



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Laatusijoittaminen strategiana

Strategian piirteet suhteessa kasvu- ja arvosijoittamiseen

Laskentatoimen ja rahoituksen kandidaatintutkielma

Laatija:

Emma-Sofia Uotila

Ohjaaja:

KTT Lauri Lepistö

11.12.2024

Pori

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Emma-Sofia Uotila

Otsikko: Laatusijoittaminen strategiana: Strategian piirteet suhteessa kasvu- ja arvosijoittamiseen

Ohjaaja: KTT Lauri Lepistö

Sivumäärä: 39 sivua

Päivämäärä: 11.12.2024

Tässä tutkielmassa otetaan tarkastelun kohteeksi laatuun perustuva sijoitusstrategia. Tutkielma käsittelee strategian pääpiirteitä suhteessa kasvu- ja arvosijoittamiseen. Tutkielma myös analysoi laadukkaan yhtiön ominaisuuksia. Lisäksi tutkielma käsittelee osakemarkkinoita, sekä sijoittamisen aihepiirin kannalta tärkeitä teorioita, kuten portfolioteoriaa ja markkinoiden tehokkuutta. Sijoittaminen on aiheena tärkeä ja ajankohtainen, sillä sijoittamisen avulla yksityishenkilöt voivat toteuttaa kannattavaa ja järkevää omaisuuden hoitoa. Jos omaisuus jätetään odottelemaan pelkälle pankkitilille, se menettää arvoaan inflaation vaikutuksesta. Erilaisten sijoitusstrategioiden tutkiminen tarjoaa sijoittajalle erilaisia lähestymistapoja sijoittamiseen ja haluttujen tuottojen tavoitteluun.

Tutkielma tutkii laatuun, kasvuun ja arvoon perustuvia sijoitusstrategioita. Laatusijoittamisella tarkoitetaan strategiaa, jossa osakkeiden valitsemiseen käytetään erilaisia yhtiön laatua kuvaavia tekijöitä. Laatua voidaan määrittellä eri tavoilla, jonka takia laatusijoittamisen määrittäminen ei ole yksiselitteistä. Sijoittajat voivat lisäksi painottaa laadun merkitystä eri tavoilla strategiaa toteuttaessaan. Laatusijoittamiseen kuuluu yhtiön liiketoiminnan ja menestyskeinojen tarkasteleminen, sekä niiden tulevaisuuden toimivuuden arviointi. Laatuun perustuva strategia on pitkän aikavälin sijoitusstrategia ja siten sijoittaja voi omistaa laatuosakkeita vuosien tai jopa vuosikymmenten ajan. Arvosijoittamisessa osakkeita valitaan puolestaan niiden edullisen hinnan perusteella. Arvosijoittaja pyrkii ostamaan aliarvostettuja osakkeita, joiden p/e- ja p/b-luvut ovat matalia. Arvosijoittamisessa sijoitusmahdollisuudet ilmenevät, kun osakkeen hinta ja sijoittajan sille määrittämä arvo eivät kohtaa. Kasvusijoittamisella puolestaan tarkoitetaan strategiaa, jossa osakkeiden valintaa määrittää yhtiöiden potentiaalinen kasvun nopeus. Kasvusijoittaja sijoittaa vain yhtiöihin, joiden liiketoiminnan kasvu on selkeästi keskimääräistä nopeampaa. Kaikilla tutkielman käsittelemillä strategioilla on siis omat tapansa, joiden mukaan osakkeita valitaan sijoitussalkkuun.

