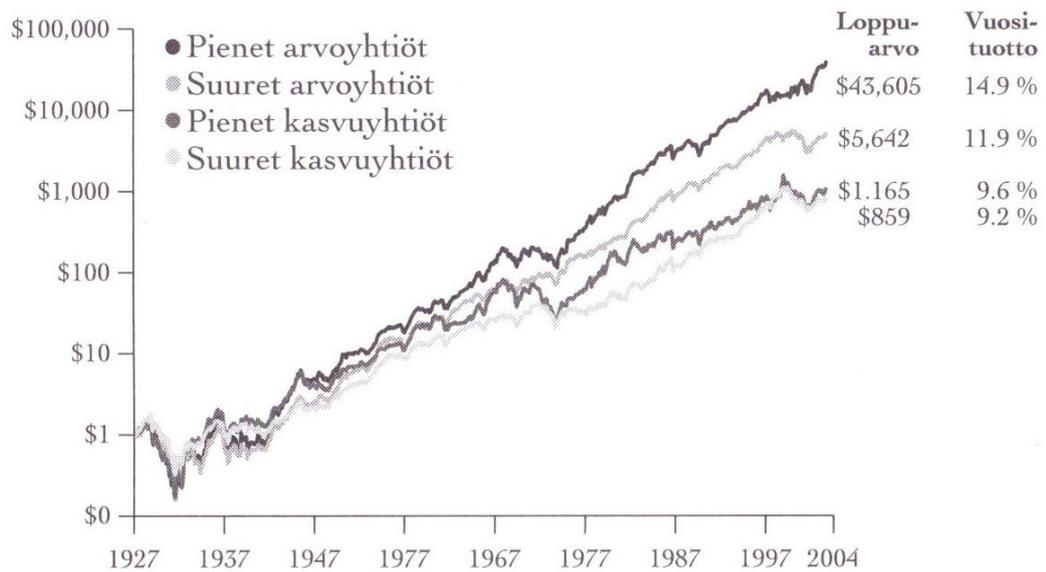
Eugene Fama ja Kenneth French ovat tehneet urauurtavaa akateemista tutkimustyötä arvosijoittamisen puolesta. Heitä on myös luonnehdittu arvosijoittamisen pioneereiksi, eikä turhaan, sillä kaksikon tutkimukset ovat kansainvälisesti arvostettuja. Kuviossa 3 on esitetty kyseisen kaksikon tekemän tutkimuksen havaintoja siitä, kuinka arvo- ja kasvustrategia ovat tuottaneet eri maissa. Kuviossa annetut tuotot ovat 20 vuoden ajalta laskettuja keskiarvoja. Kuten kuvioista voidaan todeta, on arvostrategia tuottanut selkeästi paremmin kuin kasvustrategia kaikissa muissa maissa paitsi Italiassa. Jos lasketaan yhteinen keskiarvo näiden kymmenen maan arvostrategian ja kasvustrategian tuottavuuden keskiarvoille, saadaan arvostrategian tuottavuuden keskiarvoksi 16,04 prosenttia ja kasvustrategian tuottavuuden keskiarvoksi 10,25 prosenttia vuodessa. Näin ollen voidaan arvostrategian katsoa tuottaneen noin 6 prosenttia enemmän vuosittain maailmanlaajuisesti.



KUVIO 3. Kansainvälinen vertailu vuosina 1975 – 1995 (Puttonen 2009, 99)

Lähde: Fama & French, *Journal of Financial Economics*, 1998.

Myös kuviossa 4 on vertailtu kuinka arvoyhtiöt ovat tuottaneet verrattuna kasvuyhtiöihin, mutta yhtiöt on jaettu vielä kokonsa mukaan suuriin sekä pieniin yhtiöihin. Kuviossa 4 voidaan nähdä kuinka arvoyhtiöt ovat jälleen tuottaneet enemmän kuin kasvuyhtiöt, kun verrataan vuodesta 1927 vuoteen 2004 tapahtunutta arvonmuutosta yhden dollarin sijoituksessa. Pienet arvoyhtiöt ovat tuottaneet selvästi eniten vuotuisen tuoton keskiarvon ollessa 14,9 prosenttia, kun taas suuret arvoyhtiöt tuottivat selvästi vähemmän 11,9 prosentin vuosituotolla. Kasvuyhtiöiden vuosituotot jäivät pienillä yhtiöillä vain 9,6 prosenttiin ja suurilla yhtiöillä 9,2 prosenttiin. Suuriin kasvuyhtiöihin sijoittaminen olisi kasvattanut 77 vuoden aikana 1 dollarin sijoituksen 859 dollariin, kun taas pieniin arvoyhtiöihin sijoittamalla sijoittaja olisi monistanut 1 dollarin 43 605 dollariin. Muutaman prosentin vuotuisen tuoton ero on kasvattanut pääomat aivan eri suuruusluokkiin. Tärkeintä tässä on huomata, kuinka pienten yhtiöiden riskisyys on lisännyt arvostrategian tuottoa. Korkeamman riskin lisäksi myös pienten yhtiöiden epälikvidisyys on syy miksi ne ovat tuottaneet enemmän. Suuret institutionaaliset sijoitusorganisaatiot eivät voi omistaa pieniä yhtiöitä juuri niiden heikon likvidisyyden, riskisyyden ja hallinnoinnin takia. Tällöin pienten yhtiöiden joukosta voi helpommin löytää helmiä, joita muut eivät ole vielä huomanneet.



KUVIO 4. Kasvu- ja arvosijoittaminen USA:ssa (Puttonen 2009, 98)
Lähde: Ibbotson Associates, 2005.

Pörssin unohdetut pienyhtiöt

Helsingin pörssissä on 15 pörssi-yhtiötä, joita ei seuraa yksikään analyysitalo, ja lisäksi lähes puolet pörssin yhtiöistä jää vähäisemmälle analyttikoiden seurannalle, kirjoittaa Karo Hämäläinen Arvopaperissa (2011 nro 6 – 7, 42 - 46). Vähemmän seuratut yhtiöt ovat yleensä pieniä ja niiden osakkeet vähävaihtoisia, jolloin ne eivät sovellu laajalti sijoittajien sijoitusstrategioihin. Vähäisen kiinnostuksen takia välityslikkeiden ei ole kannattavaa seurata kyseisiä yhtiöitä. Toisaalta vähäisen seurannan ansiosta ahkeralle yksityissijoittajalle syntyy tilaisuus tehdä loistavia löytöjä. Vähävaihtoisissa yhtiöissä väärinhinnoittelutilanteet ovat pitkäkestoisia ja uusi informaatio siirtyy hitaasti kursseihin, jolloin kyseisten yhtiöiden kanssa ei tarvitse kiirehtiä, vaan fundamentteihin kerkeää perehtyä perusteellisesti. Jotta tällaisen yhtiön kurssi lähtisi nousemaan nopeasti, edellyttäisi se yhä useamman sijoittajan kiinnostuvan yhtiöstä, johon saattaa kulua pitkiäkin aikoja. Täten unohdettuihin pieniin yhtiöihin sijoittaminen ei sovellu kärsimättömille sijoittajille. Arvosijoittajalle nämä unohdetut pienet yhtiöt tarjoavat hyvän mahdollisuuden toteuttaa seulontamenettelyä ja poimia yksittäisiä laatu-yhtiöitä edullisesti. (Hämäläinen 2011, 42 – 46.)

Pienyhtiöihin kohdistuu enemmän riskiä, kuin suurempiin pörssi-yhtiöihin. Pienyhtiöt eivät ole markkinajohtajia, jolloin kilpailijat ja markkinatilanteet voivat vaikuttaa paljon yhtiön suorituskykyyn. Pienyhtiöihin ei myöskään luoteta samalla tavalla kuin suuryhtiöihin työnantajana tai lainanottajina. Mikäli valittaisiin arpomalla yhtiö pienten yhtiö-

den joukosta, olisi se suuremmalla todennäköisyydellä ongelmayhtiö kuin koko pörsikannasta arpomalla valittu yhtiö. Pienten yhtiöiden joukossa onkin paljon velkaisia ja talousongelmaisia yhtiöitä. Lisääntynyt riski ei sijoittajaa välttämättä haittaa, jos riskillisästä saa sopivan korvauksen, mutta pahimmassa tapauksessa saattaa menettää sijoituksensa kokonaan. Helppoa hyvien yhtiöiden löytäminen näiden unohdettujen yhtiöiden joukosta ei ole. Unohdetut yhtiöt ovat tuottaneet -3,4 prosenttia vuosien 2007 – 2011 aikana, kun taas samana aikana aktiivisesti seurattut yhtiöt ovat tuottaneet +43,3 prosenttia. Tässä kuitenkin täytyy huomioida se, että jotkin unohdetut yhtiöt ovat menestyneet hyvin ja nousseet seurattujen yhtiöiden joukkoon, ja täten tarjonneet oikeaan aikaan sijoittaneelle erityisen tuottoisan sijoituskohteen. (Hämäläinen 2011, 42 – 46.)

Pienten yhtiöiden ja arvoyhtiöiden ylituotot ovat oikeutettuja

Toukokuussa 2012 toteutetussa haastattelussa Eugene Famaalta kyseltiin vastausta siihen, miksi pienet yhtiöt ja arvoyhtiöt tuottavat enemmän kuin muut osakesijoituskohteet. Haastattelussa viitataan tilastotietoon vuosilta 1926 – 1963, jolloin pienten yhtiöiden osakkeet tuottivat 3 prosenttia enemmän kuin muut osakkeet. Fama selittää tämän johtuvan siitä, että tilasto sisältää vain New Yorkin pörssin NYSE:n (New York Stock Exchange) osakkeet, jonka kaikki pienet yhtiöt olivat tuolloin arvoyhtiöitä. Tämä siksi, että tuolloin täytyi listautuvan yhtiön pörssi-arvon ylittää pörssin mediaanin tasolle. Kaikki alle tämän pörssimediaanin olevat yhtiöt luokiteltiin pieniksi yhtiöiksi, jolloin kaikki pienet yhtiöt kärsivät automaattisesti aliarvostuksesta. Riippumatta tästä, Faman mielestä on täysin järkevää, että pienet yhtiöt ja arvoyhtiöt ovat riskisempiä ja täten tuottavat enemmän. Faman mukaan arvo-osakkeet näyttävät yleisesti olevan yhtiöitä, joilla on joitain ongelmia, jolloin niiden fundamentit näyttävät hyviltä verrattuna markkina-arvoon, mutta vastaavasti hirveiltä verrattuna kirja-arvoon. Näin ollen arvo-osakkeina voitaisiin pitää yhtiöitä, joilla on käynnissä uudelleenjärjestelyjä ja jotka pyrkivät parantamaan toimintaansa. On ymmärrettävää, että tällaiset yhtiöt arvostetaan matalammin tulo-odotuksiinsa nähden. (Fama 2012, Why Small Caps And Value Stocks Outperform, Client Insights.)

Kasvanut riski ei selitä arvo-osakkeiden ylituottoa

Distress Risk sanalle ei ole suoraa suomennosta, mutta sillä tarkoitetaan taloudellista riskiä, joka voi ajaa yrityksen taloudelliseen hätätilaan jossa se ei pysty maksamaan

velkojaan. Käytän tässä yhteydessä kyseisestä sanasta suomennosta taloudellinen hätätilariski.

Wilma De Groot ja Joop Huij ovat tutkineet vuonna 2011 valmistuneessa tutkimuksessaan *Is the Value Premium Really a Compensation for Distress Risk?*, johtuuko arvo-osakkeiden ylituotto, eli arvopreemio, lisääntyneestä taloudellisesta hätätilariskistä. Monet tutkimukset osoittavat, että arvo-osakkeet tuottavat tavallista enemmän, mutta tulkinta siitä miksi ne tuottavat enemmän on epäselvä. Yleisen käsityksen mukaan arvo- ja kokoanomalioiden ylimääräinen tuotto kompensoituu suuremman riskin kautta (anomalia on epäsäännöllinen ilmiö, jonka avulla voi saada ylituottoa). Empiirisen tiedon mukaan anomalioiden ei tulisi johtaa lisääntyvään taloudelliseen hätätilariskiin, vaan sen tulisi olla systemaattinen riski, joka on jo valmiiksi hinnoiteltu osake-tuottoihin. De Groot ja Huij tutkivat riskin arvostamista kirjanpidollisin ja rakenteellisin mallein, luotonhajautuksen sekä luottoluokitusten avulla. Tutkimustuloksena he eivät löytäneet yhteyttä arvopreemion ja taloudellisen hätätilariskin välille. Tutkimuksen pohjalta voidaan todeta, ettei arvo-osakkeissa tai pienten yhtiöiden osakkeissa ole sen enempää riskiä, joka selittäisi niiden paremman tuottavuuden, ainakaan taloudellisen hätätilariskin osalta. (De Groot & Huij 2011, *Is the Value Premium Really a Compensation for Distress Risk?*.)

2.4.4 Arvosijoittamisen periaatteet

Arvosijoittamisen ”isänä” voidaan pitää Benjamin Grahamia (1894 – 1976), ja sijoitusmaailman klassikkoina ja arvosijoittamisen raamattuina hänen teoksiaan *Security Analysis* (1934) ja *The Intelligent Investor* (1949). Benjamin Grahamin voidaan nähdä olleen ensimmäinen, joka aloitti osakkeiden seulomisen tunnusluvuilla (Screening) (Erola 2009, 99). Grahamin mukaan arvosijoitus pohjautuu perusteelliseen analyysiin, ja sijoituksen tavoitteena ovat pääoman säilyminen ja tyydyttävä tuotto. Arvoyhtiöt ovatkin usein vakaita ja kasvavat hitaasti (Pesonen 2011, 100). Maailman menestynein sijoittaja Warren Buffett on erinomainen esimerkki tämän sijoitusstrategian toivuudesta. Hän onkin saanut oppinsa Benjamin Grahamin oppilaana. (Lindström 2007, 12, 43 – 44.)

Olen valinnut tähän muutamia otteita Benjamin Grahamin kirjasta *The Intelligent Investor* (2005), joissa Graham on määritellyt alkuperäistä näkemystään arvosijoittamisesta. Otteiden tarkoituksena on hahmottaa millaisena Graham itse näki arvosijoitta-

misen, ja kuinka nämä näkemykset ovat nähtävissä edelleen toimivassa arvosijoittamisessa.

1.) Arvosijoittamisen lähtökohta on se, että arvioidaan onko osake arvokas verrattaessa osakkeen tuloksenteekokyvyn mukaiseen diskonttaustekijään. Tästä käytetään nimitystä keskimääräinen tulevaisuuden tuoton odotusarvo. Tuloksenteekokyvyn vaikuttaa hyvien ja huonojen vuosien välinen vaihtelu. Näin ollen, ainakin teoriassa, osakkeen sisäinen arvo joko laskee kun tuotot laskevat laskusuhdanteessa tai vastaavasti nousee kun tuotot kasvavat noususuhdanteessa. Arvon voidaan nähdä muuttuvan vain pitkän aikavälin kehitykseen vaikuttavien tekijöiden takia, joita ei ole vielä osakekurssissa huomioitu. (Graham 2005, 175.)

2.) Defensiivisen sijoittajan osakevalintaprosessi on suhteellisen helppo. Ensiksi täytyy muistaa riittävä, mutta ei liiallinen hajautus (esimerkiksi 10 – 30 yhtiötä). Valittujen yhtiöiden tulisi olla isoja, tunnettuja ja taloudellisesti hyvässä kunnossa olevia yrityksiä. Lisäksi yhtiöillä tulisi olla pitkä ja katkeamaton osingonjakohistoria. Viimeiseksi osakkeen hinnan tulisi olla järkevässä suhteessa yhtiön keskimääräiseen tuottoon viimeiseltä viideltä vuodelta, tai vielä pidemmältä ajalta (esimerkiksi P/E-luku alle 20). (Graham 2005, 65 – 66.)

3.) Osakeanalyysi johtaa ihannetilanteessa arvostusongelmaan, onko osake nykyisellä hinnallaan kiinnostava sijoituskohte vai eikö. Arvioimalla tietyn tulevaisuuden ajanjakson keskimääräiset tuotot ja kertomalla saatu arvio sopivalla diskonttaustekijällä, saadaan laskettua osakkeen ”oikea” arvo. (Graham 2005, 127.)

4.) Muuttamalla painotustaan osakekurssien liikkeiden seuraamisesta osakkeiden arvostustasojen muutoksen seuraamiseen, sijoittaja voi säilyttää alkuperäisen ja oikean statuksensa sijoittaja, joka ostaa järkeviä osakkeita ja reagoi älykkäästi toistuvaan osakemarkkinoiden heiluntaan. Nousu- ja laskukaudet seuraavat toisiaan riittäväällä säännöllisyydellä, jotta voidaan ostaa kun markkinat ovat pessimistiset ja hinnat halvat, ja myydä kun markkinat ovat optimistiset ja hinnat korkeat. (Graham 2005, 31.)

