



VAASAN AMMATTIKORKEAKOULU
UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Niki Lammi

ARVO- JA KASVUSIJOITTAMISEN TUOTTOJEN VERTAILU

Liiketalous
2019

TIIVISTELMÄ

| | |
|--------------------|--|
| Tekijä | Niki Lammi |
| Opinnäytetyön nimi | Arvo- ja kasvusijoittamisen tuottojen vertailu |
| Vuosi | 2019 |
| Kieli | suomi |
| Sivumäärä | 39 + 1 liite |
| Ohjaaja | Jukka Paldanius |

Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli saada selville kvantitatiivisen tutkimuksen avulla kumpi, arvo- vai kasvusijoittaminen, oli tuottanut paremmin 1.1.2007-29.12.2017 aikavälillä Helsingin pörssissä. Opinnäytetyöstä on hyötyä sijoittamisesta kiinnostuneille tai sitä harrastaville henkilöille.

Aluksi opinnäytetyössä esitellään sijoittamiseen liittyviä perusasioita ja niiden teorioita. Tämän jälkeen käydään läpi perusteellisemmin tutkimuksen kannalta oleelliset käsitteet arvosijoittaminen ja kasvusijoittaminen. Tutkimus tehtiin Thomson Reuters Datastreamin kautta saadusta osakedatasta ja otannan valinnassa hyödynnettiin yksinkertaista satunnaisotantaa.

Tutkimustuloksista selvisi arvo-osakkeiden keskimääräisen kokonaistuoton sijoitetulle pääomalle olleen kasvuosakkeita parempi (88,56% vs. 73,7%) tutkitun aikajakson loppuun mennessä. Tulokset eivät olleet kuitenkaan täysin yksiselitteiset, sillä kasvuosakkeiden tuottoindeksi oli tiettyinä ajankohtina korkeammalla arvo-osakkeiden vastaavaan verrattuna.

ABSTRACT (font size 14)

| | |
|--------------------|--|
| Author | Niki Lammi |
| Title | Profit Comparison of Value vs Growth Investing |
| Year | 2019 |
| Language | Finnish |
| Pages | 39 + 1 Appendice |
| Name of Supervisor | Jukka Paldanius |

The aim of this study was to compare the profitability of value and growth investing during the period 1.1.2007-29.12.2017 in Finland using quantitative research. This study is useful for people who are either interested in investing or already investing in stocks.

The theoretical study of the thesis shortly presented theories regarding investing. It was followed by a more thorough examination of the relevant concepts of growth and value investing. The research was conducted using share data found from Thomson Reuters Datastream and the sample was picked using simple random sampling.

The results of this study showed that the average gross profit for the invested capital was higher in value stocks when compared to the growth stocks (88,56% vs. 73,7%) at the end of the studied time period. However, the results were not completely unequivocal since the total return was higher for growth stocks in some specific instances during the examined time interval.

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ

ABSTRACT

| | | |
|----|---|----|
| 1 | JOHDANTO | 8 |
| 2 | TUTKIMUSONGELMA JA TUTKIMUKSEN KARTOITUS | 9 |
| | 2.1 Tutkimuksen rajaus | 9 |
| | 2.2 Tutkimuksen rakenne | 10 |
| | 2.3 Aikaisempia tutkimuksia aihealueesta | 10 |
| 3 | TEORIAOSUUS | 12 |
| 4 | SIJOITTAMINEN..... | 13 |
| | 4.1 Sijoittamisen yleisiä termejä..... | 13 |
| | 4.2 Osakemarkkinoiden tehokkuus..... | 14 |
| | 4.3 Osakesijoitusstrategiat..... | 15 |
| | 4.4 Arvosijoittaminen..... | 17 |
| | 4.4.1 Arvo-osake | 18 |
| | 4.5 Kasvusijoittaminen..... | 19 |
| | 4.5.1 Kasvuosake..... | 20 |
| 5 | EMPIIRINEN OSUUS | 21 |
| 6 | TUTKIMUSMENETELMÄ..... | 22 |
| | 6.1 Tutkimusprosessi | 22 |
| | 6.2 Kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimus | 22 |
| | 6.3 Aineiston keruumenetelmät | 23 |
| | 6.4 Aineiston analysointi..... | 23 |
| 7 | TUTKIMUSTULOKSET | 25 |
| | 7.1 Arvo-osakkeiden tuotot tarkastelujaksolla | 26 |
| | 7.2 Kasvuosakkeiden tuotot tarkastelujaksolla..... | 30 |
| | 7.3 Arvo- ja kasvuosakkeiden tuottojen vertailu | 34 |
| 8 | TUTKIMUSTULOSTEN YHTEENVETO..... | 36 |
| 9 | TUTKIMUKSEN LUOTETTAVUUS..... | 37 |
| 10 | EHDOTUKSET JATKOTUTKIMUKSILLE | 38 |

| | |
|--------------------|----|
| 11 LOPPUSANAT..... | 39 |
| LÄHTEET..... | 40 |
| LIITTEET..... | 43 |

KUVIOLUETTELO

| | |
|--|----|
| Kuvio 1. Arvo-osakkeiden tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017 | 26 |
| Kuvio 2. Kone B ja Digitalist Group tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017..... | 28 |
| Kuvio 3. Kasvuosakkeiden tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017 | 30 |
| Kuvio 4. Basware ja Tulikivi A tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017 | 32 |
| Kuvio 5. Arvo- ja kasvuindeksi 1.1.2007-29.12.2017 | 34 |

LIITELUETTELO**LIITE 1.** Tutkimuksessa käytetty osakedata

1 JOHDANTO

Tutkimus tarkastelee arvo- ja kasvusijoittamisen välisiä tuottoeroja Suomen osakemarkkinoilla. Opinnäytetyössä pyritään poimimaan käytetystä datasta 20 osaketta arvo- ja kasvuosakkeiksi otantaan. Tutkimuksessa vertaillaan osakkeiden suoriutumista oman ryhmänsä sisällä, sekä koko ryhmän mittareita verrataan toisiinsa selvittääkseen kumpi sijoitusstrategioista on tuottanut 2007-2017 aikavälillä paremmin.

2 TUTKIMUSONGELMA JA TUTKIMUKSEN KARTOITUS

Päädyin valitsemaan arvo- ja kasvusijoittamisen tuottojen vertailun opinnäytetyöni aiheeksi, sillä aihe on ollut pidemmän aikaa väittelyn kohteena sijoitusmaailmassa ilman lopullista yhteisymmärrystä asiasta. Vastaukset kysymykseen kumpi on kannattavampaa, arvo- vai kasvusijoittaminen, vaihtelevat riippuen miltä taholta tai henkilöltä asiaa tiedustellaan. Aihealueesta on tehty useita aikaisempia tutkimuksia, joissa on vertailtu arvo- ja kasvusijoittamisen riskejä ja tuottoja, mikä saa sijoittajan valitsemaan näiden kahden väliltä. Myös maanosien välisiä eroja on tutkittu. Tutkimuksen tutkimusongelmaksi muodostui: Kumpi on tuottanut enemmän aikavälillä 2007-2017, arvo- vai kasvusijoittaminen? Tärkeimpänä tavoitteena on siis selvittää kumpi, arvoyhtiö vai kasvuyhtiö, on tuottanut keskimäärin enemmän sijoittajalle suhteessa sijoitettuun pääomaan.

2.1 Tutkimuksen rajaus

Tässä tutkimuksessa vertaillaan arvo- ja kasvuyhtiöiden osakkeiden tuottoja aikavälillä 2007–2017. Tutkimusta varten on etsitty 20 yhtiötä molempiin kategorioihin, jotka voidaan selkeästi määritellä arvo- tai kasvuyhtiöksi. Yhtiöt valitaan Suomen pörssiin listatuista yrityksistä. Tutkimus rajataan yhteen maahan, jotta päästään eroon eri maantieteellisten alueiden poliittisista ja taloudellisista vaihteiluista. Tutkimus rajataan aikavälille 2007–2017 ja valitaan molempiin kategorioihin 20 yritystä. Tämä tehdään, jotta saadaan riittävästi mahdollisimman tuoretta dataa, josta olisi nykyhetkessä eniten hyötyä. Yhtiöitä valittaessa pyritään löytämään yhtiöitä eri toimialoilta, etteivät tulokset vääristyisi joidenkin toimialojen pärjätessä paremmin kyseisen kymmenen vuoden aikana. Tutkimuksessa keskitytään vain tuloksiin, eikä tarkastella sen syvemmin syitä, joista nämä erot johtuvat. Kaupankäyntikustannuksia ei oteta huomioon, sillä osaketuottoja tarkastellessa ne ovat molemmissa kategorioissa samat, joten ne kumoavat toisensa.

Tutkimuksesta on hyötyä aloitteleville ja nykyisille sijoittajille, sillä tuloksien tulisi antaa osviittaa arvo- ja kasvusijoittamisen riskeistä ja tuoton määrästä suhteessa sijoitukseen, ja siten helpottaa päätöstä eri yhtiöihin sijoittamisen välillä. Aloittelevat sijoittajat tai sijoittamisesta muuten kiinnostuneet voivat myös oppia aihe-

alueen termejä ja mitä ne tarkoittavat, esimerkiksi kuinka määritellään osakkeet arvo- ja kasvuosakkeiksi, mitä ovat P/B ja P/E luvut ja mitä eri osakesijoitusstrategioita on.

2.2 Tutkimuksen rakenne

Opinnäytetyö on rakenteeltaan kolmiosainen. Nämä kolme osaa ovat johdanto-, teoria- ja empiirinen osa. Johdanto-osassa kerrotaan tutkimuksen tarkoitus, tutkimuksen tausta sekä tutkimusongelma. Johdanto-osassa selvitetään, mitkä tekijät vaikuttivat tämän tutkimuksen aiheen valintaan ja käydään läpi myös sen tavoitteet.

Teoriaosassa käsitellään tutkimuksen kannalta oleelliset teoriat. Teoriaosuuksessa käydään myös läpi tarvittavat käsitteet ja termit, jotka auttavat lukijaa hahmottamaan kokonaisuuden. Teoriaosalla luodaan tieteellinen pohja empiiriselle osalle ja samalla se antaa tieteellisen selityksen tutkittavalle aiheelle.