Tutkielma on toteutettu käsitteanalyttisenä tutkimuksena. Tutkielma ei siis sisällä empiiristä osuutta, vaan tutkielma perustuu jo olemassa olevaan kirjallisuuteen. Tutkielmassa käytetty kirjallisuus koostuu kotimaisista, sekä kansainvälisistä sijoittamiseen aihepiiriin liittyvistä kirjoista, sekä vertaisarvioituista artikkeleista. Tutkielma auttaa hahmottamaan laatusijoittamiseen kuuluvia tärkeimpiä piirteitä, sekä laatusijoittamisen roolia tunnettujen kasvu- ja arvosijoittamisen rinnalla. Tutkielman tulokset kertovat, miten yhtiöiden laatua voidaan mitata. Lisäksi tulokset antavat keskeisimmät eroavat piirteet, kun laatusijoittamista verrataan kasvu- ja arvosijoittamiseen. Tutkielman johtopäätöksinä selviää, että laatu-, kasvu- tai arvosijoittamista käyttämällä voidaan saada markkinoilta keskimääräistä korkeampaa tuottoa. Lisäksi voidaan päätellä, että erityyyliset sijoitusstrategiat soveltuvat erilaisille sijoittajille.

Avainsanat: sijoittaminen, sijoitusstrategia, osakemarkkinat, laatusijoittaminen, kasvusijoittaminen, arvosijoittaminen

SISÄLLYS

1	Johdanto	6
1.1	Johdatus tutkielman aihepiiriin	6
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rajaukset	8
1.3	Tutkimusote ja tutkielman rakenne	9
2	Osakemarkkinat	11
2.1	Sijoituksen tuotto	11
2.2	Sijoituksen riski	12
2.3	Portfolioteoria	14
2.4	Rahoitusmarkkinat ja markkinoiden tehokkuus	16
2.5	CAP-malli	19
3	Sijoitusstrategiat	22
3.1	Laatusijoittaminen	22
3.1.1	Markkina-asema ja mittakaavaetu	23
3.1.2	Liiketoimintamalli ja kilpailuetu	24
3.1.3	Laadukas johto	26
3.1.4	Kannattavuuden tunnusluvut	28
3.2	Kasvusijoittaminen	29
3.3	Arvosijoittaminen	31
4	Yhteenveto ja johtopäätökset	34
	Lähteet	38

KUVIOT

Kuvio 1. Hajauttamisen vaikutus salkun riskiin Helsingin pörssissä 2000–2018 (Kallunki ym. 2019, 36) 15

Kuvio 2. Tehokkaiden markkinoiden reaktio (Knüpfer & Puttonen 2018, 168) 18

1 Johdanto

1.1 Johdatus tutkielman aihepiiriin

Laatuun pohjautuva sijoittaminen on ollut tutkijoiden kasvavan kiinnostuksen kohteena. Laadun määritelmät useimmissa tutkimuksissa ovat kuitenkin olleet epätäydellisiä. (Hanson & Dhanuka 2015, 86.) Tässä tutkielmassa otetaan tarkastelun kohteeksi laatusijoittaminen strategiana. Tutkielma käsittelee strategian pääpiirteitä, sekä samalla määrittää laatu-yhtiön käsitettä. Laatusijoittamisen piirteitä verrataan kahteen muuhun tunnettuun sijoitusstrategiaan: kasvu- ja arvonsijoittamiseen. Ennen kuin tutkielmassa päästään strategioiden pariin, käsitellään osakemarkkinoita ja muutamaa sijoittamiseen oleellisesti liittyvää teoriaa. Lyhyesti ilmaistuna sijoittamisella tarkoitetaan rahan, tai muiden resurssien käyttämistä, eli sijoittamista tulevaisuudessa saatavaa tuottoa vastaan (Nikkinen ym. 2002, 9). Erilaiset sijoitusinstrumentit voidaan Nikkisen ym. (2002, 11) mukaan luokitella erilaisilla tavoilla, joista käytännön kannalta tärkein tapa on jakaa ne vieraan pääoman instrumentteihin, oman pääoman instrumentteihin ja johdannaisinstrumentteihin. Sijoittajalla on siis monia mahdollisia kohteita, joihin sijoittaa. On mahdollista sijoittaa esimerkiksi osakkeisiin, rahastoihin, asuntoihin tai vaikka kryptovaluuttoihin. Tässä tutkielmassa kuitenkin käsitellään vain osakkeita sijoituskohteena. Osakkeet ovat oman pääoman ehtoista rahoitusta ja sijoittamalla niihin, sijoittaja on oikeutettu osuuteen yrityksen varallisuudesta ja tuloksesta omistuksen suhteessa. Osakkeen maturiteetti, eli voimassaoloaika on ikuinen. Tämä tarkoittaa sitä, että se maksetaan takaisin vain poikkeustilanteissa, kuten esimerkiksi yritystä lopettaessa. Osakkeesta saatavat kassavirrat ovat epävarmoja ja niitä ei voida varmasti tietää etukäteen. Lisäksi osakkeenomistajat ovat vasta toisena maksujärjestyksessä, sillä yritysten on maksettava ensin vieraan pääoman velvoitteet. Tämän takia osakkeenomistajille maksettava osuus voitosta vaihtelee todella paljon yrityksen tuloksen muuttuessa. (Nikkinen ym. 2002, 12.) Osakkeiden on kuitenkin todettu, varsinkin pitkällä aikavälillä, tuottavan parhaiten. Tämän vuoksi osakesijoittamiseen on hyödyllistä tutustua. (Puttonen & Kivisaari 1998, 60.)