Arvosijoittamisen voidaan nähdä koostuvan kuudesta peruseriaatteesta, jotka ovat sijoitusstrategian selkeitä ydinasioita. Peruseriaatteet voidaan nähdä eräänlaisena perustana, jonka päälle lähdetään rakentamaan omaa sijoitussuunnitelmaa. Perustaakin voidaan muokata, kunhan siitä ei tehdä liian huteraa. Näin syntyy monenlaisia

sijoitussuunnitelmia, jotka kaikki ovat variaatioita yhdestä ja samasta sijoitusstrategiasta. Kaikkia näiden peruseriaatteiden päälle luotuja sijoitussuunnitelmia voidaan kutsua arvosijoittamiseksi. Nämä arvosijoittamisen kuusi peruseriaatetta ovat:

1. Osta osa liiketoimintaa

Benjamin Graham on luennoinut seuraavaa: ”Osake on oikeus omistaa pieni osuus yrityksen liiketoiminnasta. Osakkeen arvo on sen osuus koko yrityksen liiketoiminnasta” (Puttonen 2009, 86). Siksi arvosijoittajan tulisi pyrkiä ajattelemaan yritysostajan tavoin osakkeita valitessaan. Tällöin sijoittaja on ostamassa osaa liiketoimintaa harjoittavasta yrityksestä, eikä niinkään osakkeita sijoitusmielessä (Lindström & Lindström 2011, 144). Kun pyritään ostamaan halvalla hyvää, on pienempi riski pettyä. Tämähän on tavallisen yksityishenkilön mentaliteetti nykyajan kulutusyhteiskunnassa, joten miksei se olisi sitä sijoitustoiminnassakin.

2. Osta aliarvostettua

Jokaisella yrityksellä on perusarvonsa, tai toiselta nimeltään sisäinen arvonsa (Intrinsic value). Markkinat hinnoittelevat yhtiöiden osakkeet joskus yli perusarvonsa, joskus alle perusarvonsa. Osta osakkeita, joiden sisäinen arvo on selvästi korkeampi kuin osakkeen nykyinen kurssi. Grahamin mukaan osakkeiden hinnat tulevat aina kehittymään kohti sisäistä arvoaan pitkällä aikavälillä. Tällöin yliarvostettujen osakkeiden kurssit tulevat laskemaan ja aliarvostettujen osakkeiden kurssit tulevat nousemaan. (Puttonen 2009, 85; Lindström 2007, 46.)

3. Muista turvamarginaali

Turvamarginaali (Margin of safety) on osakkeen sisäisen arvon ja osakkeen hinnan välinen erotus. Jotta arvostusriski olisi mahdollisimman pieni, on osaketta pyrittävä ostamaan niin halvalla, että syntyy riittävä turvamarginaali osakkeen sisäisen arvon ja hinnan välille, jolloin pienet virheet eivät tee sijoituksesta epäonnistunutta. Koska arvonmääritys on vaikeata ja koskaan ei voi olla täysin varma arvioistaan, on hyvä käyttää reilumpaa turvamarginaalia kuin arvioiden virhemarginaali. Tämän takia arvostrategiaa on luonnehdittukin ”tappioiden välttämisen strategiaksi” (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2008, 202). (Lindström 2007, 46; Puttonen 2009, 86.)

4. Osta halvalla ja myy kalliilla

”Benjamin Grahamin luoma maanis-depressiivinen olento *Mr. Market* ilmestyy markkinoille uskollisesti joka päivä ja on aina valmis ostamaan tai myymään mitä tahansa arvopapereita ilmoittamaansa hintaan. *Mr. Marketin* mieliala vaihtelee rajusti päivästä toiseen – välillä hänen riemunsa on rajaton, ja hän on valmis hinnoittelemaan pilviin kaiken minkä omistaa. – – Mutta toisinaan *Mr. Market* vaipuu syvään masennukseen ja menettää tyystin uskonsa osakkeisiin.” (Lindström 2007, 48).

Tämä markkinapsykologiaa ja markkinoiden volatilitteettia kuvaava *Mr. Market* on arvosijoittamisen ydin, sillä hän luo arvosijoittajalle tilaisuudet ostaa halvalla ja myydä kalliilla (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2008, 201). Ei riitä, että osaa ostaa halvalla, vaan täytyy osata myös myydä kalliilla, eli silloin kuin osakekurssi nousee reippaasti ohi osakkeen sisäisen arvon tason.

5. Pysy markkinoilla koko ajan

Vaikka arvosijoittaminen on passiivinen sijoitusstrategia, voivat *Mr. Marketin* ailahtelevat mielenalat vaihdella lyhyellä aikavälillä hyvinkin voimakkaasti, jolla voi olla huomattavan suuri vaikutus myös pitkän sijoitushorisontin sijoituksen tuottoon. Ostamalla 1 000 dollarilla Standard & Poor’s 500 -indeksin mukaista osakekoria kesäkuun loppussa vuonna 1951, päätyi vuoden 2011 kesäkuun loppuun mennessä noin 461 000 dollarin arvoisen osakesalkun onnelliseksi omistajaksi. Mikäli sijoittaja olisi ollut pois markkinoilta jokaisen vuosikymmenen kahtena parhaana pörssipäivänä, olisi salkun arvo kasvanut vain 226 000 dollariin. Varmistaaksesi että pääset osaksi näihin muutamiin ”hurjan nousun” pörssipäiviin vuosittain, pysy markkinoilla kokoajan. (Lindström & Lindström 2011, 176)

Arvo-osakkeiden löytäminen vaikenee noususuhdanteessa

Kun osakkeet yhtäkkiä muuttuvat hyljeksityistä kaikkien tavoittelemiksi, on hankala löytää alennusmyyntiyhtiöitä, jos ei tiedä mitä etsiä. Carla Fried (2010) mainitsee artikkelissaan *Finding value in a pricey market* kolme tapaa, joilla arvoa voi vielä löytää halvalla. Hän mainitsee esimerkkinä tällaisesta räjähtävän nousun tilanteesta vuoden 2009, jolloin maaliskuusta tammikuuhun Yhdysvaltain turvalliset ja vakavaraiset yhtiöt (Blue Chip Shares) nousivat 59 prosenttia! Tällaisessa tilanteessa parhaiten pärjäsivät ne sijoittajat, jotka tottelivat Warren Buffettin neuvoa: ”ole rohkea kun muut pel-

käävät, ja pelkää silloin kun muut ovat rohkeita”. Kun osakkeet ovat nousseet jo reippaasti, on vaikeampi löytää hyviä yhtiöitä halvalla, mutta ei se kuitenkaan ole mahdollista:

1.) Etsi yhtiöitä, jotka eivät ole vielä nousseet yhtä paljon kuin muu pörssi. Nämä yhtiöt voivat vielä olla aliarvostettuja, mutta nousun niukkuuteen voi olla syytä, joten ole varovainen.

2.) Keskity yhtiöihin, jotka ovat nousseet muun pörssin mukana, mutta ovat silti vielä aliarvostettuja. Näiden yhtiöiden fundamentit viittaavat silti vielä aliarvostusta, vaikka yhtiön osakekurssi on noussutkin. Vaihtoehtoisesti fundamentit ovat voineet parantua enemmän kurssikehityksen aikana kuin toteutunut kurssinousu.

3.) Etsi tuottavia yrityksiä kohtuullisella hinnalla. Kurssinousun jatkuttua pidemmän aikaa, alkavat viimeisimmätkin sijoittajat palaamaan markkinoille, jolloin on kannattavaa alkaa pelaamaan varman päälle ja siirtyä defensiivisempään sijoitustyyliin. Tällöin kannattaa siirtyä seuraamaan hyvää osinkoa maksavia yrityksiä, joita muut eivät välttämättä ole vielä huomioineet. (Fried 2010, Finding value in a pricey market.)

6. Kokonaistuotto = Kurssikehitys + Arvostustason muutos + Osinko

Oletetaan että erään fiktiivisen yhtiön osakekohtainen tulos oli eräänä vuotena 1,00 euroa ja P/E-luku 10, jolloin yhtiön osakekurssiksi saadaan 10 euroa. Yhtiö oli maksanut kyseisenä vuonna 50 sentin osingon, jolloin efektiivinen osinkotuotto oli 5 prosenttia. Seuraavana vuonna yhtiön osakekohtainen tulos kasvoi 1,50 euroon ja samalla sijoittajien näkemys yhtiön tulevaisuudesta parani ja markkinat arvostivat yhtiön P/E-luvun 15 mukaan. Yhtiön osakekurssi kasvoi tällöin 22,50 euroon. Yhtiö piti osingonmaksupolitiikkansa samana ja maksoi omistajilleen puolet osakekohtaisesta tuloksestaan osinkoina, eli 75 senttiä. Mutta paljonko sijoittaja olisi kyseisessä tapauksessa saanut sijoitukselleen tuottoa yhden vuoden aikana, jos olisi sijoittanut yhtiöön ensimmäisenä vuonna ja myynyt seuraavana? Jos yhtiön osakekohtainen tulos olisi vain parantunut, mutta arvostustaso ei olisi muuttunut, olisi arvonnousuna tuottoa tullut 5 euroa. Mutta kun arvostustaso kasvoi, tuottoa tulikin 12,5 euroa, jolloin arvostustason muutos tuotti sijoitukseen 7,5 euroa. Tähän kun lasketaan vielä mukaan 75 sentin osinko, saadaan sijoituksen yhteenlaskettu kokonaistuotto. Kurssikehitys 5€ + arvostustason muutos 7,5€ + osinko 0,75€ = 13,25 euron kokonaistuotto. Jos yhtiö ja tunnusluvut kehittyisivät samassa suhteessa vielä kolmantena vuotena, olisi koko-

naistuohto kahden vuoden jälkeen jo 41,75 euroa. Tällä yksinkertaisella ja fiktiivisellä esimerkillä pyrin tuomaan esille, kuinka kokonaistuohto rakentuu erilaisista osista. Jos sijoittajalle käy hyvin ja kaikki kolme kokonaistuoton osaa kasvavat, ja vieläpä mone-
na vuotena peräkkäin, kasvaa tuotto eksponentiaalisesti kokonaistuoton osien ja sijoitusvuosien myötä.

Osaketuotot selittyvät osinkotuotolla

Hannu Kahra on kirjoittanut Viisas Raha -lehdessä (2012 nro 2, 21) John H. Cochranen artikkelista *Discount Rates*, jossa käsitellään nykyarvomallin diskonttauskorkoa. Nykyarvomallin mukaan osakkeen arvo on tulevaisuudessa maksettavien osinkojen kassavirran nykyarvo, joka saadaan diskonttaamalla kunkin tulevan ajankohdan osinko sopivalla diskonttauskorolla, jona voidaan pitää sijoittajan tuottovaatimusta. Shillerin, LeRoyn ja Porterin tutkimus osoitti, ettei osinkojen vaihteluilla voida selittää osakekurssien vaihteluita. Myöskään tulevat kassavirrat eivät pysty ennustamaan osakekurssien tulevaa kehitystä. ”Nykyaikainen rahoitusteoria on sitä vastoin huomannut, että kaikki osinkotuoton vaihtelu on lähtöisin diskonttauskoron eli sijoittajan tuottovaatimuksen vaihtelusta”. Cochranen artikkelin mukaan se millä pitkän ajanjakson osaketuottoja voidaan ennustaa, on osinkotuotto. Osinkotuotto on näin osaketuoton tärkein osatekijä. (Kahra 2012, 21.)

Arvostustason muutoksella suurin vaikutus kokonaistuottoon

Arvosijoitustutkimuksen pioneerit Eugene Fama ja Kenneth French ovat julkaisseet vuonna 2007 tutkimuksen *The Anatomy of Value and Growth Stock Returns*, jossa he ovat tutkineet arvo- ja kasvuosakkeiden tuottojen koostumusta. He jakoivat tuoton osinkoon ja kolmeen muuhun pääoman tuotto-osaan: oman pääoman kasvuun, P/B-luvun kehittymiseen ja P/B-lukujen yleiseen kasvuun vuosina 1927 – 2006. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että arvo-osakkeiden tuottoon vaikuttaa kaikkein eniten P/B-lukujen kasvu, yhtiöiden kannattavuuden parannuttua. Arvoyhtiöiden oma pääoma ei yleensä kasva, mutta mikäli näin kävisi, olisi sillä suuri vaikutus arvo-osakkeiden tuottoon. Tällainen tilanne on mahdollinen silloin kun arvoyhtiöt uudelleenjärjestelivät toimintaansa. Uudelleenjärjestelyjen ansiosta kannattavuus voi parantua huomattavasti ja yritys voi alkaa kasvattamaan omaa pääomaansa. Kasvuyhtiöt nimensä mukaisesti investoivat ja kasvattavat omaa pääomaansa, jolla oli tutkimuksen mukaan suuri vaikutus kasvuyhtiöiden tuottoon. Kasvuyhtiöt eivät pysy korkeasti kannattavina jatkuvasti, jolloin P/B-luvut tulevat laskemaan, joka vaikuttaa kasvuyhtiöiden tuottoon

heikentävästi. Osingoilla on tulosten mukaan suurempi vaikutus arvo-osakkeiden tuottoon kuin kasvuosakkeiden tuottoon. P/B-lukujen yleisellä kasvulla vuosina 1927 – 2006 ei havaittu olevan suurta vaikutusta osakkeiden keskimääräiseen vuosituottoon. Myöskään osakekurssien heilunnalla ei todettu olevan suurta vaikutusta keskimääräisiin osaketuottoihin. (Fama & French 2007, *The Anatomy of Value and Growth Stock Returns.*)

Säätiöt suosivat arvosijoittamista

Säätiöt arvostavat sijoitustoiminnassaan vakautta, tuottavuutta, turvallisuutta ja pitkäjänteisyyttä. Näiden vaatimusten perusteella arvosijoittaminen osoittautuu oikein sojivaksi valinnaksi. Säätiöiden tärkein tavoite on pyrkiä säilyttämään sijoitettu pääoma niin, ettei sen arvo heikkenisi missään tilanteessa. Tämän takia säätiöt ovat hyvin varovaisia sijoittajia. Säätiöt kasvattavat pääomaansa hiljalleen vuodesta toiseen ja välttävät pääoman arvon äkillistä heiluntaa. Osinkotuotto on säätiöille tärkeä tunnusluku, sillä säätiöt lahjoittavat vuosittain osan varoistaan tukeakseen valitsemiaan kohteita ja niiden toimintaa. Tämän takia säännöllinen ja tasainen vuosittainen tulo on säätiöille tärkeää, jotta sijoitusvarallisuutta ei tarvitsisi realisoida tukien myöntämiseksi.

Arvopaperi -lehdessä (Melender 2011, 26 – 29) julkaistussa artikkelissa on käsitelty säätiöiden sijoitustoimintaa. Säätiöiden varsinainen tehtävä on tukea erinäisiä kohteita, mutta samalla he sijoitustoiminnallaan edistävät suomalaisten osakemarkkinoiden toimintaa ja kotimaista omistusta. ”Säätiöiden sijoituspoliittiset linjanvedot muistuttavat hyvin paljon toisiaan riippumatta siitä, liikkeuko niiden varallisuusmassa sadoissa vai kymmenissä miljoonissa euroissa”, kirjoittaa Melender. Osakesijoituksissaan säätiöt suosivat arvo-osakkeita, näitten ominaisuuksien takia. Jos arvostaa avokätistä voitonjakoa, jota jokaisen sijoittajan tulisi arvostaa, on säätiöomistus pörssiyhtiössä positiivinen merkki. Yleisesti säätiöt pyrkivät välttämään vallankäyttöään pörssiyhtiöissä, eikä heillä ole tarkoitus päästä muuttamaan tai vaikuttamaan yrityksen toimintaan. Säätiöt ovat institutionaalisia sijoittajia, joka näkyy selvästi sijoitussalkkujen osakevalinnoissa, joissa painotetaan pitkälti suurten ja likvidien yhtiöiden osakkeita. Institutionaaliset sijoittajat eivät yleensä pysty sijoittamaan pieniin ja keskisuuriin yhtiöihin linjauksiensa takia, eivätkä säätiöt tee tähän sääntöön poikkeusta.