Empiirisessä osassa käsitellään ensin kvantitatiivisen tutkimuksen teoriaa. Tämän jälkeen käydään läpi aineiston keruumenetelmiä, käsittelyä ja sen analysointia. Sitten käydään läpi tutkimustulokset. Lopuksi esitellään tutkimustulosten yhteenvedo ja pohditaan tutkimuksen luotettavuutta sekä kerrotaan ehdotuksia mahdollisia jatkotutkimuksia varten.

2.3 Aikaisempia tutkimuksia aihealueesta

Sami Jussilan pro-gradussa tutkittiin arvo- ja kasvusijoittamisen tuottoja Suomessa 1999–2011 aikavälillä. Pro-gradussa pyrittiin määrittelemään, oliko arvosijoittaminen tuottavampaa kuin kasvusijoittaminen edellä mainitulla aikavälillä ja joutuuko toisen sijoittamistavan parempi tuottavuus tapaan sisältyvästä suuremmasta riskistä. Tutkimuksen lopputulokseksi saatiin, ettei arvo- ja kasvusijoittamisen välinen tuottoero ollut tilastollisesti merkittävä. (Jussila 2012).

Arja Soinisen pro-gradussa tutkittiin eri osakesijoitustyylien tuottoja Suomessa 2002–2006 aikaväliltä. Tavoitteena oli selvittää, olivatko eri sijoitustyylit tuottaneet tilastollisesti merkittävästi eri määriä. Tutkimuksen mukaan muun muassa

arvosijoittaminen oli tuottanut enemmän kuin kasvusijoittaminen. Muidenkin sijoitustyylien välillä löytyi eroja, mutta ne eivät ole relevantteja valittuun aihealueeseen nähden. (Soininen 2008).

Tekijöitä, jotka vaikuttavat arvo- tai kasvusijoittamisen valitsemiseen on tutkittu. Lopputuloksena todettiin monen eri tekijän vaikuttavan asiaan. Ensinnäkin sijoitustyyliin suuntautumisella on biologinen tausta ja se on osittain juurtunut sijoittajaan jo syntymästä asti. Myös sijoittajan käyttäytymistavat ja kuinka hän reagoi riskiin selittävät mihin sijoitustyyliin hän luultavasti tulee päätymään. Sijoittajat, jotka kasvoivat vuoden 1930 laman aikaan tai työllistyivät jonkin taloudellisen taantumana aikana, taipuivat herkemmin arvosijoittamiseen. (Cronqvist, Siegel & Yu 2015, 333–349).

Osakeyhtiön oman pääoman ehtoista rahoitusta osakeannilla ja arvo- ja kasvusijoittamisen tuottoja Euroopassa tutkittiin hyödyntämällä aikaisempaa aineistoa Yhdysvalloista, jonka mukaan arvo- ja kasvusijoittamisen tuotot ovat vahvasti riippuvaisia yritysten osakeanneissa ilmenevistä arvostussignaaleista. Tämä pystyttiin todistamaan myös Euroopassa. Arvoyhtiöiden todettiin tuottavan sijoittajalle enemmän kuin kasvuyhtiöiden. Tätä ei pystytty selittämään yleisten riskitekijöiden avulla, mutta käyttämällä (Piotroski & So 2012) ehdottamaa markkinaodotusten virhe-lähestymistapaa pystyttiin tuottoerot selittämään väärinhinnoittelun avulla. (Walkshäusl 2015).

Yksi rahoitusmaailman kysymys, joka on herättänyt monia eri mielipiteitä, on arvosijoittamisen riski verrattuna kasvusijoittamisen riskiin. Tutkimuksessa todettiin arvo-osakkeiden tuottovaatimuksen kulkevan samansuuntaisesti markkinoiden tuottovaatimuksen kanssa, kun taas kasvuosakkeet kulkevat vastakkaiseen suuntaan. Tämän kovarianssin todettiin olevan kuitenkin liian pieni selittääkseen kokonaan arvosijoittamisen suuremman keskimääräisen tuoton verrattaessa kasvusijoittamiseen. (Petkova & Zhang 2005).

3 TEORIAOSUUS

Teoriaosuudessa käsitellään aluksi lyhyesti sijoittamiseen liittyviä asioita, kuten yleisiä termejä, osakemarkkinoiden tehokkuutta ja eri osakesijoitusstrategioita. Tämän jälkeen esitellään tarkemmin tutkimuksen kannalta olennaisessa osassa olevat arvo- ja kasvusijoittaminen.

4 SIJOITTAMINEN

Tässä luvussa käydään läpi sijoittamisen yleisiä termejä, osakemarkkinoiden tehokkuushypoteesia ja eri osakesijoitusstrategioita. Tämän lisäksi esitellään tarkemmin arvo- ja kasvusijoittaminen, sekä niihin liittyvät asiat.

4.1 Sijoittamisen yleisiä termejä

P/B-luku (price-to-book value) eli tasesubstanssi tarkoittaa osakkeen hinnan ja osakekohtaisen oman pääoman välistä suhdetta. P/B-lukua käytetään pitkälti sen helpon tulkinnan vuoksi. Tunnuksluvun avulla voidaan eritellä toisistaan yhtiöitä, joilla on erilaiset odotukset tuloskasvun ja kannattavuuden suhteen. P/B-luvun on havaittu heijastavan eroja yritysten kannattavuudessa. Yritysten kannattavuuden ollessa korkeampi kuin kilpailijalla, ovat sijoittajat valmiita maksamaan enemmän kyseisen yrityksen osakkeista. Kannattavuuden erojen lisäksi P/B-luvun eroavaisuudet johtuvat myös kasvumahdollisuuksista ja yrityksen sisältävästä riskistä sijoitusmielessä. (Martikainen & Martikainen 2009, 143-144) Keskimääräinen P/B-luku Helsingin Pörssin yhtiöillä 2012-2016 aikavälillä oli 1,72 (Alma Talent Oy Tietopalvelut 2019).

P/E-luvulla (price-to-earnings) tarkoitetaan yrityksen osakkeen hinnan suhdetta osakekohtaiseen tulokseen. Tunnuksluvun yleisyyteen vaikuttaa sen helppo ymmärrettävyys. Sen voi myös helposti laskea useimmille yrityksille tarvittavien tietojen ollessa saatavilla monista eri lähteistä. P/E-luvun ollessa yrityksen arvonomäärityksen yleisimmin käytetty tunnusluku, sitä käytetään ja ymmärretään väärin myös eniten. Luvun suurin heikkous on nähtävissä siinä, että sitä laskettaessa ei oteta tuloksen kasvua eikä yrityksen riskejä huomioon, joka johtaa helposti tunnuksluvun virhetulkintaan. P/E-lukujen erojen merkittävin selittäjä on yritysten erilaiset kasvuodotukset. Edellä mainittujen syiden takia tunnuslukua voi käyttää täysin luotettavasti ainoastaan saman yrityksen kehityksen tarkasteluun. Eri yrityksiä verrattaessa keskenään, tulee ottaa huomioon rakenteelliset erot yritysten välillä. (Martikainen & Martikainen, 2009 141-142). Helsingin Pörssin yhtiöiden keskimääräinen P/E-luku aikavälillä 2012-2016 oli 14,74 (Alma Talent Oy Tietopalvelut 2019).

Edellä kuvatussa P/E-luvussa yrityksen osakkeen markkinahinta (pörssi-arvo) suhteutetaan osakekohtaiseen tulokseen. Yrityksen pörssissä määritetty arvo, tai markkina-arvo, voidaan kuitenkin myös suhteuttaa muihin yrityksen taloudellista tilaa kuvaaviin muuttujiin – yksi esimerkki tästä on yrityksen kassavirta. Jakamalla yrityksen markkina-arvo osakekohtaisella kassavirralla, saadaan P/CF-luku (Martikainen & Martikainen 2009, 141,143).

P/CF-luku (market capitalization-to-cash flow from operations) kuvaa yrityksen liiketoiminnan kassavirran suhdetta yrityksen tekemään tulokseen, ja sen avulla voidaan laskea, monessako vuodessa yritys tekisi markkina-arvonsa verran kassavirtaa, kassavirran ja markkina-arvon säilyessä ennallaan. Kassavirtaperusteinen arvostus eroaa tulosperusteisesta siten, että kassavirtaan eivät vaikuta kirjanpidolliset seikat. Kassavirta on luonteeltaan läpinäkyvämpi, mutta toisaalta volatiilimpi erä kuin yrityksen kirjanpidollinen tulos. (Alma Talent Oy Tietopalvelut 2019).

Yleisesti käytetty ja yksinkertainen fundamenttimuuttuja on liikevaihto. Yrityksen osakekohtainen markkina-arvo voidaan suhteuttaa myös osakekohtaiseen liikevaihtoon, jolloin saadaan P/S-luku (price-to-sales) (Martikainen & Martikainen 2009, 138-139). Tämä luku kertoo yrityksen markkina-arvon suhteen vuosiliikevaihtoon. Luku vaihtelee rajusti eri toimialojen välillä, esimerkiksi tukkukaupassa P/S-luku on tyypillisesti matala, kun taas ohjelmistotuotannossa se on tyypillisesti korkea. Saman alan yrityksiä P/S-lukujen erotessa toisistaan on yleensä syynä se, että toisen yrityksen kannattavuus tai kannattavuus ja kasvunäkymät ovat heikompia. P/S-luku on luonteeltaan stabiili mittari, mutta se voi vaihdella projektiliiketoimintaa harjoittavilla yrityksillä vuosittain riippuen projektien tuloutuksesta liikevaihtoon. Helsingin Pörssin yhtiöiden keskimääräinen P/S-luku aikavälillä 2012-2016 oli 0,78. (Alma Talent Oy Tietopalvelut 2019)

4.2 Osakemarkkinoiden tehokkuus

Tehokkaiden osakemarkkinoiden hypoteesin mukaan osakemarkkinat ovat tehokkaat, jos ne heijastavat täysin kaiken relevantin informaation osakkeiden hintoihin. Osakemarkkinoiden tehokkuudella on kolme eri tasoa; heikot ehdot täyttävät

markkinat, keskivahvat ehdot täyttävät markkinat ja vahvat ehdot täyttävät markkinat. (Malkiel 1989)