Sijoittaessa tulevaisuuden rahavirrat muodostuvat pääoman palautuksesta ja sijoitetulle pääomalle saatavasta tuotosta. Sijoittajan saaman tuoton tarkoituksena on korvata sitä, että raha ei ole sijoitusaikana sijoittajan käytössä, sekä sitä, että luvattujen rahojen saaminen on epävarmaa, eli sijoitukseen kuuluu riski. (Nikkinen ym. 2002, 9.) Riski kuvaa sijoittamiseen liittyvää epävarmuutta. Riskin mittaaminen on kuitenkin mahdollista. Riskiä voi myös vähentää esimerkiksi valitsemalla sijoituskohteet fiksusti ja hajauttamalla. Sijoituskohteen tärkeimmät piirteet sijoittajan kannalta ovat siis sen tuotto- ja riskiprofiili. Arvopaperisijoitukset voidaan ajatella sopimuksina, jotka oikeuttavat

jonkin reaali-investoinnin tekemisiin kassavirtoihin niillä ehdoilla, jotka sopimuksessa on määritelty. Lisäksi arvopaperin haltijalla voi olla muitakin oikeuksia, kuten esimerkiksi osakkeenomistajien tapauksessa osakeyhtiölain perusteinen äänioikeus yhtiökokouksessa. Erittäin mielenkiintoista sijoittamisessa on se, millaisia sijoitussalkkuja eri arvopapereista on mahdollista muodostaa. Sijoitussalkulla, eli portfoliolla tarkoitetaan siis monesta arvopaperista muodostuvaa sijoituskokonaisuutta. (Nikkinen ym. 2002, 9, 240.) Harry Markowitzin luoma portfolioteoria tutkii edellä mainittuja sijoittajan kannalta tärkeitä piirteitä, tuottoa ja riskiä. Teoria lähtee olettamuksesta, jonka mukaan sijoittajat haluavat välttää riskiä. Portfolioteoria auttaa valitsemaan osakkeita salkkuun halutun tuoton saavuttamiseksi, siten että riskitaso on mahdollisimman matala. Teorian mukaan riskin pienentäminen on mahdollista hajauttamalla, eli jakamalla sijoitettavaa pääomaa moneen eri kohteeseen. (Malkiel 2007, 192.)