3 SIJOITUSSUUNNITELMA

Sijoitussuunnitelma ja sijoitusstrategia voidaan joskus nähdä toistensa synonyymeinä, mutta tässä työssä erittelen ilmaukset koskemaan eri asioita. Sijoitussuunnitelma on yksilön henkilökohtainen suunnitelma siitä, kuinka hän sijoittaa ja toimii markkinoilla. Tämä suunnitelma voi pitää sisällään erilaisia sijoitusstrategioita, eli tyyllisuuntia kuinka valita sijoituskohteet, jolloin sijoitussuunnitelma on käsitteenä suurempi kokonaisuus, jonka sisälle sijoitusstrategiat asettuvat. Sijoitusstrategiat ovat yleisesti tunnustettuja malleja, jotka ovat vakiinnuttaneet paikkansa finanssimaailmassa.

Jotta pystyisi menestymään, täytyy ensiksi asettaa itselleen tavoite ja laatia sitten suunnitelma tämän määränpään saavuttamiseksi. Vanha sanonta ”hyvin suunniteltu on puoliksi tehty” pätee tähänkin asiayhteyteen erittäin hyvin. Sijoitustoimintaa on alan kirjallisuudessa verrattu rakentamiseen ja maratoniin, kumpikaan ei onnistu ilman hyvää suunnittelua ja valmistautumista etukäteen. Yhtä oikeaa ja yleispätevää tapaa tehdä sijoituksia ei ole olemassa, sillä oikea sijoitustapa riippuu sijoittajan tavoitteista, riskinottohalukkuudesta, aikaperspektiivistä, elämäntilanteesta, luonteesta jne. (Leppiniemi 2002, 22). Kaikki nämä sijoitustoimintaan vaikuttavat asiat, joita on paljon, tulisi kirjoittaa muistiin, jolloin aletaan luoda omaa sijoitussuunnitelmaa. Sijoitussuunnitelma luo pohjan sijoitustoiminnalle: auttaa sijoitustoiminnan alkuun saattamisessa, auttaa pysymään suunnassa sijoitustoiminnan aikana ja sen avulla voidaan arvioida luotettavasti lopputulosta (Pesonen 2011, 32 – 33).

3.1 Laatiminen

Jokaisen on laadittava itselleen oma henkilökohtainen sijoitussuunnitelmansa. Toisen suunnitelman kopiointi ei auta pääsemään omiin tavoitteisiin. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että sijoitussuunnitelma tulisi laatia yksin. Apuna on mahdollista käyttää oman pankin varainhoitajaa tai muita sijoituspalveluja tarjoavia tahoja, eli alan asiantuntijoita. Käyttävähän rakentajatkin apunaan arkkitehdin laatimia suunnitelmia. Kuitenkin on olemassa paljon valmiita malleja ja pohjia, joiden tarkoitus on helpottaa oman sijoitussuunnitelman laatimista. Täytyy kuitenkin muistaa, että nämä mallit ovat hyvin suurpiirteisiä, eivätkä sovellu suoraan kenenkään tarpeisiin. Tällaisesta valmiista ratkaisusta saa muokkaamalla ja hiomalla rakennettua toimivan sijoitussuunnitelman juuri omiin tarpeisiin. Mika Pesonen ohjeistaa kirjassaan Säästäjästä sijoittajaksi (2011, 32 – 33), että ennen sijoittamista tulee hahmottaa mitä oikeastaan ollaan tekemässä, eli mitä sijoittamisella halutaan saavuttaa ja mitä siihen tarvitaan. Ei voida

tähdätä, ellei tiedetä mihin ollaan ampumassa. Joten kaikki lähtee liikkeelle määritelmästä, mitä sijoitustoiminnalla oikeastaan ollaan tavoittelemassa.

3.1.1 Tavoite

Sijoitustoiminnalla tavoitellaan yleisesti tuottoa. Tämähän on itsestään selvää ja erottaa sijoittamisen säästämisestä. Mutta tavoitteina lomamatka parin vuoden sisällä tai kesämökin ostaminen kymmenien vuosien kuluttua, eroavat toisistaan jo paljon. Kun tiedetään lähtötilanne ja päämäärä, voidaan laskea kehitys, joka meidän tulee saavuttaa. Yksinkertaista matematiikkaa. Välttämättä kaikilla ei kuitenkaan ole selkeää tai konkreettista päämäärää, vaan he tavoittelevat tietyn suuruista tuottoa vuosittain. Tämä kelpaa myös varsin hyvin. Päämäärä voi muodostua vasta myöhemmin, jolloin ollaankin jo lähempänä sen saavuttamista, kun sijoitustoiminta on aloitettu jo etukäteen. Kunhan tiedetään yhtälön muuttujista kaksi, voidaan laskea kolmas. Todellisuudessa yhtälö sisältää monia muuttujia ja lausekkeita, mutta sitä on hyvä lähteä rakentamaan pala kerrallaan. Onhan se helpompi ratkaistakin pala palalta. Kuitenkin voidaan todeta, että mitä kirkkaampi tavoite, sitä selkeämpi on tie tavoitteeseen pääsemiseksi. Tällöin ei hairahdu lankeamaan sijoitussuunnitelmasta yhtä helposti, kun tietää tavoitteen. Toinen lähestymistapa on määrittää oma riskitaso ja edetä sen mukaisella vauhdilla.

3.1.2 Riskitaso

Jos lähestytään sijoitussuunnitelman yhtälöä riskitason kautta, täytyy tällöin hyväksyä vauhti jonka riskitaso tarjoaa. Tavoite ja aika määrittelevätkin suurimmalta osin sijoitussalkun riskitason, joten miksei tämä toimisi myös toisinpäin (Pesonen 2011, 33). Tässä kohtaa täytyy kuitenkin erottaa riskinottohalu ja riskinottokyky toisistaan. Riskinottohalu määrittelee, kuinka paljon haluaisit ottaa riskiä, kun taas riskinottokyky määrittelee, kuinka paljon taloudellinen tilasi sietää riskiä. Näin ollen pokerin pelaaja saattaa ottaa paljonkin riskiä, vaikka todellisuudessa hänellä ei olisi varaa menettää rahojaan, sillä hänellä on perhe elätettävänä. Jos sekoittaa käsitteet keskenään, voi lopputulos olla tuhoisa. Mikäli varat ovat ylimääräisiä, voi niillä ottaa niin paljon riskiä kuin riskinottohalu antaa ottaa, mutta ei tule ottaa riskiä yli riskinottokykynsä, jos varoja tulee tarvitsemaan tulevaisuudessa. Velkarahalla sijoittaminen onkin jo aivan oma lukunsa. Nämä molemmat riskit, riskinottohalu ja riskinottokyky, ovat osa sijoitustoimintaa, ja näistä yhdessä käytetään käsitettä riskinsietokyky.

Kuinka sitten voisi selvittää oma riskinsietokykynsä? Tähän onkin hankala vastata. Toiset tuntevat itsensä läpikotaisin ja ovat ajan kuluessa löytäneet oman riskinsietokykynsä erilaisten tilanteiden kautta, kun taas toiset toimivat eri tavalla eri tilanteissa, eivätkä ole koskaan saaneet selville todellista riskinsietokykyään. Sijoituslalla on olemassa muutamia klassisia ohjeita, joilla voi pyrkiä hahmottamaan omaa riskinsietokykyään. Perinteinen sijoitustoiminnassa käytetty sääntö on, että kun vähennetään numerosta sata oma ikä, saatu luku kertoo prosentuaalisen osuuden, jolla voi sijoitettavasta pääomasta ottaa enemmän riskiä. Toinen hyvä neuvo on ottaa riskiä vain sen verran, että nukkuu yönsä vielä hyvin. Jos et mieli sijoituksiasi jatkuvasti ja saat unen päästä kiinni, sijoitustesi riski on riskinsietokykyä alapuolella. Tällöin voi pyrkiä halutessaan nostamaan riskitasoa niin kauan kunnes huomaa ajattelevansa sijoituksiaan turhan useasti. Kuitenkin lopulta kaikki lähtee yksilöstä itsestään, joten on viisasta käsitellä asiaa itsenäisesti, mieltä luonnettaan, elämäntilannettaan ja tavoitteitaan, ja päästä sitä kautta käsitykseen omasta riskinsietokyvystään. Princetonin yliopiston taloustieteen professori Burton G. Malkiel onkin todennut, että ”riskinsietokyky on keskeinen tekijä jokaisessa sijoitussuunnitelmassa, ja ainoastaan itse pystyy arvioimaan omaa suhtautumistaan riskiin. Jokaisen sijoittajan on päätettävä, mikä on hänelle sopiva keskitie hyvin syömisen ja hyvin nukkumisen välillä” (Malkiel 2011, 352, 300).

3.1.3 Allokaatio

Sijoitusten jakoa eri omaisuusluokkien kesken kutsutaan allokaatioksi (Pesonen 2011, 36). Omaisuusluokkia ovat osakkeet, rahastot, johdannaiset, korkopaperit, raaka-aineet, kiinteistöt, maa-alueet, metsät ja yms. sijoitustuotteet. Jokaisella omaisuusluokalla on oma riskitasonsa, jolloin sijoitussalkun kokonaisriskiä pystyy säätelemään maltillisesta korkeariskiseen, riippuen omaisuusluokkien allokaatiosta. Mikäli salkkuun on valittu pelkästään osakkeita, voidaan salkun riskiä pitää korkeana, kun taas pelkästään korkopapereita sisältävä salkku on riskisyydeltään matala. Amerikkalaisen tutkimuksen (Fortune, Investor's Guide 1992) mukaan allokaatio määrittelee 90 prosenttisesti sijoitussalkun tuottotason, riippumatta mihin yksittäisiin kohteisiin näiden omaisuusluokkien sisällä on sijoitettu (Saario 2008, 58). Tämä perustuu uskemukseen, jonka mukaan eri omaisuusluokkien tuotot tulevat kehittymään pitkällä aikavälillä kohti keskimääräistä tuotto-odotustaan. Toisaalta voidaan nähdä, että eri aikoina ja eri paikoissa tämä uskomus ei ole toteutunut. Esimerkkinä tästä voidaan pitää Euroopan reuna-alueiden pörssiä, kuten Helsingin pörssiä, joissa volatilitteetti on suurta. Näillä Euroopan reuna-alueilla talouden suhdanteilla on ollut suuri merkitys

pörssin kehityksessä pitkiäkin, jopa kymmenen vuoden jaksoja, jolloin defensiiviset, matalan volatiliteetin osakkeet, ovat tuottaneet aivan erilalla kuin sykliset, korkean volatiliteetin osakkeet. Tällöin omaisuusluokkien sisällä tehtävien yksittäisten kohteiden valinnoillakin pääsee vaikuttamaan kokonaisriskiin, ja pystyy hienosäätämään salkun riski- ja tuottotason juuri itselleen sopivaksi.

Defensiivisyyttä huonossa markkinatilanteessa

Kun talouden tulevaisuus näyttää huonolta ja markkinat laskevat, voi salkun arvon heikkenemisen estää pienentämällä osakepainoa ja siirtymällä syklisistä osakkeista defensiivisiin osakkeisiin. Varainhoitotalot muokkaavat salkkujensa allokaatioita aktiivisesti, sitä mukaa kun maailmantalouden näkymät vaihtelevat. Seuraamalla näiden tahojen toimia ja ohjeistuksia, yksityissijoittaja tulee auttamattomasti myöhässä tekemään muutoksia allokaatioonsa, jolloin paha on jo kerinnyt tapahtua. Siirtymällä nopeasti muuttuvista syklisistä osakkeista kauttaaltaan paremmin arvonsa pitäviin defensiivisiin osakkeisiin ennen kuin muut kerkiävät, voi olla erittäin kannattavaa. Tämän muutosajankohdan ajoittaminen on kuitenkin erittäin vaikeata, ellei mahdotonta. Se edellyttäisi, että olisit suurinta osaa muita sijoittajia edellä, jopa ammattilaisia. (Melender 2011, 46 – 49.)

Defensiivisten yhtiöiden osakekurssit laskevat vähemmän suhteessa syklisen yhtiöiden osakkeisiin. Defensiivisiä yhtiöitä ovat yritykset, joiden tuotteita kulutetaan markkinatilanteesta huolimatta, kuten elintarvikealan ja lääketeollisuuden yritykset. Toisaalta tunnusluvuiltaan vahvan taseen ja hyvän osingonmaksukyvyyn omaavat yritykset nähdään myös defensiivisinä yhtiöinä. Defensiiviset osakkeet hyötyvät mahdollisesta osakemarkkinoiden noususta, jolloin voi olla viisaampaa siirtää osakepainoa syklisistä defensiivisiin osakkeisiin kuin allokaatiota osakkeista muihin omaisuusluokkiin. (Melender 2011, 46 – 49.)

Helsingin pörssi on yksi Euroopan reuna-alueiden pienistä pörsseistä, joiden on todettu olevan tavallista syklisempiä. Sen lisäksi Helsingin pörssin toimialarakenne on huomattavan syklinen, sillä teollisuudenalan yrityksiä on pörssissä runsaasti ja defensiivisten toimialojen yrityksiä on niukasti. Tämän takia Helsingin pörssin kurssiheilunta on suurta ja hyvällä ajoituksella voi tehdä runsaasti voittoa. ”Jos kurssit nousevat Yhdysvalloissa ja Länsi-Euroopassa kymmenen prosenttia, niin Helsingissä ne voivat nousta samassa ajassa kaksikymmentä”, sanoo FIM sijoituspalvelutalon varainhoidon johtaja Vesa Engdahl. (Melender 2011, 46 – 49.)

3.1.4 Hajautus

Hajautuksen on sanottu olevan sijoittajan ainoa ilmainen lounas. Tällä tarkoitetaan sitä, että hajauttamalla voi saada hyötyjä, joita jokaisen sijoittajan tulisi hyödyntää. Burton G. Malkiel onkin sijoituskirjallisuuden klassikossaan *A Random Walk Down Wall Street (Sattuman kauppaa Wall Streetillä)* (2011, 319) kirjoittanut, että hajautus vähentää riskiä ja parantaa sijoittajan mahdollisuuksia saavuttaa tavoitteiden mukaiset pitkän aikavälin keskimääräiset tuotot. Hajauttamalla sijoituksia useampaan kohteeseen salkun kokonaisriski laskee, koska tällöin kaikki varallisuus ei ole vain yhden kortin varassa, vaan varallisuus jakautuu useampaan eri kohteeseen, jotka kehittyvät erilailla toisiinsa nähden. Hajauttaminen voi mahdollistaa negatiivisen korrelaation sijoituskohteiden välille, jolloin toisen laskiessa toinen nousee ja sama toisin päin. Tällöin riski sijoitusvarallisuuden arvon äkilliseen laskuun pienenee, mutta samalla myös äkkirikastumisen mahdollisuus häviää. Seppo Saario on kirjassaan *Saariön sijoituskirja* (2008, 59) maininnutkin, että ”mitä enemmän hajautat riskiä, sitä enemmän luovut suuren voiton mahdollisuudesta ja päinvastoin”. Mutta viisaalla hajauttamisella on yleisesti todettu olevan enemmän hyötyä kuin haittaa, joten on suositeltavaa hajauttaa salkkua huolimatta sen vaikutuksesta tuotto-odotukseen.

Hajauttaa voi myös ajallisesti, toimialoittain ja maantieteellisesti. Ajallisen hajauttamisen avulla välttää sen, että sattuisi laittamaan kaikki varansa markkinoille huonoon aikaan. Sijoittaja joka hajauttaa ostot moneen osaan tulee ostaneeksi vähemmän osakkeita silloin, kun hinnat ovat korkealla, ja enemmän osakkeita silloin, kun hinnat ovat alhaalla. Tällöin keskiostohinta asettuu osto ajanjakson keskihinnan alapuolelle. Toimialahajauttamisella välttää tietyssä toimintaympäristössä tapahtuvien muutosten, kuten lainsäädännön muutoksen, vaikutuksen salkun kaikkien yritysten toimintaan. Samoin myös maantieteellisellä hajauttamisella välttää yksittäisen valtion tai maantieteellisen alueen heikon kehittymisen, kun sijoittaa usealle eri alueelle ympäri maailmaa. Näin runsaalla hajauttamisella pääsee eroon yksittäisten sijoituskohteiden riskeistä, eli epäsystemaattisesta riskistä, ja jäljelle jää vain markkinariski, eli systemaattinen riski, jota ei voi poistaa (Erola 2009, 141 – 142). (Malkiel 2011, 343 – 344.)