Heikkojen ehtojen täyttävillä markkinoilla tarkoitetaan tilannetta, jossa osakkeiden hinnat heijastavat täysin osakehintojen historiatietoja. Täten sijoittavat eivät pysty kehittämään sijoitusstrategiaa hyödyntämällä analyysijä menneistä hintamalleista saavuttaakseen abnormaaleja tuottoja. Keskivahvojen ehtojen täyttävien markkinoiden tilanteessa osakkeiden hinnat eivät reflektoi pelkästään osakehintojen historiatietoja, vaan myös kaikkea julkisesti saatavilla olevaa osakkeiden hintoihin vaikuttavaa tietoa. Markkinoiden ollessa tällä tapaa tehokkaat, ei mikään analyysi yritysten taseista, tuloslaskelmista, ilmoituksista osinkomuutoksista, osakkeiden määrän muutoksista tai muusta julkisesta informaatiosta yrityksistä, tuota abnormaaleja taloudellisia tuottoja sijoittajalle. Vahvat ehdot täyttävät markkinat sisältävät tilanteen, jossa kaikki julkinen ja sisäpiirintieto yrityksistä heijastuu täysin osakkeiden hintoihin. Täten edes henkilöt, joilla on kyseistä sisäpiirintietoa, eivät voi hyödyntää sitä saavuttaakseen parempia sijoitustuloksia. (Malkiel 1989)

4.3 Osakesijoitusstrategiat

Sijoittavat voivat käyttää monia eri sijoitusstrategioita saavuttaakseen tavoitteensa. Näihin sijoitusstrategioihin kuuluvat osta-ja-pidä, nykyinen tulo, laadukas pitkän tähtäimen kasvu, aggressiivinen osakehallinta ja spekulointi ja lyhyen tähtäimen kauppa. Ensimmäiset kolme näistä miellyttävät sijoittajia, jotka pitävät arvon säilyttämistä tärkeänä. Riippuen sijoittajan luonteesta ja ajasta, jonka hän voi käyttää sijoitussuunnitelmaan, voidaan mitä tahansa näistä strategioista käyttää varallisuuden kerryttämiseen. (Gitman & Joehnk & Smart 2011, 234)

Osta-ja-pidä on kaikista sijoitusstrategioista yksinkertaisin ja myös konservatiivisin. Tavoitteena on sijoittaa rahaa varmoihin investointeihin ja odottaa niiden arvon kasvamista. Tässä strategiassa sijoittajat valitsevat korkean laadun osakkeita, jotka tarjoavat houkuttelevia mahdollisuuksia kasvattaa varallisuutta, ja pitävät näitä jopa 10-15 vuoden ajan. Osta-ja-pidä sijoittajat investoivat lisää rahaa säännöllisesti osakesalkkuihinsa. Useimmat myös sijoittavat saamansa osinkotulot ta-

kaisin portfolioihinsa ostamalla lisää osakkeita. Osta-ja-pidä strategia on ollut kauan suosittu niin sanottujen arvo-orientoituneiden sijoittajien keskuudessa. Tätä strategiaa käyttävät sijoittajat, jotka hakevat kilpailukykyisiä tuottoja pitkällä tähtäimellä. (Gitman & Joehnk & Smart 2011, 234)

Nykyinen tulo-strategiassa pyritään kerryttämään tuottoa sijoitukselle osinkojen avulla. Kantaosakkeet ovat haluttuja tähän tarkoitukseen, ei niinkään korkeiden osinkotuottojen takia, vaan koska osinkotasot tapaavat nousta ajan kuluessa. Tässä strategiassa turvallisuuden prinssiippi ja tulon stabiliteetti ovat olennaisia. Jotkut sijoittajat adoptoivat tämän strategian saadakseen tavan tienata korkeita (ja suhteellisen riskittömiä) voittoja sijoittamilleen varoille. Useammin tosin tätä strategiaa käyttävät ne, jotka yrittävät täydentää tulonlähteitensä. (Gitman & Joehnk & Smart 2011, 234)

Laadukas pitkän tähtäimen kasvu-strategia on vähemmän konservatiivinen, kuin aiemmat kaksi ja sen päämääräinen tulonlähde on osakkeiden arvonnousu. Suurin osa kaupankäynnistä tällä strategialla sijoittuu kasvuosakkeisiin. Tähän sijoitustyyliin kuuluu suurempi riski, sillä se perustuu edellä mainitusti osakkeiden arvonnousuun, tästä syystä on hyvä harrastaa hajauttamista portfolioita kasatessa. Pitkän tähtäimen voiton kerryttäminen on yleisin syy tämän strategian käyttöön, mutta toisin kuin osta-ja-pidä sijoittamisessa, sijoittaja hakee aggressiivisesti isompaa voittoa käymällä enemmän kauppaa ja omaksuessa enemmän riskiä. (Gitman & Joehnk & Smart 2011, 234-235)

Aggressiivinen osakehallintaa käyttävä sijoittaja harjoittaa aggressiivisesti kaupantekoa osakkeilla saavuttaakseen suuria voittoja, enimmäkseen osakkeiden arvonnoususta. Tämä lähestymistapa on samankaltainen kuin laadukas pitkän tähtäimen kasvu-strategia, mutta siihen sisältyy huomattavasti enemmän kaupankäyntiä ja sijoitusaika on selkeästi lyhyempi. Esimerkiksi kahden tai kolmen vuoden arvonnousun odottamisen sijaan aggressiivinen sijoittaja pyrkii saamaan saman tuoton kuuden kuukauden tai vuoden aikana. Tällä strategialla on huomattavat riskinsä ja korkeat kaupankäyntikulut. Lähestymistapa vaatii myös paljon ai-

kaa ja taitoja sijoittajalta, mutta voitot voivat yhtäläisesti olla suuret. (Gitman & Joehnk & Smart 2011, 235)

Spekulointi ja lyhyen tähtäimen kauppa on kaikista strategioista vähiten konservatiivinen. Tavoitteena on vain ja ainoastaan osakkeiden arvonnousuista koitua voitto. Mitä lyhyemmässä ajassa tavoite voidaan saavuttaa, sen parempi. Koska tähän strategiaan kuuluu niin suuri riski, monet transaktiot tuottavat vain vähän voittoa, tai jopa merkittäviä tappioita. Toivona on yhden kaupan onnistuessa, se onnistuu merkittäväällä tasolla ja se enemmän kuin kompensoi toisissa kaupoissa menetetyt rahat. Tämä lähestymistapa luonnollisesti vaatii huomattavasti enemmän aikaa ja taitoja sijoittamisesta. Kenties tärkeintä on, että sijoittaja omaa tarpeeksi vahvan luonteen ja varallisuuden kestääkseen tappiot. (Gitman & Joehnk & Smart 2011, 235-236)

4.4 Arvosijoittaminen

Perimmäisenä tarkoituksena arvosijoittamisessa on löytää laadukkaiden yritysten aliarvostettuja osakkeita. Arvosijoittajat pyrkivät ostamaan osakkeita, joiden hinnan suhde osakekohtaiseen pääomaan (P/B-luku) tai hinnan suhde osakekohtaiseen tulokseen (P/E-luku) on alhainen. Muita tunnusmerkkejä hyvälle sijoituskohteelle arvosijoittajan näkökulmasta ovat korkea osinkotuotto ja hyvät tulevaisuuden osinkonäkymät. (Lindström & Lindström 2012, 108, 218)

Arvosijoittamisessa pyritään minimoimaan riskit arvioimalla osakkeiden todellisia arvoja ja hyödynnetään pörssin pitkän aikavälin trendiä. Arvosijoittamisessa hyödynnetään sijoittajien alttiutta irrationaaliseen ja tunteenomaiseen käyttäytymiseen ja sijoitukset tehdään olemassa olevien kassavirtojen analysoinnin avulla, eikä tukeutuen epämääräisiin tulevaisuuden odotuksiin. Monien akateemisten tutkimusten ja muiden selvitysten perusteella arvosijoittajat ovat menestyneet paremmin pitkällä aikavälillä verrattuna keskimääräiseen osakesijoittajaan. Arvosijoittavat eivät usko markkinoiden olevan aina oikeassa, pikemminkin päinvastoin. Monet arvosijoittavat ovat useamman kerran todistaneet, että on mahdollista johdonmukaisesti ylittää osakeindeksien tarjoama keskimääräinen osaketuotto. (Lindström & Lindström 2012, 104-105)

Tällä strategialla etsitään aliarvostettuja yrityksiä ja hyviä osingonmaksajia. Arvosijoittaessa on tärkeää, ettei sijoittaja tingi laatuvaatimuksistaan sillä joidenkin yhtiöiden osakkeiden halpuuteen on usein hyviä syitä. Yhtiön kyvyn ansaita tulee olla kohdallaan. Jos yritys ei tee voittoa, ei tasesubstanssi tule kasvamaan eikä siten läpäise arvosijoittajien seulaa. Arvosijoittajat sitoutuvat sijoituksiinsa keskimäärin viideksi vuodeksi, sillä sijoituksesta odotettu ylituotto toteutuu juurikin pitkällä aikavälillä. (Lindström & Lindström 2012, 107-108)

Arvosijoittamisen käsitteenä nähdään syntyneen 1920-luvulla, kun Benjamin Graham aloitti asiakasvarojen hoitamisen. Vuodesta 1926 alkaen hän toimi sivutoimisenä rahoituksen opettajana Columbia Universityssä. Useista hänen oppilaistaan kehittyi ajan kuluessa varsin tunnettuja sijoittajia – kuuluisimpana heistä Warren Buffett. Grahamin mukaan osakkeen todellisen arvon (eng. intrinsic value) tulee olla selkeästi osakkeesta maksettua hintaa korkeampi. Tätä todellista arvoa selvitetään perusteanalyysin keinoin. Usein lähtökohtana on yrityksen nettovarallisuuden suhde osakkeisiin nähden, mutta osake saattaa olla myös aliarvostettu yrityksen tuloksetekokykyyn tai osinkoihin nähden. Pientääkseen riskiä on Grahamin mukaan osake ostettava tarpeeksi halvalla, jotta turvamarginaalia syntyy riittävästi verrattaessa osakkeen todelliseen arvoon. (Lindström & Lindström 2012, 111)

4.4.1 Arvo-osake

Arvo-osakkeiksi luokitellaan sellaiset osakkeet, jotka voidaan määritellä markkinoiden aliarvostamaksi (Lindström & Lindström 2012, 218). Arvo-osakkeita yhdistäviä tekijöitä ovat muun muassa matalat P/B-, P/E-, P/CF-, P/S-luvut ja korkeat osinkotuotot. Arvo-osakkeille on tyypillistä, että markkinat eivät odota niiltä tulevaisuudessa merkittävää kasvua. (Shießl 2014)