Markkinoiden tehokkuudella tarkoitetaan sitä, että arvopapereiden hinnat reagoivat uuteen tietoon välittömästi ja täsmälleen oikealla tavalla. Oleellista on myös uuden tiedon arvaamattomuus. (Knüpfer & Puttonen, 2018, 168–169.) Tilanteessa, jossa markkinat olisivat koko ajan tehokkaat, kaikki tieto olisi jo osakkeiden hinnoissa. Tällöin sijoittajien olisi mahdoton tehdä ylituottoja markkinoilla ja paras tapa sijoittaa olisi passiivisesti indeksiin, sillä se on helppoa ja halpaa. (Hämäläinen ym. 2022, 32.) Laatusijoittaminen haastaa tehokkaiden markkinoiden hypoteesia. Laatusijoittamiseen perustuvassa strategiassa oletetaan, että osakekurssien hinnoittelu ei toteudu koko ajan tehokkaasti. Strategia ei kuitenkaan väitä, että tehokkaita markkinoita ei olisi olemassa tai että tehokkaiden markkinoiden teoria olisi täysin väärässä. Kyseessä on näkemysero tehokkuuden asteessa. (Hämäläinen ym. 2021, 17.) Muutkin osakevalintaan perustuvat sijoitusstrategiat haastavat tehokkaita markkinoita, sillä ne pyrkivät markkinoiden keskimääräistä tuottoa parempaan tulokseen. Sijoittajat odottavat aina tuottoa sijoituksiltaan. Sijoittajan tuotto-vaatimusta voidaan mallintaa CAP-mallin avulla. Arvopaperin odotettu tuotto on yhteydessä riskiin. Tämä tarkoittaa sitä, että kun kyseessä on korkeariskisempi sijoituskohde, myös tuotto-odotus on korkeampi. CAP-mallin mukaan arvopaperin tuoton odotusarvo muodostuu riskittömän sijoituskohteen tuoton ja arvopaperikohtaisen riskilisän summana. (Kallunki ym. 2019, 38–39.)

Puttonen (2001, 56) toteaa kirjassaan, että jokainen sijoittaja haluaisi lyödä markkinat tai toisin sanoen tehdä ylisuuria voittoja. Kuitenkin oleellista on myös muistaa, että sijoitusten on tuotettava vähintään inflaation verran, jotta sijoittaja pysyy omillaan (Malkiel 2007, 26). Inflaatiolla tarkoitetaan rahan ostovoiman alenemista ajan kuluessa (Kallunki ym. 2019, 325). Sijoitusmarkkinoilla on äärettömän paljon vaihtoehtoisia sijoituskohteita. Kohteita voi tarkastella todella monella tapaa ja eri tunnuslukuja käyttäen. Myös informaation määrä on suuri ja tämä voi hämmentää sijoittajaa. Kristof

(2008, 19) toteaa, että erityisesti osakesijoittajia huolettaa markkinoiden epävarmuus ja se, että koskaan ei tiedä milloin osakemarkkinat romahtavat. Mahdollisuus suurista voitoista kuulostaa houkuttelevalta, mutta sijoittamiseen aina kuuluva riski tulee ottaa huomioon. Mistä siis tietää mihin kannattaa sijoittaa? Voiton tavoittelemiseksi on luotu monenlaisia sijoitusteorioita, sekä strategioita. Hämäläinen ym. (2021, 14) toteavatkin, että kaiken menestyksekkään sijoittamisen taustalla on huolella valittu sijoitusstrategia. Tutkielma tarkastelee kolmea erilaista strategiaa, joiden avulla sijoittaja voi eri tavoin valita sijoituskohteita sijoitussalkkuunsa. Tutkittavista strategioista laatusijoittamisella on pääpaino ja sitä käsitellään syvällisimmin, vertaillen strategialle ominaisia piirteitä kasvu- ja arvosijoittamiseen. Laatusijoittamisella tarkoitetaan strategiaa, jossa sijoittaja valitsee vain laadukkaita yhtiöitä salkkuunsa. Laadukkaita yhtiöitä voi määrittellä monella eri tapaa ja laatusijoittaminen voidaankin nähdä niin sanottuna kattokäsitteenä tälle lähestymistavalle. Kasvusijoittamiseen pohjautuvan strategian mukaan sijoittaja valitsee osakkeita niiden kasvuodotusten mukaan. Sijoittajaa kiinnostavat vain yhtiöt, joiden kasvu on selkeästi keskimääräistä nopeampaa. Arvosijoittamisessa sijoittaja puolestaan valitsee osakkeita niiden arvostuskertoimien perusteella. Tämän strategian mukaan sijoittaja on kiinnostunut halvoista, aliarvostetuista yrityksistä. (Hämäläinen ym. 2021, 20–21, 23.)