3.2 Noudattaminen

”Sijoitussuunnitelman laatiminen on helppoa, mutta sen noudattaminen on vaikeaa”, on todennut Mika Pesonen (2011, 33), ja hänen lainauksensa kiteyttääkin sijoitussuunnitelman hankaluuden. Sijoitussuunnitelmaa laatiessa sijoittajan päämäärät,

realiteetit ja omat rajaukset ovat kirkkaana mielessä juuri äskettäin suoritettujen pohdiskelun johdosta. Lähdeittäessä toteuttamaan tätä laadittua suunnitelmaa, markkinat yllättävät ja sekoittavat meidät täysin. Tulee tilanteita, joissa meidän on oltavaan pakko toimia vastoin suunnitelmaamme. Näin suunnitelma jää pikkuhiljaa taka-alalle ja tilalla tulee usko omaan soveltavaan osaamiseen, joka saa meidät lopullisesti eksymään polulta. Markkinat ovat vieneet meidät mukanaan, ja vain vahvimmat meistä pystyvät taistelemaan tätä kiusausta vastaan. Seppo Saario (2008, 58) vertaakin johdonmukaista sijoittamista laihtuttamiseen, sillä kaikilla ihmisillä ei ole riittävästi tahtoa elintapojensa muuttamiseksi, eikä voimaa toimia kurinalaisesti sitä aikaa, jonka painon pudottaminen vaatii. Johdonmukainen sijoittaminen onkin kestävyyslaji, kun taas impulsiivinen sijoittaminen on kuin pelaisi raha-automaattipelejä, jolloin rahat tulevat sekä menevät nopeasti.

3.2.1 Sijoitusperiaatteet

Kuten sijoitussuunnitelma, myös sen periaatteet olisi hyvä olla kirjoitettuina muistiin. Lisäksi yksittäisten sijoituspäätöstenkin syyt olisi hyvä kirjoittaa ylös, jolloin varmistaa itselleen, että sijoituksen taustalla on olemassa rationaaliset vaikutteet, eikä niinkään emotionaaliset vaikutteet. Kun tiedostaa itselleen omat sijoitusperiaatteensa, eikä päästä niitä unohtumaan, on helpompi pysyä omassa sijoitussuunnitelmassansa. Seppo Saarion (2008, 57) mielestä, jotta menestyisi sijoitustoiminnassa, on laadittava itselleen selkeät ja yksinkertaiset sijoitusperiaatteet ja seurattava niitä kurinalaisesti. Näin rajaa markkinoita itselleen kapeammiksi, jolloin keskittyy vain sellaisiin kohteisiin, jotka sopivat itselleen ja jättää epäsovikat kohteet muiden huolenaiheeksi. Rajaaminen helpottaa selviytymistä markkinoiden viidakossa, ja eksyminen vaikeutuu huomattavasti. Sijoitusperiaatteet ovatkin tavoitteiden ja riskinsietokyvyn konkreettinen ilmentymä, jolloin niiden laatimisella on huomattava merkitys sijoitustoiminnan tuottavuuteen. Näin ollen laadittujen periaatteiden noudattaminen on erityisen tärkeää, ja jotta periaatteita olisi helppo noudattaa, tulee niiden olla selkeitä ja hyvin sisäistettyjä.

3.2.2 Markkinoiden seuraaminen

Ei riitä, että ostaessaan sijoituskohteita noudattaa sijoitussuunnitelmaansa, sillä markkinat ja sijoituskohteet muuttuvat kokoajan. Jotta pystyisi noudattamaan sijoitussuunnitelmaansa ja asettamiaan periaatteita, täytyy markkinoita seurata päivittäin (Saario 2008, 65). Sillä yksittäinen sijoituskohte voi lyhyessäkin ajassa muuttua täy-

sin päinvastaiseksi, kuin se on sijoitushetkellä ollut. Sijoituskohteiden seuraamisen voi nähdä samankaltaisena toimintana kuin paimentamisen, kummassakin pyritään pitämään kohteet kurissa ja tiettyjen raamien sisässä. Markkinoita jatkuvasti seuraamalla pidetään yllä kosketusta omiin sijoituskohteisiin, jolloin vältetään suurilta yllätyksiltä. Tällöin sijoittaja pystyy myös tarkkailemaan markkinoiden kehittymistä ja mahdollisten uusien sijoituskohteiden löytymistä. Kun on tietoinen markkinoiden tapahtumista ja oma näkemys markkinoiden kehityksestä on selkeä, voi suhtautua huolettomammin tulevaisuuteen ja toteuttaa sijoitussuunnitelmaansa varmemmalla otteella.

Sijoittajan tulisi välttää turhaa kaupankäyntiä, sillä se lisää kuluja. Kulujen kasvaessa myös tuotto-odotus joutuu kasvamaan, jotta sijoituksella päästäisiin edes lähtöpääoman tasolle. Mikäli sijoituksen arvo alkaa laskea, tulisi pyrkiä olemaan hermostumatta ja arvioida tilanne rauhassa, ennen kuin tekee hätiköityjä päätöksiä ja syntyy turhia kuluja. Välttääkseen hätiköityjen päätösten syntymistä, sijoittajan on hyvä etukäteen tehdä rajaus, jonka jälkeen vasta alkaa puuttua sijoituksensa kehitykseen. Rajana voi esimerkiksi olla tietyn suuruinen tappio määrällisesti tai prosentuaalisesti, tai allokaatio suhteiden tietyn suuruinen vinouma. Näin välttyy pienen heilunnan aiheuttamalta turhalla kaupankäynniltä. Rajauksien suuruusluokka erottaa passiiviset sijoittajat aktiivisista sijoittajista. Mitä pienemmät rajaukset, sitä aktiivisempi täytyy sijoittajan olla. Toiset taas tekevät sijoitussalkkuunsa muutoksia vain tietyin väliajoin, jolloin välillä ei tehdä muuta kuin seurataan markkinoiden ja sijoituskohteiden kehittymistä. Näissä tarkastuspisteissä, joissa tehdään muutoksia salkkuun, on hyvä toteuttaa myös salkun allokaation tasapainotus (Pesonen 2011, 37). Tämä uudelleenpainotus voi vähentää salkun riskiä, ja joissakin tilanteissa se voi parantaa sijoitusten tuottoja (Malkiel 2011, 348). Omaisuusluokkaa, jonka prosentuaalinen osuus salkussa on kasvanut, tulisi vähentää, jolloin kotiuttaa jo kertyneitä voittojaan ja palauttaa riskisyyden haluamalleen tasolle. Tällöin välttää mahdollisen markkinoiden ylikuumenemisen ylisuurilla riskeillä. Vastaavasti omaisuusluokkaa, jonka prosentuaalinen osuus salkussa on laskenut, tulisi lisätä, jolloin saa ostettua sijoituskohdetta halvalla ja lasketua näin keskiostohintaa. Tällöin parantaa sijoituksensa tuottoja mahdollisen markkinoiden noususuhdanteen alettua. Näiden neuvojen avulla sijoittaja seuraa sijoitussuunnitelmaansa aktiivisesti ja pysyy polullaan kohti asettamia tavoitteita.

3.2.3 Jatkuvuus

Seppo Saarion (2008, 61) mukaan, sijoittajan yhtenä tavoitteena on turvata oma jatkuvuutensa sijoitusmarkkinoilla. Tätä voidaan pitää yhtenä tärkeimmistä tavoitteista, sillä ilman varallisuutta ei voida osallistua markkinoilla ja saavuttaa tuottoa. Tämä on sijoittamisen elinehto. Jos jatkuvasti vain menettää varallisuuttaan markkinoilla, voi mahdollisuutena olla sijoitustoiminnan loppuminen varallisuuden hävittyä tai henkisen kantin kadottua. Jatkuvuus vaatii näin ollen onnistumisia ja suurien tappioiden välttelyä. Saario (2008, 63) on kirjoittanut, että ”kukaan aktiivinen sijoittaja ei kykene välttämään tappioita, mutta niiden pitäminen pienenä ratkaisee lopputuloksen”. Jatkuvuuden ansiosta onnistumiset tulevat ajan myötä, jolloin tuotot kattavat pienet tappiot. Suurten tappioiden kattaminen edellyttäisi suurempia tuottoja suuremmalla riskillä, joka lopulta johtaa vararikoon. Siksi on erittäin tärkeää pitää osa sijoitusvarallisuudesta riskittömimmissä sijoituksissa, jolloin kaiken muun menetettyään on vielä jotain, jolla aloittaa alusta ja jolla tavoitella onnistumisia. Kaiken menettäminen voi olla niin iso isku taloudellisesti ja henkisesti, ettei henkilö tule enää koskaan palaamaan markkinoille. Tällöin kärsii myös markkinoiden likviditeetti ja terveys vähenevistä toimijoista.

Älä anna markkinahälyn vaikuttaa itseesi

Suhteellisen tuntematon sijoittaja, Walter Schloss, löi kirkkaasti S&P 500 -indeksin lähes viisikymmentä vuotta kestäneellä urallaan, kirjoittaa Tommi Melender Arvopaperi -lehdessä (2012, 38 – 41). Schlossin menestys perustuu kaikkeen muuhun kuin tieteelliseen tietoon ja taitoon. Schloss on kiteyttänyt sijoitusstrategiansa yksinkertaiseen lauseeseen ”ostamme osakkeita halvalla”. Hän valitsi nämä ”halvat” osakkeet tilastollisen mallin mukaisesti, käyttäen erityisesti apunaan tilinpäätöksiä. Se mikä kuitenkin erottaa Schlossin muista sijoittajista on, että hän ei seurailut pörssikursseja, lukenut analyytikoiden suosituksia tai seurannut yleistä keskustelua markkinoista. Hän sulki korvansa tältä markkinahälyltä ja keskittyi omiin näkemyksiinsä pörssiyrityksistä. (Melender 2012, 38 – 41.)

”Nyky maailmassa, jossa kaupankäynti on yhä kiivaampaa ja lyhytjänteisempää, moimen kurinalaisuus vaatii lähes epäinhimillisiä ponnisteluja. Markkinahälyä on niin paljon, että siltä on lähestulkoon mahdoton välttyä. – – Akateemiset tutkijat puhuvat *noise tradereista* eli hälytreidareista. Tunnusomaista hälytreidareille on, että he perustavat sijoituspäätöksensä erilaisille pseudosignaaleille, eivätkä erottele toisistaan

tärkeää ja vähemmän tärkeää informaatiota. Jokainen trendi pyritään hyödyntämään, oli se kuinka lyhytaikainen tahansa.” (Melender 2012, 38 – 41.)

Robert Shillerin mukaan, markkinahälyn syyt ovat inhimillisen käyttäytymisen peruskaavoissa. Ihminen ei ole itseriittoinen olento, vaan laumaeläin. On luonnollista, että ihmisen on jaettava omat näkemyksensä ja kuulemansa huhut toisille. Toisaalta kun muut ovat löytäneet kurssinousijan ja itse on jäänyt siitä paitsi, porukan ulkopuolelle jääminen tuntuu tuskaiselta. Täytyy muistaa, että myös sijoitusalan ammattilaiset ovat ihmisiä ja lankeavat markkinahälyn vaikutuksen alaisiksi. Melender kirjoittaa, että vaikka nykyajan kaupankäynti on yhä kiivaampaa ja kurssiheilunta yhä voimakkaampaa, eivät sijoittamisen lainalaisuudet ole muuttuneet. Osakemarkkinoiden pitkän ajan tuotto muodostuu edelleen talouden reaalikasvusta, inflaatiosta ja osingoista, ja mitä pitempi sijoitushorisontti, sen vähemmän merkitystä on lyhytaikaisilla markkina-likkeillä. (Melender 2012, 38 – 41.)

3.3 Irtautuminen

Joskus voi käydä niin, että juuri kun sijoituspäätös on tehty ja sijoitus toteutetaan, sijoituksen arvo alkaa laskea välittömästi. Näin voi tapahtua, vaikka sijoituskohde olisikin analysoitu syvällisesti. Tämä on yleistä, vaikka kyseisessä tilanteessa tuntuisikin, ettei tällaista voi tapahtua kuin itselleen. Kukaan meistä ei osaa ennustaa, ja todennäköisyys arvonnousulle ja -laskulle on aivan sama. Arvon heikkeneminen voi olla väliaikaista, jolloin asialle ei tulisi tehdä mitään, mutta mikäli heikkeneminen onkin pitkäkestoista, asialle kannattaisi ehkä jo tehdä jotain. Virheitä sattuu, se tulee vain hyväksyä, mutta virheiden pitäminen pieninä ratkaisee. Virheistä oppiminen on erittäin kannattavaa, sillä tällöin ei tule tekemään samaa virhettä kahdesti. Ajan kanssa sijoittajalle kertyy kokemusta, jonka ansiosta harjaantuu havaitsemaan nämä sudenkuopat jo etukäteen, ja oppii välttämään niitä.

Jos sijoitus ei kehity niin kuin sen oli sijoitettaessa odotettu, voi olla parempi luopua sijoituksesta, vaikka se olisi vastoin sijoitussuunnitelmaansa. ”Nykyaikaisilla markkinoilla on hyvä muistaa, että sijoitusrahastoon, osakkeisiin tai vaikkapa obligaatioihin sijoitettu raha ei ole pois käytöstä, vaan voit halutessasi myydä sijoituskohteen ja saada rahat tilille muutamassa päivässä” (Puttonen 2009, 21). Eikä tähän asiaan vaikuta luopumisen syy, oli se sitten yllättävä meno, tappiorajan täytyminen tai halu laskea sijoitusvarallisuutensa kokoa. Tämä riippumatta siitä tarvitseeko varoja yllättävien menojen kattamiseen, onko tappioraja tullut sijoituksessa vastaan vai haluaako

vähentää riskejä. Kun luovutaan epäonnistuneesta sijoituksesta, tulisi arvioida mikä meni vikaan ja oppia näistä virheistä. Tämän jälkeen tulisi asia unohtaa kokonaan. Näin ei takerru epäonnistumisiinsa, jotka muuten palaavat kummittelemaan seuraavia sijoituksia tehdessä. Prosessin lopuksi olisi hyvä tarkistaa oma sijoitussuunnitelmasa ja muokata sitä siltä osin mikä meni vikaan, mikäli näkee tämän tarpeelliseksi. Sitten vain jatketaan sijoitussuunnitelman mukaista sijoitustoiminnan toteuttamista.

3.3.1 Tappionrajaus

Seppo Saario neuvoo tappionrajauksesta näin, ”Taitava sijoittaja tunnustaa virheensä itselleen nopeasti ja rajaa tappionsa pieniksi” (Saario 2008, 60). Tähän pätee myös herran ikivihreä sijoitusvinkki numero 33, ”ota voitot hitaasti, tappiot nopeasti” (Saario 2008, 372). Tuottojen pitäminen tappioita suurempina takaa menestymisen sijoitusmarkkinoilla. Ei ole mitään hävettävää myöntää itselleen, eikä edes muille, tehneensä virheen, sillä ammattilaisetkin tekevät virheitä jatkuvasti.

Jotta tiedät milloinka sinun tulisi luopua sijoituksestasi, tulisi sinun merkitä sijoittaesasi muistiin, missä tilanteessa päätät luopua sijoituksestasi joko voitolla tai tappiolla (Saario 2008, 57). Voittorajan tulisi olla sijoituksen tavoitteen mukaisessa arvossa. Tappioraja asetetaan sen mukaisesti, paljonko olet valmis antamaan sijoituksen arvon laskea, ennen kuin myönnät tehneesi virheen. Tämä raja voi olla prosentuaalinen arvonalentuminen sijoitushetken arvosta, kuten vaikkapa 20 prosentin tappiomarginaali. Tappioiden rajaaminen johonkin tiettyyn rahamäärään on myös yleistä. Oma riskinsietokyky heijastuu hyvin tappiomarginaalin suuruutena. Riskiä sietävät luopuvat sijoituksestaan vasta syvän laskun jälkeen, kun taas riskiä karttavat kotiuttavat tappiot jo varsin lyhyen laskun jälkeen. Tappionrajauksen ansiosta et tule kokemaan sen suurempia tappioita kuin mitä olet sijoitussuunnitelmassasi hyväksynyt, mikäli siis noudatat omaa sijoitussuunnitelmaasi.

3.3.2 Jälkihoito

Kun nyt olet luopunut sijoituksestasi, joko tavoitteen täytyttyä tai hyväksytyäsi tappion, olisi suotavaa hoitaa perusteellinen jälkihoito, jotta oppimisprosessi olisi täydellinen. Miksi sijoitit juuri tähän sijoituskohteeseen? Mikä erotti sen muista vastaavista sijoituskohteista? Mitkä olivat tavoitteesi? Kuinka riskisenä pidit sijoitusta? Minkä takia? Pääsitkö tavoitteeseesi? Jos et, niin miksi? Voitko oppia tästä jotain? Tulisiko sinun muuttaa sijoitussuunnitelmaasi? Tällaisten kysymysten pohdiskelu ja niistä ker-

tyvät faktat sijoituskohteesta, herättelevät sijoittajaa pohdiskelemaan omaa sijoitus-suunnitelmaansa ja sen toimivuutta. Voi olla, että olitkin vahingossa sijoittanut vastoin sijoitussuunnitelmaasi, mutta et ollut huomannut tätä, koska olit ollut kyseisenä hetkenä emotionaalisten vaikutteiden sokaisema. Käymällä ajatuksen kanssa koko sijoituskohteen sijoitusprosessin läpi, voi samalla opettaa paljon sekä kehittää sijoitussuunnitelmaasi. Seppo Saario (2008, 64) nostaakin omista virheistään oppimisen tehokkaimmaksi tavaksi kehittää itseään sijoittajana.