Arvo-osakkeet tapaavat olla halvemman hintaisia fundamentteihinsa verrattuna, kuten osinkoihin, tulokseen ja myyntiin. Arvo-osakkeilla on yleensä nämä fundamentit kunnossa, mutta osakkeet ovat saattaneet pudota markkinoiden suosiosta ja

niitä voidaan pitää edullisina verrattuna kilpailijoihinsa. Niiden hinnat voivat olla matalampia osakkeen historiaan verrattuna tai ne voivat olla uusia yrityksiä, joita sijoittajat eivät vielä huomioi. On myös mahdollista, että näihin yrityksiin vaikuttaa jokin ongelma, joka herättää huolenaiheita pitkällä tähtäimellä. (Buschinvestments 2019)

4.5 Kasvusijoittaminen

Kasvusijoittaja pyrkii etsimään yhtiöitä, joiden liikevaihto, tulos tai sijoitetun pääoman tuotto tulee kasvamaan keskimääräistä nopeammin. Usein kasvusijoittajat ovat selkeästi kärsimättömämpiä verrattuna arvosijoittajiin, he odottavat kurssinousua lyhyellä aikavälillä ja jos tätä ei tapahdu saattavat he nopeasti myydä osakkeensa. Kasvusijoittamisessa kohdistetaan sijoituskohteeseen kasvuodotuksia, joten nykyhetken lukuja ei pidetä kovin edustavina, ja sijoittajalla tulee olla valmius hyväksyä korkea osakehintaa verrattuna yhtiön tämän hetken nettovarallisuuden tai tulokseen. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön P/B- ja P/E-luvut voivat olla siis selkeästi keskimääräistä korkeampia. Tässä nähdään arvo- ja kasvusijoittajan ero, sillä arvosijoittaja painottaa nykyhetkeä ja matalia tunnuslukuja. (Lindström & Lindström 2012, 109)

Arvosijoittajasta eroten kasvusijoittaja ei ota järin voimakkaasti kantaa osakkeen nykyiseen hintaan tai osakkeiden välisiin hintasuhteisiin, koska kasvusijoittajan kiinnostus perustuu juuri tulevaan tuloskehitykseen ja kasvun odotuksiin. Kasvusijoittajan yhtiöön kohdistamien kovien odotuksien toteutuessa osakkeen hinta on pelkästään ponnahduslauta entistä korkeampaa osakekurssia kohti. (Lindström & Lindström 2012, 110)

Kasvusijoittaminen luokitellaan yleensä enemmän offensiiviseksi kuin defensiiviseksi sijoittamiseksi. Tämä tarkoittaa sitä, että kasvusijoittaminen on enemmän aktiivista sijoittamista ja vaatii enemmän aikaa sijoittajalta. Defensiivinen sijoittaminen taas pyrkii enemmän tuottamaan passiivista tuloa, esimerkiksi osinkojen avulla. Yksi lähestymistapa kasvusijoittajalle on investoiminen niin sanottuihin

”kuumiin sektoreihin”, eli aloihin, jotka tuottavat keskimääräistä parempia tuottoja muihin julkisessa kaupankäynnissä oleviin aloihin verrattuna. Näistä hyviä esimerkkejä ovat viimeisten vuosikymmenien ajan olleet lääke- ja teknologia-alan yritykset. Loogisesti ajateltuna lähes jokainen meistä tarvitsee jossain vaiheessa lääkealan palveluja ja siten lääkealan yritysten voidaan olettaa jatkavan kasvua tulevaisuudessa uusien lääkkeiden kehityksen, uusien terapiamuotojen ja hoitojen tarpeellisuuden perusteella. (Corporatefinanceinstitute 2019)

4.5.1 Kasvuosake

Kasvuosakkeiksi luokitellaan osakkeet, jotka ovat kokeneet ja joiden odotetaan kokevan korkeaa kasvua operaatioissa ja tuloksessa. Kasvuosakkeita kuvaavia piirteitä ovat tyypillisesti korkeat P/B-, P/E-, P/CF- ja P/S-luvut. (Shiebl 2014) Kasvuyhtiöiden osakkeiden hinta muodostuu pääosin nopeasta kasvusta ja sen tuomasta tuloskasvun odotuksesta. Näistä osakkeista muodostuvat yhtiöt ovat usein sellaisia, joista kaikki puhuvat ja tahtovat omistaa. (Lindström & Lindström 2012, 107)

Hyvä kasvuosake saattaa osoittaa 15-18% pitkäkestoista jokavuotista kasvua tuloksessa, kun taas keskiverto osake on kyseisinä vuosina kasvanut vain 6-8%. Kasvuosakkeet maksavat usein vain vähän osinkoa, tai eivät ollenkaan. Osingon määrä harvoin ylittää 10-15% tuloksesta, tämän sijaan suurin osa tai kaikki tilikauden voitosta investoidaan takaisin yritykseen avittamaan nopeaa kasvua. Sijoittajien näkökulmasta kasvuosakkeet tuottavat enimmäkseen voittoa kurssin nousemisen avulla osinkojen sijaan. Markkinoiden ollessa hyvät nämä osakkeet ovat haluttuja ja usein tuottavat hyvin, kun taas markkinoiden laskiessa kasvuosakkeet kärsivät usein pahasti. Kasvuosakkeista kiinnostuneet sijoittajat useimmiten etsivät osakkeista arvonnousua osinkojen sijaan ja he ovat valmiita hyväksymään suuremman riskin elementin. (Gitman & Joehnk & Smart, 2011, 224-226)

5 EMPIIRINEN OSUUS

Empiirisessä osuudessa käydään ensiksi läpi kvantitatiivisen tutkimuksen teoriaa, jonka jälkeen kerrotaan tutkimuksen datan keräämiseen ja analysoimiseen liittyneistä asioista. Tämän jälkeen esitellään tutkimustulokset ja niistä koottu yhteenveto ja arvioidaan itse tutkimuksen luotettavuutta. Lopuksi annetaan ehdotuksia potentiaalisia jatkotutkimuksia ajatellen.

6 TUTKIMUSMENETELMÄ

Tässä luvussa käsitellään tutkimusprosessin eri vaiheita ja kerrotaan mitä kvalitatiivinen tutkimus sisältää. Tämän jälkeen kerrotaan aineistonkeruumenetelmistä sekä siitä, miten aineistoa analysoitiin.

6.1 Tutkimusprosessi

Tutkimuksen lähtökohtana on aina tutkimusongelma. Kysymys tai kysymykset sisältyvät tutkimusongelmaan, joihin pyritään saamaan vastauksia tutkimuksen avulla. Tutkimusongelman tulisi olla tutkimusasetelman määräävä tekijä. Analyysimenetelmien tarjonta sekä saatavuus voivat vaikuttaa tutkimusongelman asetteeluun. Lähtökohta empiiriselle tutkimukselle olisi hyvä olla niin, että tutkimusongelma dominoi asetelmaa, jolle aineisto ja menetelmä ovat alisteisia. (Uusitalo 2001, 50)

Tutkimusta tehdessä seurataan kuutta eri askelmaa. Tutkimus alkaa tunnistamalla tutkimusongelma, johon halutaan saada vastaus. Sitten käydään aiheen kirjallisuutta läpi, jonka jälkeen täsmennetään ongelmaa. Mallin seuraavat kolme vaihetta ovat datan keräys, sen analysointi ja johtopäätöksien teko analysoinnin pohjalta. Prosessi kulminoituu raporttiin, joka esitetään, arvioidaan ja jota potentiaalisesti hyödynnetään tulevaisuudessa. (Creswell 2005, 14)

6.2 Kvantitatiivinen eli määrällinen tutkimus

Kvantitatiivisessa eli määrällisessä tutkimuksessa tutkija päättää mitä hän tutkii, kysyy spesifejä kysymyksiä, kerää numeerista dataa, analysoi kyseistä numeerista dataa eri statistiikkojen avulla ja suorittaa tutkimuksen puolueettomasta ja objektiivisesta näkökulmasta (Creswell 2005, 39). Kvantitatiivisessa tutkimuksessa tavoitteena on ennustettavuus, yleistettävyyys ja kausaaliselitykset (Hirsjärvi & Hurme 2008, 22-24).

Kvantitatiivisella tutkimuksella pyritään selvittämään lukumääriin ja prosentteihin liittyviä kysymyksiä ja siihen vaaditaan riittävän suuri otos. Asioita havainnoidaan numeerisilla suureilla ja yleensä otetaan selvää myös tutkitussa ilmiössä ilmennei-

tä muutoksia sekä asioiden keskinäisiä riippuvuuksia. Määrällinen tutkimus yleensä kartoittaa hyvin olemassa olevan tilanteen, mutta sen avulla ei kyetä riittävästi selvittämään syitä kyseiselle tilanteelle. (Heikkilä 2014)

6.3 Aineiston keruumenetelmät

Tutkimuksessa käytetty osakedata saatiin Thomson Reuters Datastream tietokannasta, sekä Nasdaq Helsingin verkkosivuilta. Tutkimuksen perustuessa yleiseen tietoon ei salassapitokysymyksiä kanssa ole ongelmia. Lähteinä käytetään muun muassa verkkosivusto sciencedirectin kautta löytyviä tutkimuksia arvostetuista finanssialan lehdistä, eri yliopistojen opiskelijoiden kirjoittamia graduja sekä muuta lähdekirjallisuutta. Tutkimuksessa käytettiin yksinkertaista satunnaisotantaa. Yksinkertaisessa satunnaisotannassa kaikilla perusjoukon yksiköillä on yhtä suuri todennäköisyys tulla valituksi otantaan. Kaikki perusjoukon havaintoyksiköt numeroidaan ja tämän jälkeen hankitaan jollain tavalla satunnaislukuja edellä mainitusta numerosarjasta, joiden avulla poimitaan kyseisen numeron omaava yksikkö otantaan. (Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto 2003)

6.4 Aineiston analysointi

Tutkimuksen tuloksissa keskitytään puhtaasti sijoitusten tuottoihin ja niiden vertailuihin eri mittausmenetelmien avulla. Tuloksissa käsitellään myös molemmista ryhmistä tuotto ääripäät. Molemmista ryhmistä kerrotaan myös potentiaaliset maksimituotot, jos osakkeet olisi onnistuttu myymään parhaimpaan mahdolliseen aikaan. Tutkimuksessa ei paneuduta syihin mistä eri yhtiöiden heikommat tuottavuudet johtuvat.