Näiden erilaisten strategioiden välillä on monia eroavaisuuksia. Eri strategioita käyttävät sijoittajat ajattelevat saavansa hyvää tulosta osakemarkkinoilta painottaen erityylyisiä lähestymistapoja. Kuitenkin strategioiden välillä voidaan huomata myös joitain yhtäläisyyksiä. Tutkielma siis antaa kokonaiskuvan näistä erilaisista sijoitusstrategioista. Lisäksi tutkitaan osakemarkkinoiden toimintaa teoreettisesti. Sijoittaminen on yksityishenkilön kannalta kannattavaa ja järkevää omaisuuden hoitoa. Kun rahat jätetään lojumaan pankkitilille, ne menettävät ajan kuluessa käyttöarvoaan inflaation takia. Pankkitili ei siis ole sijoituskohte ja pankkitilille säästäjä luopuu vapaaehtoisesti tuotosta, jota toiset sijoitukset tarjoaisivat. (Hämäläinen 2005, 16.) Sijoittaminen on siis tärkeä ja ajankohtainen aihe. Erilaisten sijoitusstrategioiden tutkiminen tarjoaa sijoittajalle erilaisia lähestymistapoja sijoittamiseen, sekä haluttujen tuottojen tavoitteluun.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tutkielman päätavoitteena on selvittää laatusijoittamiseen liittyviä ominaisia piirteitä. Tutkielmassa tutustutaan strategian perusideaan, laatu-yhtiön ominaisuuksien määrittämiseen, sekä siihen miten strategia eroaa muista sijoitusstrategioista. Tutkielmassa tarkastellaan monipuolisesti laadukkaan yhtiön tunnusmerkkejä, joiden perusteella laatusijoittaja voisi valita yhtiön osakkeita salkkuunsa. Laatusijoitusstrategian eroavaisuuksia havainnollistetaan vertailemalla strategiaa kasvusijoittamisen

strategiaan ja arvosijoittamisen strategiaan. Tutkielmassa tutustutaan siis myös näihin kahteen tunnettuun sijoitusstrategiaan. Yksi tutkielman tavoitteista on selvittää laatusijoittamisen eroja suhteessa kasvu- ja arvosijoittamiseen. Kasvu- ja arvosijoittamisen strategioihin tutustuessa tutkielmassa tulee esille vertaileva näkökulma laatusijoittamiseen nähden. Tutkielmassa analysoidaan lisäksi eri sijoitusstrategioiden hyviä puolia, sekä vastaavasti riskejä. Lisäksi tutkielman tavoitteena on käsitellä osakemarkkinoita ja muutamaa sijoittamiseen oleellisesti liittyvää teoriaa. Tarkastelun kohteeksi on valittu sijoituksen tuotto ja riski, portfolioteoria, markkinoiden tehokkuus, sekä CAP-malli. Tutkielman tavoitteena on vastata kahteen muodostettuun tutkimuskysymykseen:

1. Mitä piirteitä laatusijoittamiseen kuuluu?
2. Miten laatusijoittaminen eroaa kasvu- ja arvosijoittamisesta?

Sijoittaminen on aiheena erittäin laaja ja siihen liittyy paljon tutkittavaa. Tämän takia tutkielmaa varten on tehty rajauksia. Tutkielman aihe on rajattu käsittelemään sijoittamista yksityishenkilön näkökulmasta. Lisäksi, vaikka sijoitusstrategioita ja tapoja on monia, tutkielmassa käsitellään vain kolmea strategiaa: laatusijoittamista, kasvusijoittamista ja arvosijoittamista. Pääpainoksi on valittu laatusijoittaminen, joten kasvu- ja arvosijoittamista ei käsitellä yhtä laajasti. Sijoituskohteita on myös monia erilaisia, joten aiheen käsittelyn selkeyden vuoksi, tutkielma on rajattu koskemaan pelkkää osakkeisiin sijoittamista. Näiden rajausten avulla tutkielman tutkimusprosessista, sekä itse tutkielmasta pyritään tekemään mahdollisimman selkeä, looginen ja ymmärrettävä.