Mikäli sijoitus osoittautuu epäonnistuneeksi, tulisi se unohtaa oppimisprosessin jälkeen välittömästi. Tappioiden ja virheiden liika analysointi on petollista, sillä se saattaa vaikuttaa sijoittajan itseluottamukseen ja alkaa kummitella uusia sijoituspäätöksiä tehdessä. Sijoittajan tulisi pyrkiä nollaamaan tilanne henkisesti, sillä välttämättä sijoittaja ei ole tehnyt mitään väärin, mutta epäonnea on ollut mukana. Jos sijoitus sen sijaan osoittautuu onnistuneeksi, on syytä onnitella itseään kunnolla ja tuulettaa. Saavuttamalla onnistumisia, sijoittaja kasvattaa itseluottamusta itseään ja sijoitussuunnitelmaansa kohtaan. Kuitenkin varoituksen sana, sillä liika ylpistyminen saattaa ajaa sijoittajan luulemaan itsestään liikoja, joka johtaa vain huonoihin sijoituksiin. On suurempi todennäköisyys että olet ollut onnekas, kuin että olisit tiedostamattasi ennustaja. Loppujen lopuksi sijoittaminen ei ole pikamatka, vaan maraton, joka rakentuu yksittäisistä suorituksista. Joten ota jokainen uusi sijoitus niin kuin se olisi ensimmäisesi, mutta käytä apunasi kaikkea jo oppimaasi ja kokemaasi.

3.4 Arvosijoittajan sijoitussuunnitelma

Arvostrategia on kärsivällisten, pitkäjänteisten ja itsevarmojen sijoittajien sijoitusstrategia. Arvosijoittaja voi joutua odottelemaan pitkiäkin aikoja, ennen kuin markkinat korjaavat arvostusvirheen. Samanaikaisesti voi tulla myös syviä markkina notkahduksia, jolloin luottamusta omaa sijoitussuunnitelmaa kohtaan koetellaan. Mikäli kuitenkin tiedostaa arvostrategian realiteetit ja pystyy jättämään tunteet markkinoiden ulkopuolelle, arvosijoittaminen tarjoaa sijoittajalle tutkimusten mukaisesti parempaa riskikorjattua tuottoa kuin markkinat keskimäärin.

Arvosijoittamisen ydinajatuksena on etsiä arvo-osakkeita ja omistaa näitä siihen asti, kunnes nähdään osakkeiden arvostusten palautuneen oikeille tasoilleen. Näiden arvo-osakkeiden löytäminen onkin sijoitusstrategian kriittisin vaihe. Talouden alan yleisestä keskustelusta voi havaita yhtiöitä, jotka ovat yleisesti tunnustettu arvoyhtiöiksi. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että sijoittajan tulisi valita juuri näitä yhtiöitä arvo-

strategiansa sijoituksiksi. Nämä yleisesti tiedostetut arvoyhtiöt ovat pitkän aikavälin sijoituksia, koska ne ovat pitkään arvostettu eri tavalla kuin muut yhtiöt ja tullaan vielä pitkään arvostamaan eri tavalla, mikäli yhtiön ympärillä ei tapahdu mitään odottamatonta. Siksi on kannattavaa pyrkiä itse etsimään arvoyhtiöitä, joita muut eivät ole vielä havainneet. Näiden löytäminen voi kuitenkin olla hankalaa, sillä markkinoilla toimii monia ammattilaisia, jotka seuraavat aktiivisesti suurinta osaa yhtiöistä. Tämän takia pienet yhtiöt tarjoavat yksityissijoittajalle parhaimman mahdollisuuden olla muita edellä ja tehdä suurimmat voitot.

Arvosijoitusstrategia ei välttämättä toimi silloin, kun sijoituksista halutaan irrottautua tietyn ajanjakson jälkeen, sillä irtautumisen tulisi tapahtua vasta silloin kuin markkinat ovat korjanneet yhtiön arvostuksen, eikä tätä ajankohtaa voi tietää etukäteen. Toisaalta taas strategian hyvänä puolena voidaan nähdä se, että jos on osannut arvioida todellisen arvon oikein ja on suunnitellut luopuvansa sijoituksesta tämän arvon realisoituessa, sijoittaja tietää jo etukäteen kuinka paljon sijoitukselta voi odottaa tuottoa. Tietenkin on olemassa myös mahdollisuus menettää koko sijoitus, mutta tämä on yleinen riski kaikissa osakesijoituksissa, vaikkakin mahdollisuudet vaihtelevat rajusti erilaisten osakkeiden välillä. Arvostrategia voi olla juuri sijoitusajan tiedottomuuden ja sijoitustuoton tiedollisuuden takia hyvä osa sijoitussuunnitelmaa, mutta ei välttämättä sovi kaikille ainoaksi osaksi sijoitussuunnitelmaa. Mikäli halutaan säästää tuottavasti tulevaisuuden varalle, jolloin varoille ei vielä ole käyttökohdetta tai käyttöajankohtaa, voi arvostrategia olla kokonaisvaltaisesti erittäin toimiva sijoitussuunnitelma.

Ei ole olemassa konsensusta siitä, onko arvosijoittaminen riskisempää kuin sijoittaminen keskimäärin, vaikkakin arvosijoittaminen on tuottavampaa kuin sijoittaminen keskimäärin. Siksi arvosijoittaminen sopii sijoittajille, joiden hermot kestävät omistaa yhtiöitä, joita muut hyljeksivät. Tämä onkin riskin karttajalle hyvin hankalaa, sillä toimiminen vastoin kuin muut tekevät kuulostaa varsin pelottavalta ja myös todennäköisyys näyttäisi olevan sinua vastaan. Mutta toimimalla kuten muut toimivat, ei voi tehdä enempää voittoa kuin muut tekevät. Siksi menestyksekkäät sijoittajat ovatkin toimineet aivan ainutlaatuisin tavoin ja saavuttaneet ylituottoa yli muiden.

Sijoitussuunnitelman sisäinen allokaatio eri sijoitusstrategioiden välillä toimii aivan samalla tavalla kuin allokaatio omaisuusluokkien välillä. Jakamalla varoja eri sijoitusstrategioihin, sijoittaja hajauttaa riskiä menettää sijoitusomaisuutensa arvoa, mutta samalla hän hajauttaa sijoitustensa tuottoakin. Mikäli tavoittelee maksimaalista tuottoa ja uskoo arvosijoittamisen toimivuuteen, miksi sijoittajan tulisi hajauttaa sijoituksi-

aan muualle. Jos uskoo vankasti esimerkiksi kolmen yrityksen olevan selkeästi aliarvostettuja ja samalla uskoo näiden yritysten arvostuksen korjautuvan todellisen sisäisen arvon tasolle, miksi sijoittajan tulisi hajauttaa sijoituksensa noin kymmeneen yritykseen, vain koska näin yleensä suositellaan. Mutta jos yksi näistä kolmesta yrityksestä osoittautuukin väärin analysoiduksi ja yhtiö ajautuu konkurssiin, sijoittaja menettää kolmanneksen sijoitusvarallisuudestaan. Vastaavasti jos sijoittaja olisi hajauttanut sijoituksensa kymmeneen eri yritykseen, olisi sijoittaja menettänyt vain kymmenyksen sijoitusvarallisuudestaan. Tämä pätee hajauttamiseen yleisestikin. Tällaiset ovat riskin kaksi eri puolta.

Arvosijoittajan sijoitusperiaatteet kiteytyvät tunnusluvuissa, joiden avulla yhtiötä seulotaan, sekä turvamarginaalissa, jonka avulla huomioidaan analyysien, arvioiden ja laskelmien virheellisyys koko sijoitusprosessissa. Vaikka äkkiseltään tuntuisi, ettei näihin valintoihin voi kiteyttää kaikkia sijoitusperiaatteita, mutta oikeastaan juuri näiden valintojen kautta sijoittaja tulee toteuttaneeksi täysin sijoitusperiaatteidensa mukaista sijoitussuunnitelmaa. Valitsemalla oikeanlaiset tunnusluvut ja niiden arvot, voi säädellä hyvinkin tarkasti millaisia yrityksiä haluaa seuloa ja analysoida. Mikäli arviot ja laskelmat tuntuvat epävarmoilta ja heittelevät paljon, voi turvamarginaalia säätelämällä määritellä juuri oman riskitasonsa sijoituksen suhteen. Arvosijoittajan kolmiportaaisen sijoitusprosessin avulla sijoittaja pystyy toteuttamaan juuri sellaista sijoitussuunnitelmaa kuin on itselleen luonut, kunhan on tulkinnut itseään oikein. Kun sijoittaja tekee sijoituksen, tulisi se aina tehdä sijoittajan omien sijoitusperiaatteiden mukaisesti. Sijoitussuunnitelman noudattaminen kulminoituukin juuri sijoittajaan itseensä, eikä arvostrategia päästä sijoittajaa yhtään sen helpommalla kuin muutkaan sijoitusstrategiat. Päinvastoin, arvostrategian noudattamisen voidaan nähdä olevan paljon vaikeampaa kuin vaikkapa osinkosijoittajan osinkostrategian.

Esimerkki arvosijoittajan sijoitusprosessista

Tällä esimerkillä esitän, kuinka voidaan etsiä lupaavia arvo-osakkeita käyttäen apuna arvosijoittajan kolmiportaista sijoitusprosessia. Ensiksi seulomme osakkeita tunnuslukujen avulla, jonka jälkeen määritämme valituille osakkeille todellisen sisäisen arvon ja lopuksi teemme sijoituspäätökset, mikäli osakkeiden sisäiset arvot ovat suurempia kuin osakkeiden tämän hetkiset kurssit.

Jotta voimme toteuttaa seulomisen, täytyy meidän ensiksi määritellä tunnusluvut ja niiden arvot, joilla seulominen toteutetaan. Tunnusluvuiksi olen valinnut kolme perin-

teistä arvosijoittajan tunnuslukua, eli P/E-luvun, P/B-luvun ja osinkotuoton. Valittujen tunnuslukujen arvot vaihtelevat osakemarkkinoiden tilan mukaisesti. On suositeltavaa aloittaa laveammilla arvoilla, jolloin valituiksi tulee suurempi joukko yhtiöitä, ja tämän jälkeen supistaa seulaa siihen asti, että jäljelle jää haluttu määrä yhtiöitä, joita sitten lähdetään jatkokäsittämään. Tässä esimerkissä tavoittelemme noin 5 - 10 yhtiön joukkoa, joka täyttäisi asettamamme tunnusluvut. Näin ollen arvioin tunnuslukujen arvot seuraavanlaisiksi: P/E-luku alle 10, P/B-luku alle 1,0 ja osinkotuotto yli 6 prosenttia. Nämä tunnusluvut voi laskea jokaisen yhtiön viimeisimmästä tilinpäätöksestä tai osavuosisikatsauksesta, jotka ovat julkisia asiakirjoja ja jokaisen saatavissa, mutta paljon helpompi tapa on etsiä valmiiksi laskettuja tunnuslukuja luotetuista talouslehdistä tai näiden Internet-sivuilta, kuten esimerkiksi Kauppalehden Internet-sivuilta (www.kauppalehti.fi).

Tässä kohtaa olen käyttänyt apunani tämän hetken tuoreimman Viisas Raha -lehden (2012 nro 5, 26) osiota nimeltä *Osakepuntari*, jonka lehdelle on tuottanut Balance Consulting Oy. Osiossa on listattu 50 parasta kotimaista pörssiyhtiötä, jotka ovat valittu 12 tunnusluvun kokonaisvaikutuksen perusteella. Listalla esitetään erilaisia tunnuslukuja ja arvioita yhtiöistä, jonka ansiosta sen avulla on helppo lähteä toteuttamaan seulontaa. (Koko Balancen lista, ohjeet tunnuslukujen laskemisesta ja lisätietoa saatavissa: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/analyysit/balancenlista/>.)

ed. sija		markkina-arvo milj. €	arvostus-taso	taloudellinen suorituskyky	tekninen osakeriski	p/e-luku	p/b-luku	osinko-tuotto, %	tulos/osake, €	osake-kurssi, €	
1	(1)	Orion Oyj	1 942	Edullinen	Erinomainen	Matala	9,6	5,35	10,4	1,42	13,69
2	(4)	Sampo Oyj	10 181	Halpa	Erinomainen	Matala	9,9	1,06	6,6	1,84	18,18
3	(25)	Teleste Oyj	69	Halpa	Erinomainen	Maltillinen	7,9	1,11	3,8	0,46	3,66
4	(23)	Sanoma Oyj	1 040	Halpa	Tyydyttävä	Kohtalainen	8,5	0,83	9,4	0,75	6,38
5	(2)	TeliaSonera AB	20 958	Edullinen	Hyvä	Matala	10,7	1,66	6,6	0,45	4,84
6	(22)	Tieto Oyj	882	Edullinen	Erinomainen	Matala	10,6	1,59	6,1	1,15	12,20
7	(10)	UPM-Kymmene Oyj	4 222	Halpa	Hyvä	Maltillinen	9,7	0,58	7,5	0,83	8,03
8	(9)	Technopolis Oyj	192	Halpa	Tyydyttävä	Matala	4,5	0,62	6,3	0,67	3,03
9	(6)	Elisa Oyj	2 621	Edullinen	Hyvä	Matala	11,9	2,77	8,3	1,32	15,72
10	(13)	Stora Enso Oyj	3 609	Halpa	Hyvä	Maltillinen	8,3	0,56	7,1	0,51	4,23
11	(12)	Nordea Bank AB	23 818	Halpa	Hyvä	Maltillinen	8,6	0,92	4,4	0,69	5,88
12	(3)	Kemira Oyj	1 275	Halpa	Hyvä	Maltillinen	9,7	0,95	6,5	0,85	8,20
13	(7)	Sponda Oyj	821	Halpa	Tyydyttävä	Maltillinen	6,8	0,73	5,5	0,40	2,90
14	(16)	Metso Oyj	3 834	Edullinen	Erinomainen	Maltillinen	10,4	1,97	6,7	2,45	25,50
15	(5)	Affecto Oyj	53	Halpa	Hyvä	Maltillinen	9,1	0,83	4,4	0,27	2,48
16	(18)	Aktia Oyj	364	Halpa	Tyydyttävä	Kohtalainen	8,4	0,61	6,2	0,57	4,80
17	(19)	Fortum Oyj	12 872	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	10,2	1,24	6,9	1,42	14,49
18	(26)	Raisio Oyj	364	Edullinen	Erinomainen	Matala	13,7	1,08	5,0	0,16	2,21
19	(24)	Pohjola Pankki Oyj	2 603	Halpa	Tyydyttävä	Matala	9,9	1,07	5,0	0,83	8,12
20	(41)	Ponsse Oyj	185	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	9,6	2,93	5,3	0,66	6,60
21	(20)	Cargotec Oyj	1 269	Halpa	Hyvä	Kohtalainen	8,3	1,06	5,1	2,38	19,74
22	(11)	Saga Furs Oyj	54	Halpa	Hyvä	Matala	4,5	0,87	9,7	3,36	15,00
23	(27)	Nokian Renkaat Oyj	3 773	Edullinen	Erinomainen	Matala	11,2	2,81	4,2	2,57	28,61
24	(31)	PKC Group Oyj	277	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	9,7	1,69	4,7	1,38	12,90
25	(17)	Kesko Oyj	1 967	Halpa	Hyvä	Maltillinen	11,3	0,88	6,1	1,74	19,65
26	(8)	Lännen Tehtaat Oyj	81	Halpa	Hyvä	Maltillinen	14,2	0,60	6,6	0,90	12,79
27	(37)	Fiskars Oyj Abp	1 166	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	12,7	2,23	9,6	1,12	14,21
28	(21)	Martela Oyj	24	Halpa	Tyydyttävä	Maltillinen	17,3	0,83	7,9	0,33	5,71
29	(15)	Huhtamäki Oyj	1 138	Edullinen	Hyvä	Matala	11,1	1,36	4,3	0,95	10,73
30	(36)	Tikkurila Oyj	587	Edullinen	Erinomainen	Matala	15,5	3,56	5,5	0,86	13,30
31	(33)	Yleiselektronikka Oyj	11	Halpa	Erinomainen	Matala	8,0	1,24	6,7	0,56	4,50
32	(28)	Okmetic Oyj	77	Edullinen	Hyvä	Matala	9,3	1,21	6,2	0,48	4,48
33	(54)	Etteplan Oyj	49	Edullinen	Hyvä	Kohtalainen	8,4	2,33	4,1	0,26	2,42
34	(42)	YIT Oyj	1 597	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	11,1	1,76	5,6	1,13	12,55
35	(35)	Aspo Oyj	192	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	16,1	1,98	6,8	0,39	6,20
36	(32)	Lassila & Tikanoja Oyj	350	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	12,7	1,74	6,1	0,70	9,01
37	(34)	Kone Oyj	11 302	Hintava	Erinomainen	Matala	18,5	6,38	3,2	2,33	43,38
38	(46)	Ramirent Oyj	365	Edullinen	Hyvä	Kohtalainen	10,3	0,83	3,4	0,86	8,75
39	(50)	Ramirent Oyj	622	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	11,7	2,00	4,9	0,49	5,72
40	(45)	Outotec Oyj	1 442	Hintava	Erinomainen	Matala	16,0	3,78	2,7	1,97	31,50
41	(14)	Scanfil Oyj	38	Edullinen	Tyydyttävä	Maltillinen	6,9	0,55	0,0	0,09	0,66
42	(44)	Nordic Aluminium Oyj	128	Edullinen	Hyvä	Maltillinen	11,7	2,78	8,3	2,27	26,52
43	(49)	F-Secure Oyj	216	Hintava	Erinomainen	Kohtalainen	13,3	3,40	4,4	0,10	1,36
44	(40)	Elecster Oyj	15	Halpa	Hyvä	Maltillinen	7,3	0,80	5,4	0,55	4,04
45	(30)	Alma Media Oyj	378	Hintava	Hyvä	Kohtalainen	15,0	5,63	8,0	0,33	5,01
46	(29)	Amer Sports Oyj	1 057	Hintava	Hyvä	Maltillinen	11,3	1,58	3,7	0,73	8,92
47	(39)	Exel Composites Oyj	81	Edullinen	Erinomainen	Maltillinen	12,3	2,68	7,4	0,55	6,80
48	(38)	Digia Oyj	49	Edullinen	Hyvä	Kohtalainen	8,2	1,27	4,3	0,29	2,35
49	(55)	Dovre Group Oyj	23	Edullinen	Erinomainen	Kohtalainen	8,8	1,09	0,0	0,04	0,36
50	(52)	Konecranes Oyj	1 163	Hintava	Hyvä	Maltillinen	13,3	2,72	5,4	1,35	18,38
		Pörssein mediaanit	156				12,3	1,20	4,4	0,26	4,48