Kerätyssä osakedatassa oli yhteensä 150 eri osakkeen tuottotiedot ja osakkeiden hinnat 1.1.2007-29.12.2017 aikavälillä ja tarkoituksena oli löytää 20 arvo- ja kasvuosaketta otannaksi. Tämä tehtiin käyttämällä yksinkertaista satunnaisotantaa pienellä lisäyksellä. Jokaiselle osakkeelle annettiin oma numero ja Random Number Generatoria käyttämällä saatiin satunnaisluku, jonka jälkeen etsittiin kyseisen numeron omaavan osakkeen P/B- ja P/E-luvut yritysten vuosikertomuksista. Osakkeen ollessa luokiteltavissa arvo- tai kasvuosakkeeksi se hyväksyttiin otan-

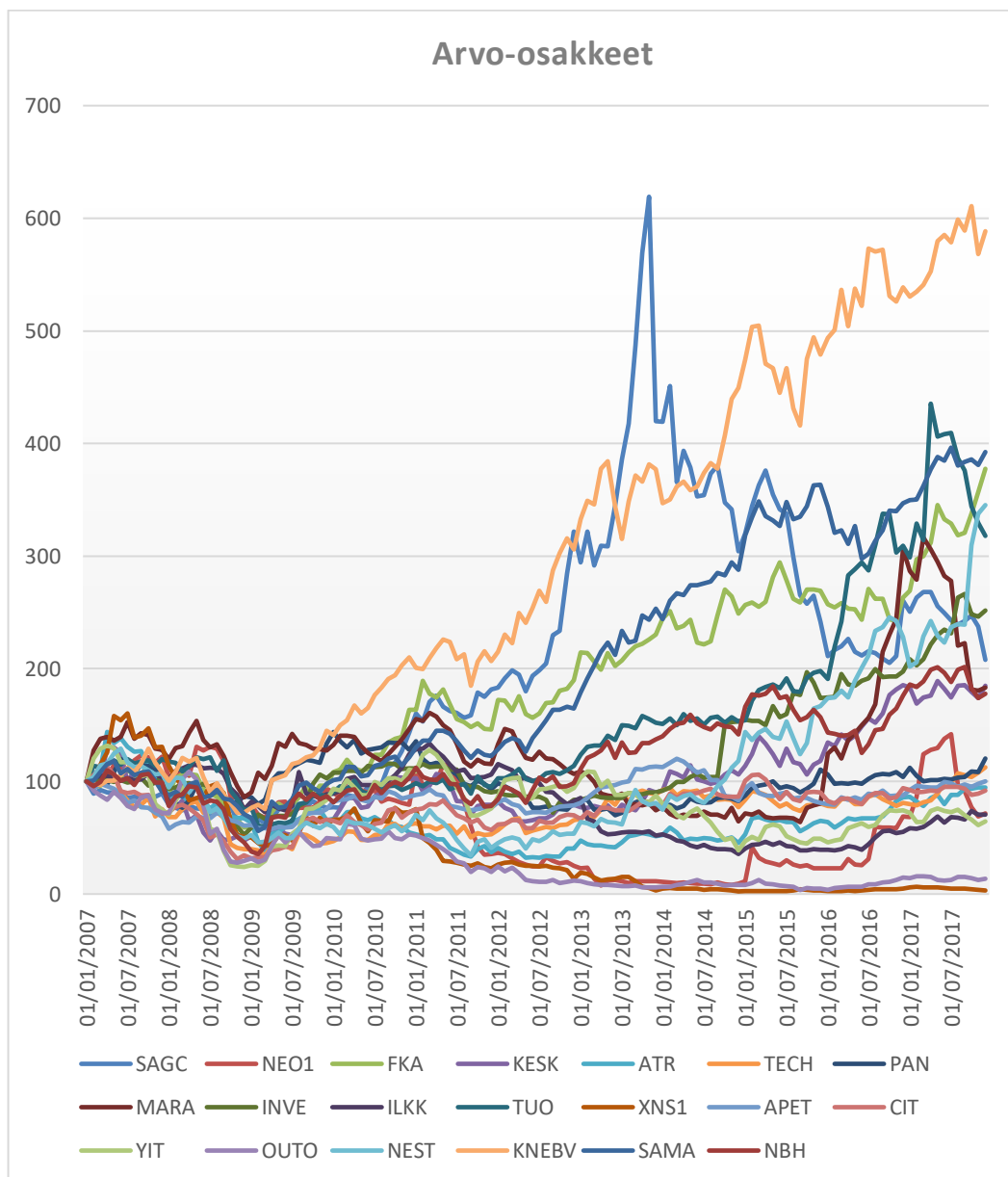
taan, jos osake taas ei ollut luokiteltavissa selkeästi kumpaankaan ryhmään, sitä ei hyväksytty otantaan.

20:n arvo- ja kasvuosakkeen löydyttyä koottiin ne yhteen ja aloitettiin ryhmien tuottojen/tappioiden tarkastelu. Datasta löytyi jokaiselle osakkeelle sijoitetulle pääomalle kertynyt tuotto, johon oli laskettu kurssimuutoksen lisäksi potentiaaliset osinkotuotot. Tuotot laskettiin jokaiselle osakkeelle yksilöllisesti, jonka jälkeen kaikista ryhmän osakkeista laskettiin keskimääräiset tuotot koko ryhmälle. Datasta laskettiin myös kokonaistuottojen lisäksi muita hyödyllisiä tietoja, kuten volatilitetit ja vuosituotot.

7 TUTKIMUSTULOKSET

Tässä kappaleessa esitetään empiirisen tutkimuksen tulokset. Kappaleessa käydään läpi ensiksi arvo-osakkeiden ja kasvuosakkeiden tuotot ryhminä tarkastelu-ajanjaksolta, jonka jälkeen tarkastellaan tarkemmin parhaiten ja huonoiten suoriutuneita osakkeita molemmista ryhmistä kertomalla näihin osakkeisiin liittyviä tunnuslukuja ja analysoimalla tuottoindeksejä yksityiskohtaisemmin. Lopuksi verrataan ryhmien tuloksia toisiinsa paremmin suoriutuneen sijoitusmenetelmän selvittämiseksi.

7.1 Arvo-osakkeiden tuotot tarkastelujaksolla



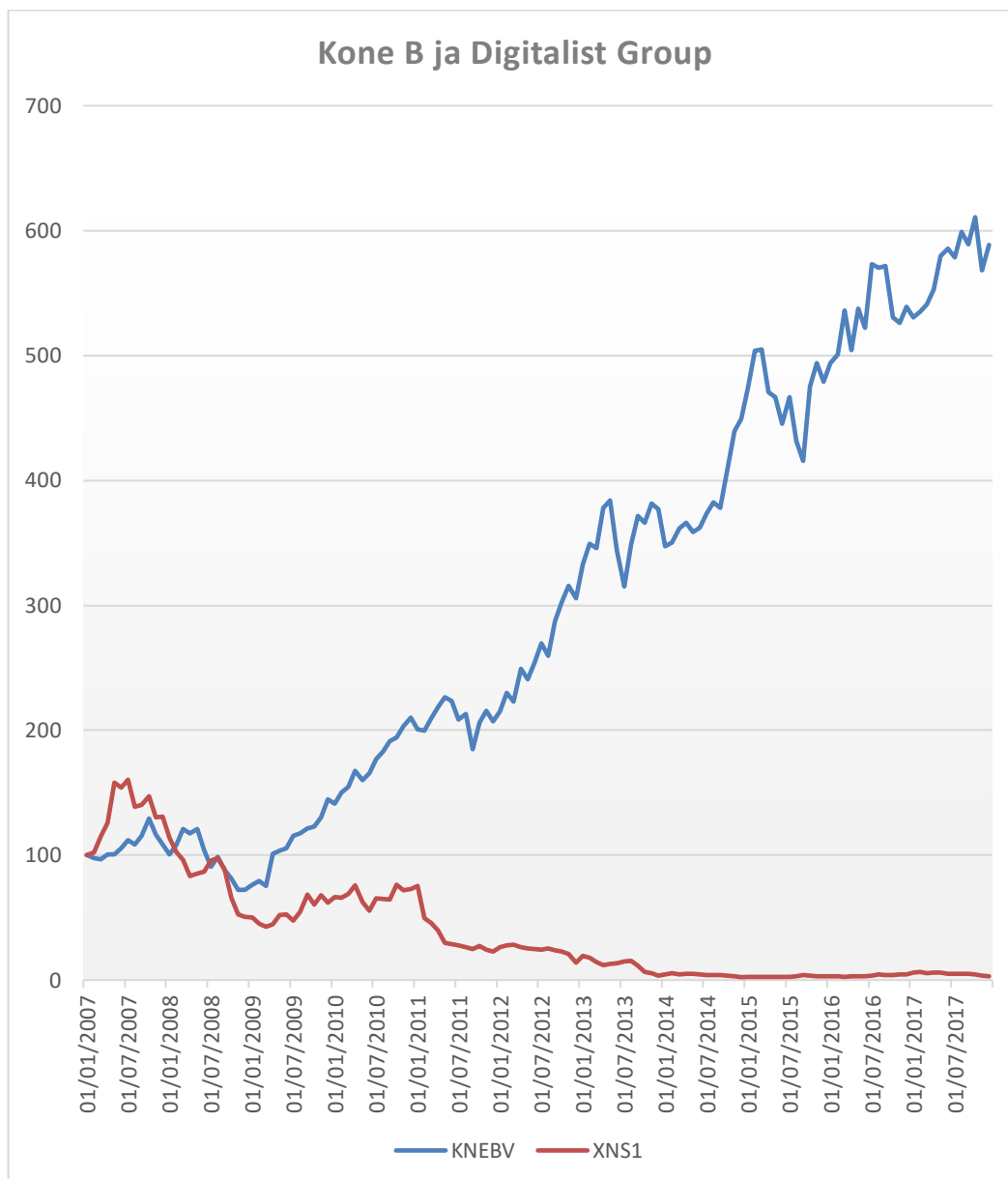
Kuvio 1. Arvo-osakkeiden tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017

Kuvio 1 on muodostettu valittujen arvo-osakkeiden yhteenlasketuista kurssimuutoksista ja osinkojen maksuista kertyneistä tuotoista sijoittajalle. Graafista on huomattavissa vuosien 2008 ja 2009 kestäneen finanssikriisin selkeä vaikutus tuotoissa. Kaikkien ryhmän osakkeiden kurssit notkahtivat tällöin selkeään laskuun ja muutamaa osaketta lukuun ottamatta olivat matalimmillaan koko tarkasteluajankohdasta. Kaaviosta on myös nähtävissä selkeää hajontaa eri osakkeiden kesken.