1.3 Tutkimusote ja tutkielman rakenne

Neilimo ja Näsi (1980, 31) jakavat tutkimusotteet neljään kokonaisuuteen: käsiteanalyttinen tutkimusote, nomoteettinen tutkimusote, päätöksentekometodologinen tutkimusote ja toimintanalyttinen tutkimusote. Tässä tutkielmassa tutkimusmenetelmänä käytetään käsiteanalyysiä, jolla on tärkeä rooli, sekä vahva asema suomalaisessa liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa (Neilimo & Näsi 1980, 33). Käsiteanalyysi on ei-empiirinen tutkimusote, jota voidaan käyttää tutkimuksessa itsenäisenä. Käsiteanalyysi on erittäin hyödyllinen tutkimuslähestymistapa, jonka tavoitteena on selkeyttää käsitteiden käyttöä, sekä ymmärtää käytettyjen käsitteiden piirteitä kielellisesti. Käsitteet ovat tutkijoille olennaisimpia työkaluja. Tutkimukset rakentuvat käsitteidensä varaan, joten niiden analysointi ja määrittely on tarpeellista kaikenlaisissa tutkimuksissa. (Puusa 2008, 36–39.)

Käsiteanalyysin tuloksena muodostuu uusia käsitteitä ja usein kokonaisia käsitejärjestelmiä. Muodostuneilla käsitejärjestelmillä pyritään jäsentämään paremmin ja hallitsemaan käsitteellisesti joitain yrityselämän ilmiöitä. (Neilimo & Näsi 1980, 32.) Käsiteanalyysiä laatiessa perehdytään

laajasti jo olemassa olevaan kirjallisuuteen (Puusa 2008, 36). Tämä tutkielma on siis kirjallisuuskatsaus, jossa käytetään aiheeseen, eli sijoittamiseen ja sijoitusstrategioihin liittyvää aiempaa kirjallisuutta. Tutkittavana kirjallisuutena toimivat kotimaiset ja kansainväliset tieteelliset julkaisut, sekä kirjat. Pohjana käsiteanalyysissä käytetään pääasiassa aikaisempaa käsiteanalyttistä tutkimusta, sekä mahdollisesti empiriapainotteisia tutkimustuloksia (Neilimo & Näsi 1980, 32, 67). Myös tutkijan oman oivalluskyvyn käyttö on tässä tutkimusmenetelmässä olennaista (Puusa 2008, 39).

Tutkielman rakenne muodostuu johdannon lisäksi kahdesta pääluvusta, sekä lopussa olevasta yhteenvedosta ja johtopäätöksistä. Johdanto alkaa tutkielman aihepiirin esittelyllä. Esittelyn avulla lukija saa aiheesta alustavan käsityksen, jonka perusteella tutkielmaa on helpompi lähteä lukemaan. Kun aiheeseen on tutustuttu, siirrytään tutkielman tavoitteiden ja rajausten määrittämiseen. Tavoitteiden ja rajausten määrittelyn avulla tutkielman tarkoitus ja näkökulma tulevat selkeäksi. Tämän jälkeen johdannossa kerrotaan käsiteanalyttisestä tutkimusotteesta, jota tutkielmassa hyödynnetään. Tutkielman toinen luku antaa tutkielmalle teoriapohjan. Luvussa käsitellään osakemarkkinoita. Aluksi käsitellään sijoituksen tuottoon ja riskiin liittyviä olennaisia asioita. Tämän jälkeen tutustutaan portfolioteorian perusteisiin. Seuraavaksi käsitellään markkinoiden tehokkuutta. Toisen luvun viimeinen alaluku tarkastelee CAP-mallia. Kolmannessa luvussa tutustutaan tutkielman pääaiheena oleviin sijoitusstrategioihin. Ensin tutkitaan perusteellisesti laatusijoittamista ja selvitetään siihen liittyviä olennaisia piirteitä. Luvussa selviää, myös laatuyhtiön olennaiset ominaisuudet. Tämän jälkeen käsitellään kasvu- ja arvosijoittamisen strategioita. Näissä kahdessa alaluvussa tulee esille vertaileva näkökulma laatusijoittamiseen nähden. Lopulta tutkielma päätetään yhteenvedon avulla ja syntyneet johtopäätökset esitellään.