KUVIO 5. Osakepuntari (Balance Consulting 2012, Viisas Raha nro 5, 26)

Kuviossa 5 on nähtävissä kyseinen Balance Consultingin luoma lista tämän hetken 50 parhaasta Helsingin pörssein yhtiöstä tunnusluvuilla arvioituna. Yhtiöt on järjestetty listalle parhaimmasta heikoimpaan. Yhtiöistä on esitetty arvioita ja tunnuslukuja, sekä osakekurssi, jonka mukaan yhtiöitä on arvioitu ja johonka tunnuslukuja on verrattu. Listan avulla on helppo käydä läpi kolme valitsemaamme tunnuslukua ja katsoa mitkä yhtiöt näistä viidestäkymmenestä täyttävät määrittelemämme arvot. Asetettujen tunnuslukuarvojen perusteella valituiksi tulivat seuraavat seitsemän yhtiötä: Sanoma, UPM, Technopolis, Stora Enso, Kemira, Aktia ja Saga Furs.

Ennen kuin lähdemme määrittelemään valituksi tulleiden yritysten osakkeiden sisäistä arvoa, pyrin kaventamaan listaa alle viiteen yritykseen asettamalla valitut yritykset uuteen seulaan. Tällä kertaa pyrin saamaan syvällisempää tietoa yrityksen liiketoiminnasta, jolloin voin päätellä onko yritys todella kannattava sijoituskohde. Tunnusluvuiksi asetan vakavaraisuutta mittaamaan yrityksen omavaraisuusasteen ja velkaan-

tumisasteen, kannattavuutta mittaamaan yrityksen oman pääoman tuotto-%:n ja osinkotuotto-%:n (laskettu viiden viimeisen vuoden osinkojen keskiarvosta vertaamalla kuvion 5 mukaiseen osakekurssiin) ja yrityksen tuloksenteon vakautta mittaamaan osakekohtaisen tuloksen variaatiokerroimen (laskettu viiden viimeisen vuoden osakekohtaisen tuloksen keskihajonnan ja keskiarvon jakomääränä). Kaikki tunnuslukujen laskemiseen tarvittavat tiedot on kerätty yritysten omilta kotisivuilta (esimerkiksi Sanoma Oyj:n tiedot on kerätty yhtiön omilta kotisivuilta <http://www.sanoma.fi/> (17.–18.7.2012)).

TAULUKKO 3. Osakevalintaprosessin toinen seula

	Sanoma	UPM-Kymmene	Stora Enso	Kemira	Technopolis	Aktia	Saga Furs
Koko	Suuri	Suuri	Suuri	Suuri	Keskisuuri	Keskisuuri	Pieni
Omavaraisuusaste	37 %	49 %	46 %	51 %	36 %	5 %	59 %
Velkaantumisaste	106 %	48 %	47 %	38 %	156 %	-100 %	28 %
Osinkotuotto	14,9 %	6,6 %	7,3 %	14,6 %	5,2 %	5,5 %	6,0 %
Osakekohtaisen tuloksen variaatiokerroin	56 %	137 %	478 %	63 %	88 %	55 %	114 %
Oman pääoman tuotto	5,9 %	3,7 %	5,6 %	10,0 %	15,0 %	7,2 %	22,2 %
Pisteytys	2	1	0	4	1	-1	3
Pisteet:	Vihreä = +1		Musta = 0		Punainen = -1		

Taulukko 3 on rakennettu toista seulontaa varten, ja siitä ilmenee toisen seulan yritykset ja niiden lasketut tunnusluvut. Olen merkinnyt taulukon tunnuslukuja eri väreillä, sen mukaan onko tunnusluku hyvä (vihreä), keskiverro (musta) vai huono (punainen). Omavaraisuusaste, velkaantumisaste ja oman pääoman tuotto-% on arvioitu Balance Consultingin tulkintaohjeiden mukaisesti (Balance Consulting 2012, Tulkintaohjeet). Osinkotuotto-% ja osakekohtaisen tuloksen variaatiokerroimet on pyritty jakamaan järkevästi kolmeen eri luokkaan. Jaon jälkeen olen pisteyttänyt tunnusluvut niin, että hyvästä tunnusluvusta saa +1 pisteen, keskiverrosta saa 0 pistettä ja huonosta tunnusluvusta saa -1 pisteen. Lopuksi olen laskenut pisteet yhteen, jotta voin vertailla yritysten tunnuslukujen kokonaisuutta ja asettaa yritykset pisteytyksen perusteella jonkinlaiseen paremmuusjärjestykseen. Tämän perusteella olen valinnut jatkoon kolme parasta yhtiötä, jotka samalla erottuvat selvästi muusta joukosta. Valitut yhtiöt ovat paremmuusjärjestyksessä Kemira, Saga Furs ja Sanoma. Nämä

kolme yhtiötä jatkavat osakevalintaprosessin seuraavaan vaiheeseen, eli sisäisen arvon määrittämiseen.

Voidaan pitää soveltuvana määritellä yrityksen sisäiset arvot lisäarvomallin mukaisesti, koska lisäarvomalli toimii hyvin arvo-osakkeiden arvonmäärittämisessä ja on selkeä malli, jolla suoritetaan arvonmäärittäminen. ”Lisäarvomalli lähtee osakkeen osakekohtaisesta kirjanpidollisesta omasta pääomasta, johon lisätään tulevien vuosien nykyarvoonsa diskontatut lisävoitot. Kaikki nämä yhteenlaskettuina ovat yhtä kuin mallin antama osakkeen todellinen arvo” (Lindström & Lindström 2011, 312). Olen käyttänyt apunani Nikkisen, Rothoviuksen ja Sahlströmin kirjan *Arvopaperisijoittaminen* (2002, 157) esimerkkiä lisäarvomallin laskemisesta ja Pauli Haavistolan Pro gradu -tutkielman *Arvosijoittaminen – Strategian implementointi ja toimivuus Helsingin pörssissä 1.1.1998 – 31.12.2008* (2010) liitettä 1, jossa Haavistola on esittänyt oman lisäarvomallin mukaisen laskelmansa Nokian Renkaat Oyj:n todellisesta arvosta.

Käytämme oman pääoman tuottovaatimuksena CAP-mallin (Capital Asset Pricing Model) mukaista tuotto-odotusta, kuten myös Pauli Haavistola on Pro gradussaan käyttänyt. Tämän CAPM tuotto-odotuksen olen laskenut käyttämällä apunani Pasi Havian blogissaan *Kohti taloudellista riippumattomuutta* esittämää selkeää esimerkkiä kirjoituksessaan *CAPM eli käyttöomaisuuden hinnoittelumalli* (2009), kuten myös kirjan *Arvopaperisijoittaminen* (Nikkinen, Rothovius, Sahlström 2002, 68 – 72) CAPM teoria ja esimerkki osioita. Riskivapaaksi korkotasoksi olen valinnut tässä työssäni jo esitellyn Suomen 10 vuoden valtion obligaatiolainan koron 1,64 prosenttia ja markkinoiden tuotto-odotukseksi olen valinnut myös tässä työssä jo esittämäni 7 prosentin osakemarkkinatuoton Helsingin pörssissä pitkällä aikavälillä. Kemiran, Saga Fursin ja Sanoman beta arvot olen katsonut Kauppalehti.fi:n osakkeiden tunnusluku tiedoista (18.7.2012). Näiden arvojen avulla olen laskenut jokaiselle yritykselle CAPM tuotto-odotuksen seuraavan kaavan mukaisesti:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

$E(R_i)$ = CAPM tuotto-odotus

R_f = Riskivapaa korkotaso

β_i = Osakkeen beta arvo

$E(R_m)$ = Markkinoiden tuotto-odotus

Tuotto-odotuksen lisäksi tarvitsen yhtiöiden osakekohtaisen oman pääoman määrän, osakekohtaisen tuloksen ennusteet kolmelle seuraavalle vuodelle ja tuloksesta lasketun osingonjako prosentin. Osakekohtaisen oman pääoman määrän olen katsonut Kauppalehti.fi:n osakkeiden tunnusluku tiedoista (18.7.2012) ja osakekohtaisen tuloksen ennusteet sekä osingonjakoprosentin yhtiöiden omilta kotisivuilta. Kemiran ja Sanoman kotisivuilta löytyy Vara Research:in tuottamat ennustukset yhtiöiden osakekohtaisista tuloksista seuraaville kolmelle vuodelle. Saga Fursilta ei tällaisia ulkopuolisen tahon laatimia ennustuksia sivuiltaan löytynyt, joten yritin arvioida yhtiön osakekohtaisen tuloksen kehittymistä ja laatia ennustukset tulevalle kolmelle vuodelle itse. Näiden tietojen perusteella ja käyttäen apunani jo mainittuja esimerkkejä, pystyin laskemaan paljonko yhtiöt tuottavat lisäarvoa omalle pääomalleen vuosittain, paljonko on yhtiöiden jäännösarvo näiden kolmen ennustevuoden jälkeen ja lopulta paljonko on yhtiöiden todellinen arvo lisäarvomallin mukaisesti. Liitteestä 1 löytyvät kyseisten laskelmieni kaaviot Kemiran, Saga Fursin ja Sanoman osakkeiden todellisista sisäisistä arvoista lisäarvomallin mukaisesti.

Saga Fursin sisäinen arvo näyttää itse laatimieni ennustusten perusteella laskettuna negatiiviselta. Lisäarvomallin mukainen laskukaava antaa kolmen ennustevuoden jälkeen yhtiölle pahasti negatiivisen jäännösarvon, koska CAPM tuottovaatimus on yhtiöllä pienempi kuin lisäarvojen kasvu vuosittain. Täten itse laatimiani ennustuksia tai laskelmaani Saga Fursin sisäisestä arvosta ei voida pitää kovinkaan realistisina, saati sitten luotettavina, joten on järkevintä hylätä Saga Furs osakevalintaprosessin sijoituskohteena.

Sijoitusprosessin viimeisessä vaiheessa arvioidaan yhtiöiden sisäisen arvon suhdetta yhtiöiden nykyisen osakekurssin mukaiseen arvoon, mietitään käytettävää turvamarginaalia ja päätetään sijoitetaanko yhtiöön vai eikö sijoiteta. Koska uskon tähän asti selvinneiden yhtiöiden olevan tunnuslukujen perusteella hyvässä liiketoiminnallisessa kunnossa, käytän yhtiöiden arvojen vertailussa turvamarginaalina 10:tä prosenttia yrityksen sisäisestä arvosta. Lisäarvomallin mukaisen arvonmäärityksen perusteella sain Taulukon 4 mukaiset tulokset:

TAULUKKO 4. Todellisen ja nykyisen arvon vertailu

	Kemira	Sanoma
Todellinen sisäinen arvo	7,06	12,26
Nykyinen arvo 18.7.2012	9,37	6,77
Todellisen ja nykyisen arvon ero	-24,65 %	+81,09 %

Taulukossa 4 on esitetty arvonmäärittämyksien mukaiset yhtiöiden osakkeiden todelliset sisäiset arvot, yhtiöiden tämänhetkiset osakekurssit (18.7.2012), eli nykyiset arvot, ja näiden kahden arvon väliset prosentuaaliset erot. Kemiran osakekurssin tulisi laskea noin 25 prosenttia, jotta osakkeen arvo asettuisi samalle tasolle laskemani sisäisen arvon kanssa. Täten voimme todeta Kemiran osakkeen olevan tällä hetkellä ylihintainen, jolloin kyseiseen yhtiöön sijoittaminen ei ole järkevää. Sanoman kohdalla tilanne näyttäisi olevan toisin päin, sillä laskemani sisäinen arvo asettuu noin 80 prosenttia korkeammalla kuin Sanoman nykyinen osakekurssi. Mikäli käyttäisimme turvamarginaalina 10:tä prosenttia, jolloin Sanoman osakkeen sisäinen arvo olisi noin 11 euroa, jäisi osakkeelle silti vielä noin 60 prosenttia nousuvaraa nykykurssista. Näin ollen voimme todeta Sanoman olevan aliarvostettu arvo-osake ja oikein kannattava sijoituskohte.

Mikäli päättäisimme sijoittaa Sanomaan tämän osakevalintaprosessin perusteella, meidän tulisi vielä määrittää ne kaksi tasoa, jolloin luovumme sijoituksesta. Jos Sanoma osoittautuisikin huonoksi sijoitukseksi, olisi hyvä asettaa jokin raja, jossa luopuisi sijoituksesta ja pelastaisi loput varat arvonalentumiselta. Koska arvo-osakkeisiin sijoittavat sijoittajat ovat pääosin pitkän aikavälin passiivisia sijoittajia, 10 prosentin pelastusrajaa ei voida pitää oikein toimivana ratkaisuna nykyisessä markkinatilanteessa. Nykyisessä markkinatilanteessa tällainen 10 prosentin osakekurssin putoaminen on hyvin mahdollinen nopeassakin ajassa, ilman että yhtiössä itsessään tapahtuu mitään negatiivista. Siksi asettaisin pelastusrajan 20 prosenttiin sijoitushetken osakekurssista, eli Sanoman osakekurssiin 5,42 euroa. Voittorajaksi asettaisin laskemani sisäisen arvon turvamarginaalilla vähennettynä, eli tässä Sanoman tapauksessa voittoraja asettuisi 11 euron osakekurssiin. Tällöin sijoitus Sanomaan tuottaisi noin 60 prosenttia, ilman kaupankäyntikuluja ja voitosta vähennettäviä veroja.

Onko Nokia arvo-osake?