Arvo-osakkeiden ryhmään valittujen osakkeiden keskimääräiset P/E- ja P/B-luvut laskettiin 2007 vuoden alulle ja ne olivat 9,8 ja 1,9.

Koko ryhmän kokonaistuotto ajanjaksolla oli keskimäärin 88,56% sijoitettuun pääomaan nähden eli vuositasolla 8,05% (aritmeettisesti laskettu). Osakkeiden keskimääräinen volatilitteetti oli 32,89% ja mediaani 27,96% (volatilitteetit vuosittaisessa muodossa). Korkein yksittäisen osakkeen volatilitteetti oli 97,94% (Neo Industrial B) ja matalin 16,13% (Apetit). Jos osakkeet olisi kaikki onnistuttu myymään optimaaliseen ajankohtaan olisi keskimääräinen tuotto ollut 153,39%, eli vuositasolla 13,94% (aritmeettinen).

Noin kolme neljäsosaa osakkeista onnistuivat palaamaan 2011 mennessä joko lähelle (10% päähän) finanssikriisin edeltävää tuottavuutta tai sen yli. Suuret erot osakekohtaisissa tuotoissa korostavat hajauttamisen tärkeyttä sijoitusportfolion muodostamisessa. Tästä selkeimpänä esimerkkinä on seuraavassa kuviossa 2 nähtävä parhaiten ja huonoiten suoriutuneiden osakkeiden välinen ero.



Kuvio 2. Kone B ja Digitalist Group tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017

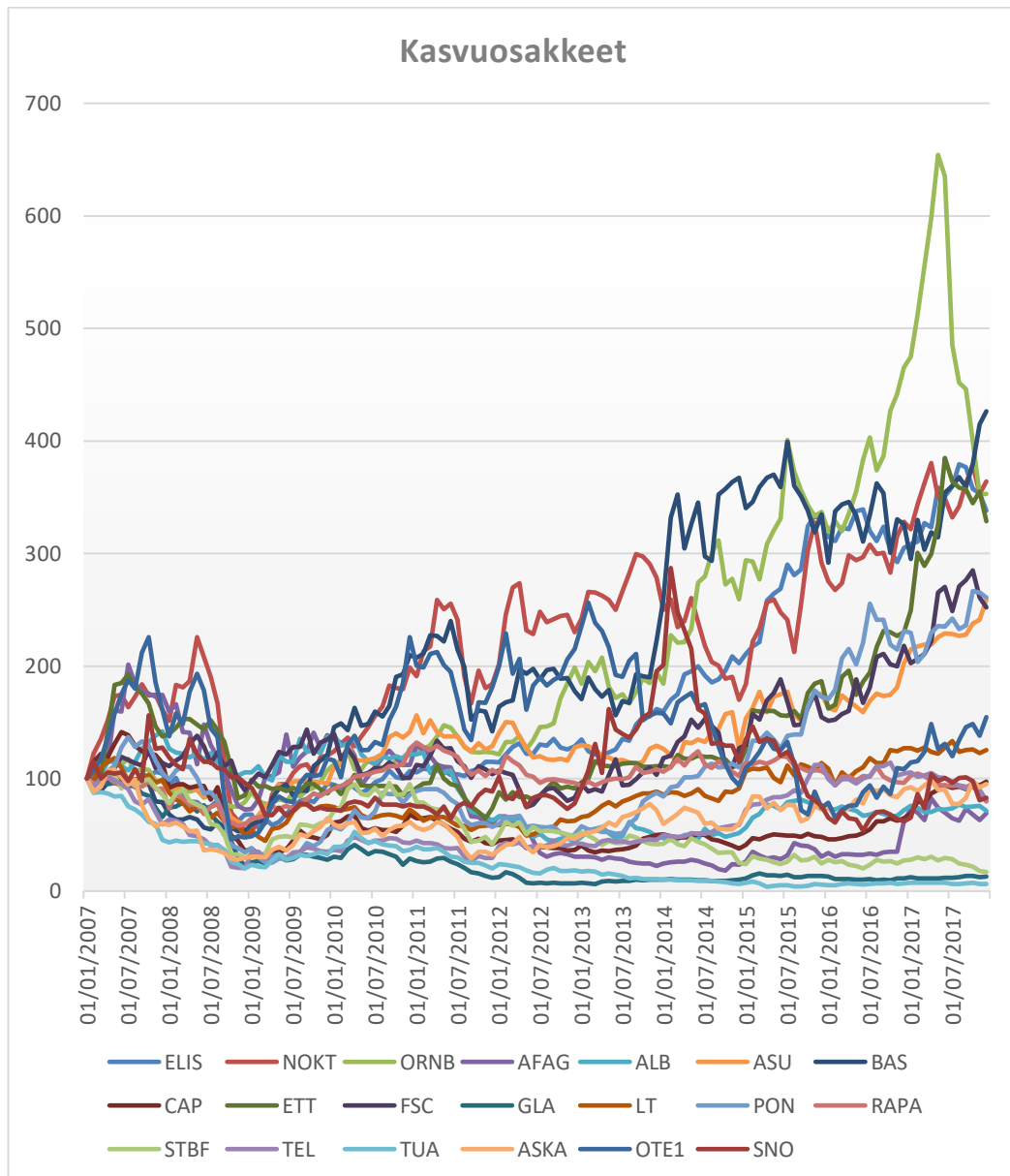
Parhaiten arvo-osakkeista suoriutui Kone Oyj:n B osake. Koneen P/E- ja P/B-luvut olivat 7,85 ja 2,07 vuoden 2007 alussa. Osakkeen hinta 31.1.2007 oli 11,31€ ja tarkasteluajankohdan lopussa 29.12.2017 se oli noussut 44,78€. Osake oli tuottanut 488,55% voittoa sijoitetulle pääomalle kurssimuutoksen ja osinkojen kautta ja vuositasolla tämä oli aritmeettisesti laskettuna 44,41%. Tuottoindeksin huippukohta oli 31.10.2017, jolloin tuottoa oli kertynyt 510,76%. Matalimmillaan osakkeen tuotto oli 28.11.2008, jolloin se oli tuottanut tappiota -27,78% lähtötasosta.

Osakkeen volatilitiitti oli vuositasolla 22,48%, joka oli selkeästi keskimääräistä pienempi.

Huonoiten taas suoriutui Digitalist Group Oyj:n osake. Osakkeen P/E- ja P/B- luvut olivat 12,07 ja 1,69 vuoden 2007 alussa. Osakkeen hinta 31.1.2007 oli 2,41€ ja lopussa se oli laskenut 0,07€ asti. Osake oli tuottanut -96,82% tappiota sijoitetulle pääomalle. Vuosituotto oli siis aritmeettisesti laskettuna -8,8%. Parhaimmillaan osake olisi tuottanut myymishetkellä 60,39% voittoa 31.7.2007, kun taas matalimmillaan 31.12.2014 se tuotti -97,68% tappiota lähtötasoon verrattuna. Osakkeen volatilitiitti oli vuositasolla 48,94%, joka oli taas selkeästi keskimääräistä suurempi.

Molemmissa osakkeissa oli selkeästi nähtävissä 2008-2009 finanssikriisin vaikutus, jolloin molempien tuottoindeksit laskivat selvästi. Kone palautui nopeasti tästä kriisistä aloitustasoonsa ja aloitti tasaisen vahvan kasvun, kun taas Digitalist Group Oyj ei tähän pystynyt.

7.2 Kasvuosakkeiden tuotot tarkastelujaksolla

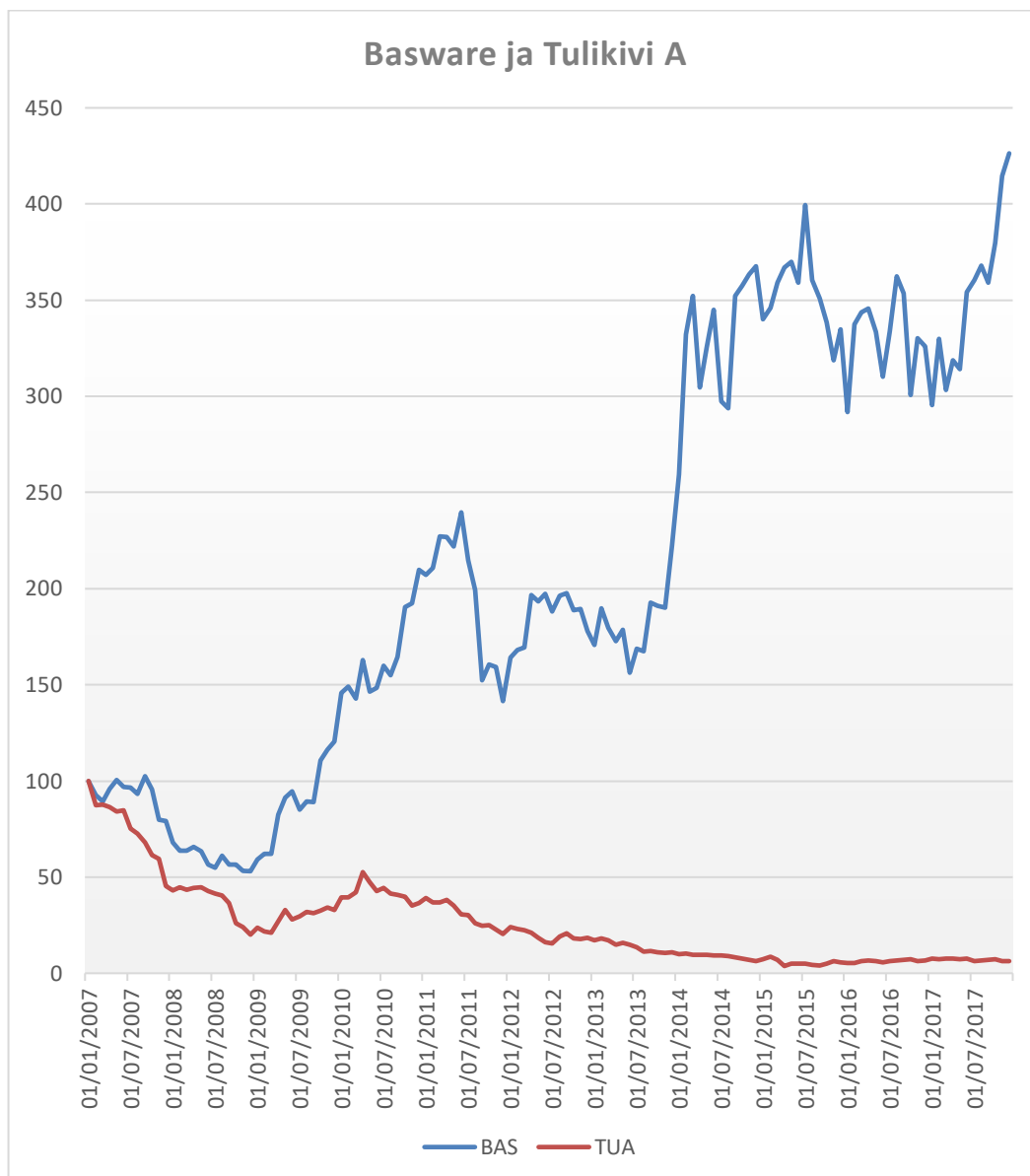


Kuvio 3. Kasvuosakkeiden tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017