Olen tietoinen siitä, että olen täysin vastuussa koko opinnäytteeni sisällöstä, mukaan lukien tekoälyllä tuotetut osat, ja hyväksyn vastuun mahdollisista eettisten ohjeiden rikkomuksista.

2 Osakemarkkinat

2.1 Sijoituksen tuotto

Sijoittajat hakevat sijoituksillaan tuottoa. Sijoituksen tuotto kuvaa sitä, kuinka hyvin sijoitus on muihin sijoituksiin verrattuna menestynyt (Nikkinen ym. 2002, 22). Tuotto koostuu sijoituskohteen sijoituksen arvonnoususta, sekä sijoitusaikana mahdollisesti saatavista maksuista, joihin sijoitus oikeuttaa. Erilaiset sijoituskohteet tuottavat huomattavasti erisuuruisia tuottoja. Tuottojen erot voidaan nähdä selvästi, kun sijoitusperiodina on vertailussa kymmenien vuosien mittainen aika. Eri sijoituskohteiden tuottojen vaihtelut johtuvat kohteiden erilaisista riskitasoista. Tämä tutkielma on kuitenkin rajattu käsittelemään sijoituskohteena osakkeita, joten tuottoa käsitellään osakkeiden näkökulmasta. Osakkeiden kannalta tuotto syntyy osakkeen arvonnoususta ja lisäksi mahdollisesti saaduista osingoista. Osakkeen tuottoprosenttia voidaan havainnollistaa seuraavan kaavan mukaan. (Kallunki ym. 2019, 13–17.)

Osakkeen tuottoprosentti

$$= \frac{\text{osakkeen myyntihinta} - \text{osakkeen ostohinta} + \text{saadut osingot}}{\text{osakkeen ostohinta}} \times 100$$

Prosentuaalinen tuotto mahdollistaa helpon vertailun muiden erisuuruistenkin sijoitusten kesken (Nikkinen ym. 2002, 22). Pörssikehitystä voidaan mitata indeksien avulla. Eri sijoituskohteiden tuottoja vertaillessa, osakkeiden kohdalla keskustellaan markkinoiden keskimääräisestä kehityksestä, indeksikehityksestä. Tässä kyseessä ei ole yksittäisen osakkeen kurssikehityksen tarkasteleminen, vaan indekseillä kuvataan pörssin yleiskehitystä. (Hämäläinen 2005, 13.) Kun sijoittaja valitsee osakkeita itsenäisesti salkkuunsa, sijoitussalkun arvo kehittyy eri tavoin verrattuna osakemarkkinoiden keskimääräiseen kehitykseen. Aktiivinen erottuminen indeksistä tuo mahdollisuuden markkinoita suurempaan tuottoon. Kääntöpuolena on kuitenkin riski siitä, että tuotto jää markkinatuottoa huonommaksi. (Hämäläinen ym. 2021, 22.) On tehty tutkimuksia, joiden mukaan juuri osakkeet sijoituskohteena tuottavat parhaiten. Pitkää aikaväliä tarkastellen osakkeiden tuotot ovat olleet korkeampia verrattuna muihin sijoituskohteisiin. (Puttonen & Kivisaari 1998, 62.) Sijoittamiseen liittyvissä tuotoissa on vielä lisäksi eräs hieno piirre: korkoa korolle ilmiö. Tällä kuvataan sitä, miten sijoituskohteen tekemä tuotto alkaa tuottamaan lisää itse alussa sijoitetun pääoman lisäksi. Näin sijoittamisen aloittaminen mahdollisimman aikaisin hyödyttää eniten. Ajalla on siis hyvin keskeinen rooli pääoman kasvaessa korkoa korolle. Myöhemmin aloitetulla sijoittamisella on vaikea korvata tuottoa, mikä ajan kuluessa olisi muodostunut, jos sijoittaminen olisi aloitettu aikaisemmin. (Puttonen & Kivisaari 1998, 42–43.)