Nokian osakekurssi on laskenut 2000-luvun vaihteesta lähtien ja jatkaa laskuaan päivä päivältä. Nokian osakekurssi pyörii tällä hetkellä (25.7.2012) 1,50 euron tuntumassa. Kurssi on ollut yhtä matalalla viimeksi 16 vuotta sitten vuonna 1996. Nokian kaikkien aikojen korkeimmasta kurssista 65,00 euroa osakkeelta, on kurssi käynyt tänä vuonna niin matalalla kuin 1,33 euroa osakkeelta, joka tarkoittaa prosentuaalisena arvon laskuna -98 prosenttia, eli Nokian huippuhetkien arvosta on jäljellä enää vain 2 prosenttia. Sillä välin kun Nokian kurssi on viime vuosina laskenut, on suomalaisten sijoittajien osuus Nokian osakkeenomistajina kasvanut jatkuvasti. Taloussanomien artikkelissa *Nokia 1,60 euroa – ja suomalainen tankkaa* (2012) kerrotaan kuinka Suomen arvopaperikeskuksen Euroclearin tilastojen mukaan suomalaisten omistusosuus Nokiassa on noussut kesäkuun lopussa 24,9 prosenttiin. Omistusosuus on viimeksi ollut näin suuri 1990-luvun puolivälissä, jolloin osakekurssikin oli näin matalalla. Ulkomaalaisten sijoittajien omistusosuus Nokiassa on ollut suurimmillaan 2000-luvun alussa, jolloin se oli yli 90 prosenttia. Tämä omistusosuuksien muutos viestii ulkomaalaisten sijoittajien uskonpuutteesta Nokian tulevaisuutta kohtaan, ja vastaavasti suomalaisten sijoittajien yltiöpäisestä uskosta kotimaansa menestyneintä yritystä kohtaan. Suomalaisten yksityishenkilöiden sijoitusvarallisuutta on tällä hetkellä enemmässä määrin kiinni Nokian kurssikehityksestä, mutta tämä ei johdu ainakaan median suitsutuksesta, sillä Nokian uutisointi on ollut viime aikoina hyvin negatiivis-painotteista. Olisiko yhtiön lyttäminen mennyt jo liian pitkälle ja tulisiko yhtiön osakekurssin olla fundamenttien perusteella korkeammalla? (Taloussanomien - Bloomberg 2012, *Nokia 1,60 euroa – ja suomalainen tankkaa*.)

Tutkimusyhtiö Morningstarin tuoreen analyysin mukaan Nokia on ”syvä” arvo-osake, uutisoi Kauppalehti (2012) artikkelissaan *Morningstar: Nokia pudonnut jämähtäjäsarjaan*. Analyysin mukaan syvä arvo-osake tarkoittaa sitä, että yrityksen kasvun nähdään olevan vieläkin vähäisempää kuin pelkällä arvo-osakkeella. Syvä arvo-osake onkin matalin taso kasvun osalta. Morningstarin arvio perustuu Nokian heikkoihin kasvunäkymiin ja sijoittajien arvioihin yhtiön kasvutoiveista. ”Markkinat hinnoittelevat Nokian kasvumahdollisuudet olemattomiksi”, kirjoittaa Kristiina Hallman. Nokia arvioidaan yhtä syväksi arvo-osakkeeksi kuin metsäyhtiö Stora Enso, ja enemmän kasvutoiveita nähdään olevan finanssiyhtiöillä Nordealla ja Sammolla, sekä konepajayhtiö Metsolla. (Hallman 2012, *Morningstar: Nokia pudonnut jämähtäjäsarjaan*.)

Sijoituspalvelutalo FIM on nostanut Nokian tavoitehintaansa yhtiön julkistettua toisen kvartaalin osavuosituloksensa. FIM:in osien summa -analyysiin perustuva Nokian tavoitehintaa nousi 3,40 eurosta 3,50 euroon ja sijoitussuositus on edelleen lisää. Tämä tarkoittaisi noin 130 prosentin kurssinousua Nokian osakkeeseen sen nykyisestä hinnasta. Vastaavasti nettipankki Nordnet on laskenut Nokian tavoitehintaansa 1,60 eurosta 1,50 euroon. Nokian osavuosituloksen perusteella ei heidän mukaansa voida vielä odottaa osakekurssin kestäväää käännettä parempaan. Nokian osakekurssi ajautui juuri Nordnetin tavoitehinnan tienoille tällä hetkellä. (Kauppalehti 2012, Nokian tavoitehinnat rajusti levällään.)

Nokian P/E-luku on negatiivinen johtuen yhtiön negatiivisesta tuloksesta, eikä P/E-lukua ole sen takia järkeä edes laskea. Nokian oma pääoma osaketta kohden on 2,43 euroa, jolloin P/B-luvuksi saadaan noin 0,62. Nykyisellä osakekurssilla mitattuna osinkotuotto prosentti olisi viime vuoden osingolla (0,20 euroa osakkeelta) yli 13 prosenttia, ja ennustetulla osingon puolittumisellakin se olisi silti 6,5 prosenttia. Näiden arvioiden, analyysien ja tunnuslukujen perusteella on vaikea sanoa, onko Nokia arvo-osake vai eikö se ole. Osakekurssi laskee jatkuvasti, kasvuodotukset ovat olemattomat, tavoitehinnat heittelevät rajusti, eivätkä edes tunnusluvut anna selkoa asiaan. Tällä hetkellä on hyvin vaikea sanoa millainen osake Nokia on. Koska P/B-luku on hyvin matala, Nokian voisi sanoa olevan arvo-osake, mutta kun yhtiö tekee jatkuvasti tappiota, eikä tulevaisuudesta ole tietoa, arvostus voikin olla varsin hyväksyttävä. Osinkotuoton perusteella yhtiö vaikuttaisi kiinnostavalta, sillä se näyttäisi jakavan yli 5 prosentin osingon, mutta ei ole poissuljettua ettei Nokia maksaisi osinkoa ensivuonna ollenkaan. Koska ammattilaistenkin näkemykset Nokian tulevaisuudesta heittelevät näin rajusti, on hyvin vaikea lähteä sanomaan mitä Nokialta voitaisiin odottaa.

Tällä hetkellä Nokiaa ei voida pitää arvo-osakkeena, koska yhtiö pyörii median ryöpytyksessä, volatilitteetti on korkeata, yhtiössä on käynnissä suuri uudelleenjärjestely, eikä näin ollen tulevaisuudesta voida sanoa mitään. Kunhan epätietoisuuden varjo alkaa hälvetä yhtiön ympäriltä, voi arviointi olla helpompaa, mutta tällä hetkellä yhtiöön on ladattu niin paljon riskiä, ettei sitä voi suositella arvosijoittajalle. Kuitenkin Nokian osakekurssin kehitystä seuraamalla voi päästä osalliseksi mahdollisesti avautuviin ainutlaatuisiin ostopaikkoihin. Jos ja kun pysyvä käänne parempaan yhtiössä tapahtuu ja tilanne yhtiön ympärillä rauhoittuu, uskon yhtiön fundamenttien täyttävän osan arvo-osakkeiden tunnusmerkeistä ja arvostuksen kohoavan rajusti tämän negatiivisen mylläkän jälkeen. Siihen asti en voi muuta kuin toivottaa perisuomalaisista kansanuskoa matkapuhelinvalmistajaamme kohtaan.

4 PÄÄTÄNTÄ

Opinnäytetyön lähtökohtana oli perehtyä arvosijoittamiseen ja luoda kokonaisuus, joka käsittelisi aihetta monipuolisesti erinäisten lähteiden avulla. Tekijän oma kiinnostus ja perehtyminen aihealuetta kohtaan olivat työn alulle panevia voimia. Työn tavoitteina oli jakaa tietoa arvosijoittamisesta osakesijoitusstrategiana ja esittää kuinka sijoitusstrategian voi liittää osaksi omaa sijoitustoimintaansa. Oletukset arvosijoittamista kohtaan olivat, että sijoitusstrategia olisi passiivinen ja defensiivinen sijoitustyyli, jonka avulla pystyisi saavuttamaan ylituottoa. Taustalla vaikuttivat menestyneiden sijoittajien yhteys arvosijoittamiseen, sillä eihän maailman menestynein sijoittaja Warren Buffett voi turhaan painottaa sijoitusstrategian ylivertaisuutta. Pääasialliseen tutkimusongelmaan, joka yksinkertaisuudessaan oli mitä arvosijoittaminen on, työ antaa varsin kattavan näkemyksen monipuolisen käsittelyn ansiosta. Teorian lisäksi esille tuodut tutkimukset ja artikkelit esittelivät aihealuetta yleisen keskustelun kautta ihmisiltä, jotka käsittelevät aihealuetta jokapäiväisessä elämässään.

4.1 Pohdinta

Arvosijoittaminen on sijoitusstrategia, joka vaatii itseluottamusta ja hermoja. Sen ylituottavuus perustuu rationaalisuuteen, että markkinat tulevat korjaamaan arvostusvirheen ajan kuluessa. Täten arvosijoittaja on riippuvainen muista markkinoilla toimijoista. Mielestäni tähän vaikuttaa vahvasti myös media. Mikäli jokin auktoriteetti ilmaisee jonkin yhtiön arvostamisessa olevan virheen, useamman toimijan huomio kiinnittyy yhtiöön ja virhe voi korjautua nopeammassa tahdissa kuin se olisi ilman huomiota. Toisaalta alhaiseen arvostamiseen voi olla jokin konkreettinen syy, jonka mukaan toimijat pitävät arvostusta oikeutettuna. Arvostaminen on hankalaa ja subjektiivista, jolloin riskitkin ovat suuret. Arvo-osakkeissa piilee joskus jokin vaara, joka tekee yhtiöstä riskisemmän, ja täten myös tuottavamman, mikäli yhtiö pystyy voittamaan vaaratekijän. Arvostamisen subjektiivisuus ja riskisyys kuvastaakin hyvin arvosijoittamista. Rationaalisesti ja objektiivisesti yhtiön arvostava sijoittaja luottaa omaan näkemykseen, ja ostaa yhtiön osakkeita yhä laskeviin kursseihin, vaikka kaikki muut toimijat olisivat asiasta eri mieltä. Tällöin mahdollisuus saada ylituottoa kasvaa, kun kertoimet kasvavat, kurssien laskiessa yhä alemmas ja alemmas.

Arvosijoittaminen on tutkimusten mukaan tuottavampaa kuin yleisesti luullaan. Näkisin sijoitusstrategian haasteena kuitenkin itsensä voittamisen. Ei pitäisi antaa uutisoinnille ja yleiselle mielipiteelle periksi, vaan pystyä toimimaan markkinoilla itsenäi-

sesti ja unohtamaan kaikki muut toimijat. Työssä on esitelty muutamia erityisiä sijoittajia, jotka kaikki ovat toimineet omien näkemystensä mukaisesti, jopa melko erikoisinkin tavoin. Täytyy kuitenkin olla kriittinen sen suhteen, että jokainen omaa polkuaan kulkeva olisi menestynyt paremmin kuin keskimääräisesti. Löytyy varmasti paljon sellaisia, jotka ovat toimineet lähes samalla tavalla kuin nämä mainitut menestyjät, mutta lopputulos on ollut aivan päinvastainen. Kukaan ei vaan ole koskaan kirjoittanut ylistäviä artikkeleita näistä epäonnistujista.

Näkisin arvosijoittamisen olevan toimiva sijoitusstrategia, joka ei ole vielä Suomessa siinä nosteessa, jossa se esimerkiksi Yhdysvalloissa on. Sen takia se voi olla otollinen sijoitusstrategia jo pelkän markkinapsykologian kannalta. Lisäksi nykyinen maailman markkinatilanne mahdollistaa otollisen tilaisuuden arvosijoitusstrategian käyttöönottoon. Osakemarkkinoiden tiedetään ylireagoivan talouden nousuissa ja laskuissa, joten tämän hetkinen talouskriisi tarjoaa mahdollisuuden löytää helpommin näitä arvostuksen kanssa ylireagoituja arvo-osakkeita. Sijoittajat etsivät tällä hetkellä turvasatamia, joissa varat ovat turvassa, eivätkä altistu suurelle arvonlaskun riskille. Tähän ovat syynä vuoden 2007 jälkeen alkaneen alamäen takia kärsityt karvaat tappiot. Korkotuotteiden kysyntä on kasvanut ja allokaatiot ovat muuttuneet rajusti näiden kriisivuosien aikana. Syy-seuraussuhde on ihan ymmärrettävä, mutta mikäli historiaan on luottaminen, ilmassa on ylireagoinnin makua. Defensiivisyyden kasvamisen tulisi lisätä myös arvosijoittamisen käyttöä. Vaikka arvosijoittamisen voidaan nähdä olevan tavallista osakesijoittamista riskisempää, jotenkin se silti vaikuttaa emotionaalisesti olevan hyvinkin varovaista. Tunnuslukuilla mitattuna arvo-osakkeet näyttävät olevan hyvinkin halpoja, joten syntyy illuusio, että kyseisten yhtiöiden kurseissa ei ole enää laskun varaa, vaan kurssit todennäköisemmin nousevat. Rationaalisesti asia voi olla täysin päinvastainen. Ehkä yhtiöiden tilanne voikin olla niin huono, että niiden aliarvostus olisi hyväksyttävää.

Toisaalta voisi ajatella, että mikäli arvostaminen on niin vaikeaa, etteivät ammattilaisetkaan siinä onnistu, miksi epäammattimainen yksityissijoittaja siinä onnistuisi. Tämä on hyvä huomio. Ammattilaiset, joilla on käytössään joukko analyytikoita, ajantasaiset faktat ja tarkat laskelmat ovat ehkä todennäköisin joukko, joka voisi onnistua arvostamisessa. Ammattilaiset eivät kuitenkaan voi sijoittaa kaikkiin yhtiöihin sääntöjensä puitteissa kohteen koon tai riskisyyden takia. Tällöin ongelmaksi voi nousta esimerkiksi osakkeiden epälikvidisyys tai liian suuri omistusosuus yhtiöstä pienelläkin sijoituksella. Siksi arvosijoittamisen voi nähdä eräänlaisena helmenkalastuksena.

Miksi pienen paatin tulisi lähteä kilpailemaan suurien laivojen kanssa halutuille apajille, kun se voi etsiä sieltä minne suuret laivat eivät pääse?

Kaiken kaikkiaan arvosijoittaminen on varteen otettava sijoitusstrategia osaksi omaa sijoitussuunnitelmaa. Arvostrategia vaan edellyttää sijoittajalta tietynlaisia ominaisuuksia, joita muut sijoitusstrategiat eivät välttämättä edellytä. Lisäksi se vaatii aikaa, kärsivällisyyttä odottaa arvostuksen kehittymistä. Siksi se sopii erityisesti passiivisille sijoittajille. Näkisin sen kuitenkin kokeilemisen arvoisena sijoitusstrategiana, jolle jokaisen tulisi antaa mahdollisuus. Arvosijoittamisen voi nähdä esimerkiksi osana sijoitussuunnitelmaa, jossa arvosijoittaminen toimii passiivisesti taustalla ajan kuluessa, kun sijoittaja keskittyy sijoitussuunnitelman muihin osiin aktiivisesti. Tietenkin arvosijoitusstrategiaan luottavaisena näen tämänhetkisen markkinatilanteen suosivan täysipainoisesti arvostrategialle rakennettua sijoitussuunnitelmaa. Aliarvostettujen, defensiivisten ja ylituottoa tuottavien osakkeiden omistaminen kuulostaa erittäin hyvältä, mutta kuulostaako se liian hyvältä ollakseen totta. Se jää nähtäväksi.

LÄHTEET

Kirjallisuus

Elo, H. 2009. *Löydä helmet – vältä kuplat! Tie tuottavaan osakesijoittamiseen*. 6. uudistettu painos. Tuusula: Omakustanne Tmi Henri Elo.

Erola, M. 2009. *Paras sijoitus – itsepuolustusopas sijoittajille*. Helsinki: Talentum.

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

Kallunki, J., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2008. *Ammattimainen sijoittaminen*. 6. painos. Helsinki: Talentum.

Leppiniemi, J. 2002. *Pörssikurssi*. Helsinki: WSOY.

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

Lindström, K. 2007. *Vaurastu arvo-osakkeilla*. Helsinki: Talentum.

Lindström, K. 2005. *Menesty osakesijoittajana*. 2. painos. Helsinki: Talentum.

Malkiel, B. 2011. *Sattuman kauppaa Wall Streetillä*. 3. painos. Helsinki: Talentum.

Nikkinen, J., Rothovius, T. & Sahlström, P. 2002. *Arvopaperisijoittaminen*. Helsinki: WSOY.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2003. *Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Edita.

Pesonen, M. 2011. *Säästäjästä sijoittajaksi*. Helsinki: WSOYpro.

Puttonen, V. 2009. *Osta halvalla myy kalliilla*. Helsinki: WSOYpro.

Saario, S. 2008. *Saarion sijoituskirja – miten sijoitan pörssiosakkeisiin*. 2. painos. Helsinki: WSOYpro.

Artikkelit

Balance Consulting 2012. *Osakepuntari*. *Viisas Raha*. 2012 nro 5, 26.