Kuvio 3 on muodostettu samalla tavalla kuin kuvio 1. Sama vuosien 2008 ja 2009 finanssikriisin vaikutus on nähtävissä selkeästi myös kasvuosakkeissa. Myös kasvuosakkeista useimmat olivat juuri tällöin matalimmillaan tuottavuudessaan sijoittajalle. Ryhmään valittujen kasvuosakkeiden keskimääräiset P/E- ja P/B luvut olivat 21,6 ja 4,0 vuoden 2007 alussa.

Ryhmän kokonaistuotto tarkkaillulla ajanjaksolla oli keskimäärin 73,7% sijoitettuun pääomaan nähden eli vuositasolla 6,7% (aritmeettinen). Osakkeiden keskimääräinen volatilitteetti oli 32,35% ja mediaani 32,03% (vuosittaisessa muodossa). Korkein yksittäisen osakkeen volatilitteetti oli 47,23% (Afarak Group) ja matalin 19,24% (Rapala VMC). Jos osakkeet olisi kaikki onnistuttu myymään optimaaliseen ajankohtaan olisi keskimääräinen tuotto ollut 142,83%, eli vuositasolla 12,98% (aritmeettinen).

Kasvuosakkeiden parhaiten ja huonoiten suoriutuneiden osakkeiden ero ei ollut aivan yhtä suuri kuin arvo-osakkeilla. Samanlaiseen eroon olisi päädytty, jos Orion B osake olisi välttänyt 46,04% romahtamisen 31.5.2017 jälkeen. 6/20 osakkeesta onnistui palaamaan 2011 mennessä joko lähelle (10% päähän) finanssikriisin edeltävää tuottavuutta, tai nousemaan sen yli. Sama hajauttamisen tärkeys sijoittamisessa, joka oli todettavissa arvo-osakkeiden graafista, tulee myös kasvuosakkeiden kuviosta selkeästi ilmi.



Kuvio 4. Basware ja Tulikivi A tuottoindeksit 1.1.2007-29.12.2017

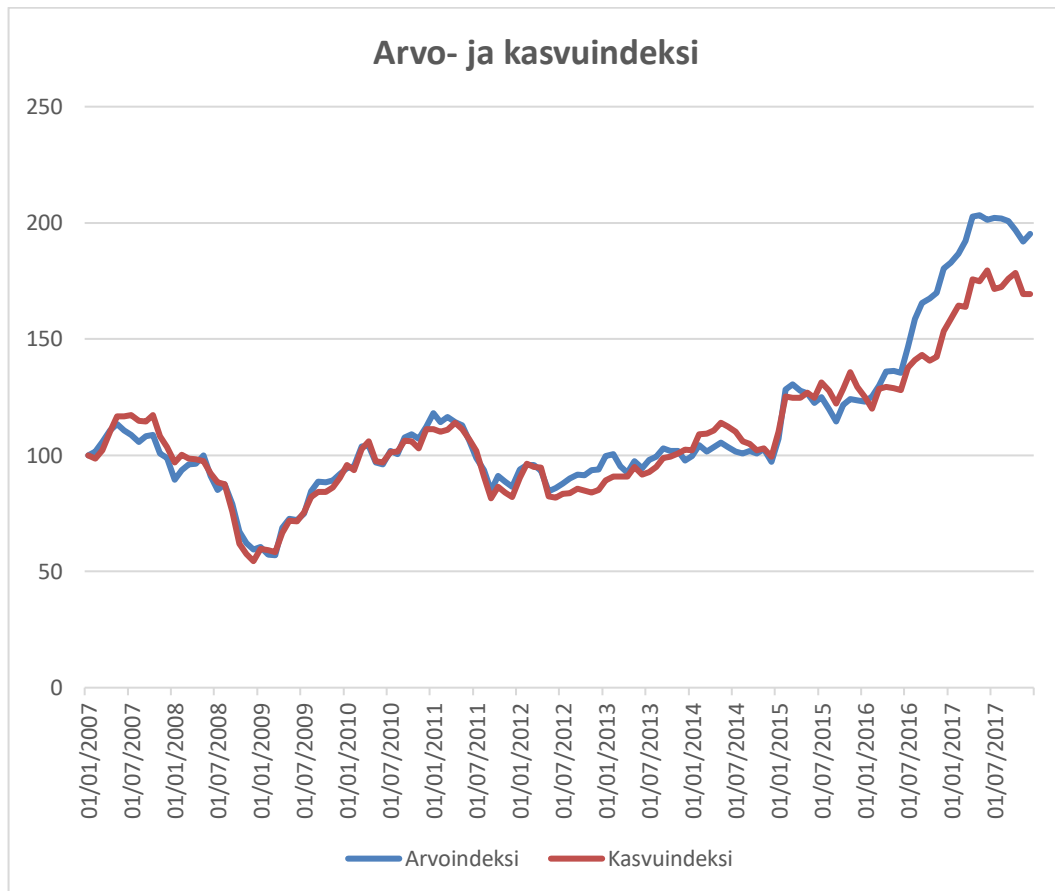
Parhaiten kasvuosakkeista suoriutui Basware Oyj. Baswaren P/E- ja P/B-luvut olivat 29,24 ja 3,3 vuoden 2007 alussa. Osakkeen hinta 31.1.2007 oli 12,8€ ja tarkasteluajankohdan lopussa 29.12.2017 se oli noussut 47,5€. Osake oli tuottanut 326,34% voittoa sijoitetulle pääomalle kurssimuutoksen ja osinkojen kautta ja vuositasolla tämä oli aritmeettisesti laskettuna 29,67%. Tuottoindeksin huippukohta oli tarkasteluajankohdan loppu 29.12.2017. Matalimmillaan osakkeen tuotto oli 31.12.2008 jolloin se oli tuottanut tappiota lähtötasosta 46,93%. Osakkeen vo-

latiliteetti oli vuositasolla 31,41%, joka edustaa lähes keskimääräistä tasoa otannasta.

Huonoiten taas suoriutui Tulikivi A osake, jonka P/E- ja P/B-luvut olivat 2007 alussa 22,6 ja 4,28. Osakkeen hinta 31.1.2007 oli 3,55€ ja tarkasteluajankohdan lopussa se oli laskenut 0,19€ asti. Osake oli tuottanut -93,75% tappiota sijoitetulle pääomalle, joten vuosituotto oli siis aritmeettisella tavalla laskettuna -8,52%. Graafista on nähtävissä, että osake olisi ostettu sen huipussa 31.1.2007, joten se ei missään vaiheessa tarkastelujaksoa olisi tuottanut voittoa sijoitukselle. Matalimmillaan tuotto oli 30.4.2015, jolloin se oli tuottanut tappiota lähtötasosta -96,23%. Osakkeen volatiliteetti oli vuositasolla 39,24%, joka oli hieman keskimääräistä korkeampi.

2008-2009 finanssikriisi on selkeästi nähtävissä molemmissa osakkeissa; se aiheutti selkeän laskun molemmissa tuottoindekseissä. Basware palautui nopeasti jo 2009 vuoden loppuun mennessä aloitustasoonsa ja aloitti nousunsa, kun taas Tulikivi nousi aavistuksen 2010 vuoden puoleenväliin, jonka jälkeen se aloitti tasaisen laskunsa. Baswarella oli myös hetkellinen arvonlasku 2011 vuoden puolenvälin jälkeen, mutta 2013 vuoden lopussa se koki räjähdysmäisen nousun.

7.3 Arvo- ja kasvuosakkeiden tuottojen vertailu



Kuvio 5. Arvo- ja kasvuindeksi 1.1.2007-29.12.2017

Yllä olevan kaavion 5 indeksit ovat muodostettu laskemalla kuukausittain yhteen kunkin ryhmän osakkeiden kuukausituotot. Kaikkia osakkeita on painotettu indeksin laskennassa yhtä paljon, jolloin indeksin kuukausittainen tuotto vastaa kaikkien osakkeiden keskimääräistä kuukausituottoa. Kaaviosta nähdään molempien tuottoindeksien liikkuneen keskimäärin hyvin samansuuntaisesti, lukuun ottamatta viimeisiä vuosia, jolloin arvoindeksi hieman irtaantui kasvuindeksistä ylittäen sen lopulta kokonaistuotoissa 25,81 prosenttiyksikön verran.

Jos molempien ryhmien osakkeet olisi kaikki myyty optimaaliseen aikaan, niin arvo-osakkeet olisivat keskimääräisesti tuottaneet 10,56% enemmän kasvuosakkeisiin verrattuna (153,39% vs. 142,83%). Tutkimuksessa ilmentynyt mielenkiintoinen tulos oli arvo-osakkeiden hieman suurempi keskimääräinen volatilitteetti (32,89%) kasvuosakkeisiin (32,35%) nähden, tosin mediaanivolatilitteetti oli kas-

vuosakkeilla selkeästi suurempi (32,03% vs. 27,96%). Tämä eroaa hieman yleisestä standardista, jossa kasvuosakkeet omaavat suuremman volatilitteettikeskiarvon verrattuna arvo-osakkeisiin.