Erola, M. 2011. *Rahanteon raaka-aineet*. *Arvopaperi*. 2011, nro 10, 22 – 29.

Hämäläinen, K. 2011. *Pörssin unohdetut*. *Arvopaperi*. 2011 nro 6 – 7, 42 – 46.

Härkönen, H. 2011. *Huonoin sijoitukseni*. *Viisas raha*. 2011, nro 4, 3.

Kahra, H. 2012. *Osaketuotot selittyvät osinkotuotolla*. *Viisas raha*. 2012 nro 2, 21.

Melender, T. 2012. *Etevä sijoittaja sulkee korvansa*. *Arvopaperi*. 2012 nro 2, 38 – 41.

Melender, T. 2011. *Suomalaisosakkeissa neljännes romahdusvaraa*. *Arvopaperi*. 2011 nro 9, 12 – 13.

Melender, T. 2011. *Oikeat valinnat taantumaskalkkuun*. *Arvopaperi*. 2011 nro 9, 46 – 49.

- Melender, T. 2011. *Sijoittajat säikkyvät tuloskuplaa*. *Arvopaperi*. 2011 nro 8, 12 – 13.
- Melender, T. 2011. *Isot suomalaisfirmat hinnoissaan*. *Arvopaperi*. 2011 nro 4, 12 – 13.
- Melender, T. 2011. *Säätiöt ovat arvosijoittajan sukulaissieluja*. *Arvopaperi*. 2011 nro 1, 26 – 29.
- Rothovius, T. 2012. *Warren Buffett uskoo kasvuosakkeisiin*. *Viisas raha*. 2012 nro 4, 15.
- Salo, T. 2012. *Tosi säästäjä leikkaa kulutusta*. *Viisas raha*. 2012 nro 3, 25.
- Waltonen, J. 2011. *Osakkeet ovat halpoja – riittääkö se?*. *Viisas raha*. 2011 nro 10, 31.
- Waltonen, J. 2011. *Mitkä osakkeet tässä markkinatilanteessa?*. *Viisas raha*. 2011 nro 4, 31.

Tutkimukset

- Athanassakos, G. 2012. *Value Investing Vs. Modern Portfolio Theory* [verkkójulkaisu]. *Journal of Business & Financial Affairs*. 2012, Vol. 1, No. 2. Saatavissa: http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/Athanassakos/Value_Investing_vs_Modern_Portfolio_Theory.pdf
- Athanassakos, G. 2011. *Do Value Investors Add Value?* [verkkójulkaisu]. *Journal of Investing*. 2011, Vol. 20, No. 2, 86 – 100. Saatavissa: http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/Athanassakos/Do_Value_Investors_Add_Value%28short%29.pdf
- Barber, B. & Odean, T. 1998. *Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment* [verkkójulkaisu]. Saatavissa: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=139415
- De Groot, W. & Huij, J. 2011. *Is the Value Premium Really a Compensation for Distress Risk?* [verkkójulkaisu]. Saatavissa: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1840551
- Fama, E. 2012. *Why Small Caps And Value Stocks Outperform* [videohaastattelu]. ClientInsights.ca [viitattu 25.6.2012]. Saatavissa: <http://www.clientinsights.ca/video/eugene-fama-why-small-caps-and-value-stocks-outperform/type:investor>
- Fama, E. 2012. *Is Warren Buffett Lucky or Skilled?* [videohaastattelu]. ClientInsights.ca [viitattu 25.6.2012]. Saatavissa: <http://www.clientinsights.ca/video/eugene-fama-is-warren-buffett-lucky-or-skilled/type:investor>
- Fama, E. & French, K. 2007. *The Anatomy of Value and Growth Stock Returns* [verkkójulkaisu]. Saatavissa: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=806664

Fried, C. 2010. *Finding Value in a Pricey Market* [verkkojulkaisu]. Saatavissa: <http://web.ebscohost.com.ezproxy.savonia-amk.fi:2048/ehost/detail?sid=626ec147-f508-4c87-b15e-ba18cf618cd4%40sessionmgr13&vid=3&hid=15&bdata=JnNpdGU9ZWZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=aph&AN=48156540>

Grinblatt, M., Keloharju, M. & Linnainmaa, J. 2011. *IQ and Stock Market Participation* [verkkojulkaisu]. *Journal of Finance*. 2011, Vol. 66, No. 6. Saatavissa: http://faculty.chicagobooth.edu/juhani.linnainmaa/IQandParticipation_JF2011.pdf

Thomsett, M. 2009. *Five Myths of Value Investing* [verkkojulkaisu]. Saatavissa: <http://search.proquest.com.ezproxy.savonia-amk.fi:2048/business/docview/233339771/fulltextPDF/137882EE34E29061ECA/43?accountid=27296>

Internet

Aktia Oyj:n kotisivut [viitattu 17.7.2012]. Saatavissa: <http://www.aktia.fi/>

Balance Consulting: Tulkintaohjeet [verkkojulkaisu]. Kauppalehti.fi [viitattu 17.7.2012]. Saatavissa: <http://www.kauppalehti.fi/balance/tunnusluvut/index.jsp>

Balance Consulting: Tulkintaohjeet – P/E-luku [verkkojulkaisu]. 16.3.2011. Kauppalehti.fi [viitattu 6.6.2012]. Saatavissa: <http://www.kauppalehti.fi/balance/tulkintaohjeet/index.jsp?oid=20110365591>

Elo, H. *80+ päivässä osakesijoittajaksi* -blogi: *Päivä 50: Viisi syytä arvostuseroihin* [verkkojulkaisu]. 23.3.2007. Kauppalehti.fi [viitattu 6.6.2012]. Saatavissa: <http://sijoittajaksi.blogit.kauppalehti.fi/blog/8303>

Eronen, E. 2012. *Sulatatko sinäkin säästöjäsi pankkitilillä?* [verkkojulkaisu]. 22.5.2012. Taloussanomat.fi [viitattu 25.7.2012]. Saatavissa: <http://www.taloussanomat.fi/raha/2012/05/22/sulatatko-sinakin-saastojasi-pankkitalilla/201229864/139>

Haavistola, P. *Arvosijoittaminen – Strategian implementointi ja toimivuus Helsingin pörssissä 1.1.1998 – 31.12.2008*. Toukokuu 2010. Pro gradu -tutkielma. Itä-Suomen yliopisto [viitattu 18.7.2012]. Saatavissa: http://epublications.uef.fi/pub/urn_nbn_fi_uef-20100068/urn_nbn_fi_uef-20100068.pdf

Hallman, K. 2012. *Morningstar: Nokia pudonnut jämähtäjäsarjaan* [verkkojulkaisu]. 11.6.2012. Kauppalehti.fi [viitattu 25.7.2012]. Saatavissa: <http://www.kauppalehti.fi/etusivu/morningstar+nokia+pudonnut+jamahtajasarjaan/201206192427>

Havia, P. *Kohti taloudellista riippumattomuutta* -blogi. *CAPM eli käyttöomaisuuden hinnoittelumalli* [verkkojulkaisu]. 11.10.2009 [viitattu 18.7.2012]. Saatavissa: <http://www.taloudellinenriippumattomuus.com/2009/10/capm-eli-kayttoomaisuuden.html>

Kauppalehti.fi [verkkosivut]. 2012. Kauppalehti [viitattu 17.–18.7.2012]. Saatavissa: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/etusivu/>

Kauppalehti 2012. *Nokian tavoitehinnat rajusti levällään* [verkkojulkaisu]. 20.7.2012. Kauppalehti.fi [viitattu 25.7.2012]. Saatavissa:

<http://www.kauppalehti.fi/omaraaha/nokian+tavoitehinnat+rajusti+levallaan/201207218805>

Kemira Oyj:n kotisivut [viitattu 17.–18.7.2012]. Saatavissa: <http://www.kemira.com/fi/Pages/default.aspx>

Koistinen, J. Opi mestareilta – Peter Lynch [verkkojulkaisu]. 2.5.2011. Investori.com [viitattu 12.6.2012]. Saatavissa: <http://www.investori.com/i/opi-mestareilta/51-peter-lynch>

Nordea pankin kotisivut. Etutili [verkkojulkaisu]. 2012. Nordea [viitattu 28.5.2012]. Saatavissa: <http://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t+ja+sijoitukset/S%C3%A4%C3%A4st%C3%A4misen+ja+sijoittamisen+tilit/Hinnat+ja+korot/953962.html>

Nordea pankin kotisivut. Nordea Prime -korko [verkkojulkaisu]. 2012. Nordea [viitattu 28.5.2012]. Saatavissa: <http://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/Hinnat+korot+ja+valuuttakurssit/Korot/Nordea+Prime+-korko/709104.html>

Osuuspankin kotisivut. Säästöt ja sijoitukset - korot [verkkojulkaisu]. 2012. OP-Pohjola-ryhmä [viitattu 28.5.2012]. Saatavissa: <https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/kurssit-ja-markkinat/markkinat?valilehti=true&id=32405&srcpl=3>

Osuuspankin kotisivut. Tavoitetili [verkkojulkaisu]. 2012. OP-Pohjola-ryhmä [viitattu 28.5.2012]. Saatavissa: <https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/tilit-ja-maksut/tutustu-tileihin/saastajan-tilit/tavoitetili?id=15111&srcpl=8>

Saga Furs Oyj:n kotisivut [viitattu 17.–18.7.2012]. Saatavissa: <http://www.sagafurs.com/wps/portal/sagafurs>

Sampo pankin kotisivut. Säästötili [verkkojulkaisu]. 2012. Sampo Pankki Oyj [viitattu 28.5.2012]. Saatavissa: <http://www.sampopankki.fi/fi-fi/Henkiloasiakkaat/Saasta-ja-sijoita/tilisaastaminen/Pages/Saastotili.aspx?tab=1#tabanchor>

Sampo pankin kotisivut. Säästötili - Hinnat, korot ja ehdot [verkkojulkaisu]. 2012. Sampo Pankki Oyj [viitattu 28.5.2012]. Saatavissa: <http://www.sampopankki.fi/fi-fi/Henkiloasiakkaat/Saasta-ja-sijoita/tilisaastaminen/Pages/Saastotili.aspx?tab=1#tabanchor>

Sanoma Oyj:n kotisivut [viitattu 17.–18.7.2012]. Saatavissa: <http://www.sanoma.fi/>

Sijoitustalous.fi: Sijoittajan ABC – Miten minä sijoitan? Marko Erola hakee tuoton ja riskin hyvää suhdetta [verkkojulkaisu]. 2.9.2010. Tapiola-ryhmä [viitattu 4.6.2012]. Saatavissa: http://www.sijoitustalous.fi/sijoittajan_abc/lue/378/miten_mina_sijoitan_marko_erola_hakee_tuoton_ja_riskin_hyvaa_suhdetta

Stora Enso Oyj:n kotisivut [viitattu 17.7.2012]. Saatavissa: <http://www.storaenso.com/>

Suomen Pankki: Suomen valtion viitelainojen korot [verkkojulkaisu]. 2012. Helsinki: Suomen Pankki [viitattu 30.5.2012]. Saatavissa:

http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_velka_pape-rit_viitelainojen_korot_fi.aspx#P653d563958d0479990f518dee1b5dd10_3_45iT0R0R0x1

Suomen virallinen tilasto (SVT): Kansantalous - Bruttokansatuote markkinahintaan [verkkojulkaisu]. 2012. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 29.5.2012]. Saatavissa: http://www.stat.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous.html#markkinahintaan

Suomen virallinen tilasto (SVT): Kansantalouden tilinpito [verkkojulkaisu]. ISSN=1795-8881. 2011. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 25.7.2012]. Saatavissa: http://tilastokeskus.fi/til/vtp/2011/vtp_2011_2012-07-12_tie_001_fi.html.

Suomen virallinen tilasto (SVT): Kotitalouksien varallisuus [verkkojulkaisu]. 2009, 3. Hyvätuloisilla liikenee rahaa pörssisijoituksiin . Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 29.5.2012]. Saatavissa: http://www.stat.fi/til/vtutk/2009/vtutk_2009_2011-12-21_kat_003_fi.html.

Suomen virallinen tilasto (SVT): Kotitalouksien varallisuus [verkkojulkaisu]. 2009. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 29.5.2012]. Saatavissa: http://www.stat.fi/til/vtutk/2009/vtutk_2009_2011-12-21_tie_001_fi.html.

Suomen virallinen tilasto (SVT): Kuluttajahintaindeksi [verkkojulkaisu]. ISSN=1796-3524. huhtikuu 2012. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 29.5.2012]. Saatavissa: http://tilastokeskus.fi/til/khi/2012/04/khi_2012_04_2012-05-14_tie_001_fi.html.

Suomen virallinen tilasto (SVT): Perheet [verkkojulkaisu]. ISSN=1798-3215. 2011. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 29.5.2012]. Saatavissa: http://www.stat.fi/til/perh/2011/perh_2011_2012-05-25_tie_001_fi.html.

Taloussanomat - Bloomberg 2012. *Nokia 1,60 euroa – ja suomalainen tankkaa* [verkkojulkaisu]. 5.7.2012. Taloussanomat.fi [viitattu 25.7.2012]. Saatavissa: <http://www.taloussanomat.fi/porssi/2012/07/05/nokia-16-euroa-ja-suomalainen-tankkaa/201232927/170>

Technopolis Oyj: kotisivut [viitattu 17.7.2012]. Saatavissa: <http://www.technopolis.fi/fi/technopolis/Sivut/default.aspx>

UPM-Kymmene Oyj:n kotisivut [viitattu 17.7.2012]. Saatavissa: <http://www.upm.com/fi/Pages/default.aspx>

Valtiovarainministeriö: Budjettikatsaus 2012 [verkkojulkaisu]. Lokakuu 2011. Helsinki: Valtioneuvosto [viitattu 30.5.2012]. Saatavissa: http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/01_budjetit/20111005Budjet/BK_lokakuu2011_suomi_netti.pdf

Valtiovarainministeriö: Valtion luottoluokitus [verkkojulkaisu]. 2012. Helsinki: Valtioneuvosto [viitattu 30.5.2012]. Saatavissa: http://www.vm.fi/vm/fi/09_valtiontalous/08_valtionvelka/03_valtion_luottoluokitus/index.jsp

LIITTEET

Liite 1. Sisäisen arvon laskelmat

Kemira

Riskivapaa korkotaso	1,64 %
Osakkeen beta	1,24
Markkinoiden tuotto-odotus	7,00 %
CAPM Tuottovaatimus	8,29 %
Osingonjakoprosentti tuloksesta	50 %
Oma pääoma/Osake	8,61

	Tilikausi	Tulos/Osake	Osinko	Oma pääoma/Osake	Lisäarvo
	2012	0,86	0,43	9,04	0,15
	2013	0,93	0,47	9,51	0,18
	2014	0,99	0,50	10,00	0,20

Lisäarvojen kasvu/vuosi	17,66 %
Lisäarvojen jäännösarvo	-2,54
Osakkeen todellinen arvo	7,06
Osakkeen nykyinen arvo 18.7.2012	9,37

Todellisen ja nykyisen arvon ero **-24,67 %**

Saga Furs

Riskivapaa korkotaso	1,64 %
Osakkeen beta	0,42
Markkinoiden tuotto-odotus	7,00 %
CAPM Tuottovaatimus	3,89 %
Osingonjakoprosentti tuloksesta	50 %
Oma pääoma/Osake	20,08

	Tilikausi	Tulos/Osake	Osinko	Oma pääoma/Osake	Lisäarvo
	2012	4,00	2,00	22,08	3,22
	2013	4,40	2,20	24,28	3,54
	2014	4,80	2,40	26,68	3,86

Lisäarvojen kasvu/vuosi	9,44 %
Lisäarvojen jäännösarvo	-75,98
Osakkeen todellinen arvo	-37,86
Osakkeen nykyinen arvo 18.7.2012	16,80

Todellisen ja nykyisen arvon ero **-325,37 %**

Sanoma

Riskivapaa korkotaso	1,64 %
Osakkeen beta	0,98
Markkinoiden tuotto-odotus	7,00 %
CAPM Tuottovaatimus	6,89 %
Osingonjakoprosentti tuloksesta	88,50 %
Oma pääoma/Osake	7,72

Tilikausi	Tulos/Osake	Osinko	Oma pääoma/Osake	Lisäarvo
2012	1,14	1,01	7,85	0,61
2013	1,01	0,89	7,97	0,47
2014	1,07	0,95	8,09	0,52

Lisäarvojen kasvu/vuosi	-5,89 %
Lisäarvojen jäännösarvo	3,83
Osakkeen todellinen arvo	12,26
Osakkeen nykyinen arvo 18.7.2012	6,77

Todellisen ja nykyisen arvon ero **+81,16 %**