8 TUTKIMUSTULOSTEN YHTEENVETO

Tutkimuksessa vertailtiin arvo- ja kasvuosakkeista kertyneitä tuottoja sijoittajalle Helsingin pörssissä. Tarkasteluajanjaksona käytettiin aikaväliä 2007-2017. Tämä jakso sisälsi 11 pörssivuotta. Tutkimusongelmana oli selvittää kumpi, arvo- vai kasvusijoittaminen, oli tuottanut sijoittajalle enemmän voittoa.

Tutkimuksessa vertailtiin 20 arvo- ja 20 kasvuosaketta ryhmänsä sisällä ja myös keskenään aikavälillä 1.1.2007-29.12.2017. Arvo-osakkeet olivat tuottaneet keskimääräisesti 88,56% voittoa sijoitetulle pääomalle, kun taas kasvuosakkeet olivat tuottaneet 73,7%. Tutkimustuloksista voidaan siis päätellä arvo-osakkeiden tuottaneen lähtökohtaisesti kasvuosakkeita paremmin valitulla aikajaksolla. Lopputulos ei ollut silti kuitenkaan täysin yksiselitteinen kasvusijoittamisen ollessa muutamassa kohdassa tarkasteltua ajanjaksoa tuottanut hetkellisesti arvosijoittamista paremmin. Yksittäisten osakkeiden tuotoissa oli nähtävissä suurta vaihtelevuutta, joten sijoitusten hajauttamisen tärkeys tuli selkeästi esiin.

Tutkimuksesta saadut tulokset seuraavat samaa linjaa, kuin aikaisemmat vastaavanlaiset tutkimukset, joissa monissa arvosijoittamisen on todettu olevan vähintään hieman tuottavampaa kasvusijoittamiseen verrattuna.

9 TUTKIMUKSEN LUOTETTAVUUS

Tässä luvussa käydään läpi tämän tutkimuksen luotettavuuteen vaikuttavia tekijöitä ja pohditaan tutkimuksen toteutunutta luotettavuutta.

Tutkimuksessa käytetyt lähteet ovat luotettavia ja niitä on käytetty monipuolisesti. Lähteinä on käytetty virtuaalisten lähteiden lisäksi myös kirjallisuutta, mikä osaltaan lisää tutkimuksen luotettavuutta. Tutkimukseen käytetty data hankittiin Thomson Reutersin Datastreamin yleisestä tietopankista, joka on myös lähteenä erittäin luotettava. Datasta käytettiin osakkeiden kuukausittain vaihtelevia hintoja auttamaan P/B- ja P/E-lukujen laskennassa, sekä osakkeiden tuottoindeksejä, joihin oli yhdistetty osakkeiden maksamat osingot sekä kurssimuutokset. Tämän ansiosta tutkimus on toistettavissa käyttämällä samaa aineistoa ja tutkimusvaiheita.

Tutkimuksessa otannan keräämisessä on käytetty P/B- ja P/E-lukuja, jotka ovat yleisesti hyväksytyjä tunnuslukuja arvo- ja kasvuosakkeiden määrittelemisessä. Ryhmien muodostamisessa on päästy eroon potentiaalisista ennakoasenteista osakkeita valitessa käyttämällä yksinkertaista satunnaisotantaa. Osakkeiden analysoimisessa on käytetty kokonaistuottoa, aritmeettisesti laskettua vuosituottoa, volatilitteettia sekä potentiaalista maksimituottoa. Kyseiset mittarit mahdollistavat tutkimuksen vertailukelpoisuuden.

10 EHDOTUKSET JATKOTUTKIMUKSILLE

Tässä luvussa käydään läpi potentiaalisia ehdotuksia jatkotutkimuksia varten.

Tuleville tutkimuksille aihealueesta olisi hyödyllistä kasvattaa otannan kokoa, jotta päästäisiin mahdollisimman hyvin eroon yksittäisten osakkeiden tuottojen vaikutuksesta koko ryhmän keskiarvoon. Samalla päästäisiin myös paremmin eroon eri toimialojen vaihtelevasta menestymisestä aiheutuneista vaikutuksista.

Tarkastelujakson pidentämisestä voisi olla myös hyötyä, sillä se osoittaisi vielä paremmin pidemmällä tähtäimellä arvo- ja kasvusijoittamisen kannattavuuseroita. Pidemmällä aikajaksolla saataisiin myös selville potentiaaliset erot näiden osakesijoitusstrategioiden tuottavuudesta eri taloustilanteiden vallitessa.

11 LOPPUSANAT

Aloitin opinnäytetyön tekemisen vuonna 2017, mutta työn tekemiseen tuli pitkä tauko saamani uuden työmahdollisuuden takia. Varsinaisesti aktiivinen opinnäytetyön kirjoittaminen alkoi vasta 2019 vuoden huhtikuussa. Sijoittaminen on aina kiinnostanut minua ja tämän vuoksi päädyin kirjoittamaan kyseisestä aiheesta. Lähtökohtaisesti en tiennyt juuri mitään sijoittamisesta, joten opinnäytetyön kirjoituksen ohella opin itse todella paljon asiasta.

Opinnäytetyötä kirjoittaessani työskentelin Vaasan Sähköverkolla mittausasiantuntijana, joten aikaa kirjoittamiselle oli välillä vaikeaa löytää. Lopputyön tekemisestä kuitenkin selvittiin hyvällä aikataulutuksella. Tutkimuksen valmistuttua voin sanoa kehittyneeni tutkijana. Omaan nykyään selkeästi paremmat taidot etsiä luotettavia lähteitä ja osaan tulkita numeerista dataa entistä paremmin.

Haluan osoittaa kiitokset opinnäytetyöni ohjaajalle Jukka Paldaniukselle hyvästä palautteesta ja ohjaamisesta, joka herätti myös entistä enemmän kiinnostusta sijoittamiseen. Haluan myös kiittää avovaimoani hänen antamastaan tuesta, joka auttoi minua jaksamaan kirjoittaa rankkojenkin työpäivien jälkeen. Kiitän myös Vaasan Ammattikorkeakoulua siellä koetuista kokemuksista.

LÄHTEET

Alma Talent Oy, Tietopalvelut. P/B-luku. Viitattu 1.5.2019
<https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-b-luku>

Alma Talent Oy, Tietopalvelut. P/CF-luku. Viitattu 1.5.2019
<https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-cf-luku>

Alma Talent Oy, Tietopalvelut. P/E-luku. Viitattu 1.5.2019
<https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-e-luku>

Alma Talent Oy, Tietopalvelut. P/S-luku. Viitattu 1.5.2019
<https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/p-s-luku>

CFI Education Inc. Stock Investing: A Guide to Growth Investing. Viitattu 5.5.2019. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/a-guide-to-growth-investing/>

Creswell, J. W. 2005. Educational research: Planning, conducting, and evaluating quantitative and qualitative research. Upper Saddle River, N.J: Merrill

Cronqvist, H., Siegel, S. & Yu, F 2015. Value versus growth investing: Why do different investors have different styles? Journal of Financial Economics 117, 1, 333-349. Viitattu 20.1.2017.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X15000495>

Gitman, L. & Joehnk, M. & Smart, S. 11. edition 2011. Fundamentals of investing. Prentice Hall.

Haahr, M. 2019. RANDOM.ORG: True Random Number Service. Viitattu 20.5.2019 <https://www.random.org>

Jussila, S. 2012. The returns of value and growth investing in the Finnish stock market. Pro gradu – tutkielma. Vaasan yliopisto. Laskentatoimi ja rahoitus. Viitattu 17.1.2017. <http://www.tritonia.fi/fi/e-opin-naytteet/tiivistelma/4730/THE+RETURNS+OF+VALUE+AND+GROWTH+IN+VESTING+IN+THE+FINNISH+STOCK+MARKET>

K. Lindström & T. Lindström. 2012. Onnistu Osakemarkkinoilla. Helsinki: Talentum.

KvantiMOTV - Menetelmäopetuksen tietovaranto. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto. Viitattu 9.6.2019. <https://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/otos/otantamenetelmat.html>

Malkiel B.G. 1989. Efficient Market Hypothesis. In: Eatwell J., Milgate M., Newman P. (eds) Finance. The New Palgrave. Palgrave Macmillan, London

Martikainen, T. & Martikainen, M. 7. painos 2009. Rahoituksen perusteet. Sanoma Pro Oy.

Monica J. Busch Investments. Growth Stocks vs. Value Stocks. Viitattu 5.5.2019. <http://www.buschinvestments.com/Growth-Stocks-vs--Value-Stocks.c1022.html>

Petkova, R. & Zhang, L. 2005. Is value riskier than growth? Journal of Financial Economics 78, 1, 187-202. Viitattu 21.1.2017. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05000929>

Piotroski, J. & So, E. 2012. Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach. Review of Financial Studies 25, 9, 2841-2875. Viitattu 20.1.2017. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1757025

Schießl, C. 2014. Value Stocks Beat Growth Stocks: An Empirical Analysis for the German Stock Market. Anchor Academic Publishing

Soininen, A. 2008. Style investing, comparing value, growth, large-cap and small-cap portfolios: evidence from the Finnish stock market. Pro gradu – tutkielma.

Vaasan yliopisto. Laskentatoimi ja rahoitus. Viitattu 17.1.2017.
<http://www.tritonia.fi/fi/e-opin-naytteet/tiivistelma/2855/Style+investing%2C+comparing+value%2C+growth%2C+large-cap+and+small-cap+portfolios%2C+evidence+from+the+Finnish+Stock+Market>

Tarja Heikkilä ja Edita Publishing Oy 2014. Kvantitatiivinen tutkimus. Viitattu 20.5.2019.

<http://www.tilastollinentutkimus.fi/1.TUTKIMUSTUKI/KvantitatiivinenTutkimus.pdf>

Uusitalo, H. 1.- 7. painos 2001. Tiede, tutkimus ja tutkielma. Juva. WS Bookwell Oy.

Walkshäusl, C. 2015. Equity financing activities and European value-growth returns. *Journal of Banking & Finance* 57, 27-40. Viitattu 20.1.2017.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426615000850>

LIITTEET

LIITE 1. Tutkimuksessa käytetty osakedata