2.2 Sijoituksen riski

Sijoittajan näkökulmasta sijoituskohteen tärkein ominaisuus tuottoprofiilin ohella on sijoituskohteen riskiprofiili. Siksi sijoituspäätöstä tehdessä on tärkeää tarkastella sijoituskohteiden riskiä. Riski voidaan yhden määritelmän mukaan ajatella todennäköisyytenä sille, että sijoituksen toteutunut tuotto eroaa odotetusta tuotosta. Mitä suurempi on näiden tuottojen vaihtelu, sitä suurempi on myös riski. Tätä tuottojen heiluntaa odotusarvonsa ympärillä kutsutaan volatilitteetiksi. (Nikkinen ym. 2002, 9–10, 28.) Kuten tuottokin, riski myös vaihtelee paljon erilaisten sijoituskohteiden välillä. Riski ajatellaan usein vain negatiivisena, mutta käsitteenä riski sisältää tappion mahdollisuuden lisäksi myös mahdollisuuden voittoihin (Kallunki ym. 2019, 12). Riski siis mahdollistaa tuoton ja yleensä isomman riskin omaavat sijoituskohteet tarjoavat myös suuremmat tuottomahdollisuudet. Nikkisen ym. (2002, 28) mukaan sijoituspäätös on aina tuoton ja riskin välinen kompromissi. Valinnan halutusta riskitasosta tekee sijoittaja itse riskinsietokykynsä perusteella. Riskinsietokyvyllä tarkoitetaan sijoittajan kykyä suhtautua sijoitustoiminnassa tapahtuviin tappioihin. Riskinsietokyky on henkilökohtaista ja se vaihtelee erilaisten sijoittajien välillä. Kuitenkin suuria voittoja tavoittelevilta sijoittajilta vaaditaan suurta riskinsietokykyä, sillä ilman riskiä suuri tuotto ei ole mahdollista. (Kallunki ym. 2019, 12.) Osakesijoitus nähdään tyypillisesti riskisijoituksena. Tämä johtuu siitä, että osakkeisiin sijoittaessa ei voida olla varmoja tulevasta tuotosta. (Martikainen & Martikainen 2009, 180.)

Riskit, jotka liittyvät osakesijoittajan sijoitusympäristöön havaitaan osakkeen arvon vaihteluna (Kallunki & Niemelä 2012, 17). Sijoituksen riskiä voidaan mitata sijoituksen tuoton kokonaisvaihtelulla, jota mitataan keskihajonnan avulla. Keskihajonta ilmaisee, kuinka paljon tuotto on valitulla aikavälillä keskimäärin poikennut pitkän aikavälin keskiarvostaan. Keskihajonta STD (standard deviation) voidaan ilmaista seuraavalla kaavalla. (Kallunki ym. 2019, 19, 326.)

$$STD = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}{n - 1}}$$

missä

R_t = periodin t tuotto

\bar{R} = koko ajanjakson keskimääräinen tuotto

n = periodien lukumäärä koko ajanjaksolla

Riskin mittaamisessa käytetty tuoton keskihajonta, eli volatilitteetti määritellään prosenteissa, kuten tuottokin. Tällöin riskejä on mahdollista vertailla eri sijoituskohteiden välillä. (Knüpfer & Puttonen 2018, 136.) Tuoton keskihajonnalla kuvataan arvopaperin kokonaisriskiä. Kokonaisriski koostuu systemaattisesta riskistä ja epäsystemaattisesta riskistä. Epäsystemaattinen riski on yrityskohtaista riskiä, jota on mahdollista poistaa hajauttamalla. (Kallunki ym. 2019, 326.) Tämä riski muodostuu riskitekijöistä, jotka vaikuttavat vain yhteen yritykseen tai toimialaan. Tämän takia portfolion muodostaminen mahdollisimman monesta erityyppisestä yrityksestä auttaa vähentämään riskiä. Monen erilaisen yrityksen yrityskohtaiset riskit toisin sanoen kumoavat toisensa. (Nikkinen ym. 2002, 31.) Systemaattinen riski, eli markkinariski puolestaan johtuu osakemarkkinoiden yleisestä vaihtelusta. Markkinoiden yleinen vaihtelu vaikuttaa kaikkien arvopapereiden tuottoon jossain määrin samalla tavalla. (Kallunki ym. 2019, 35.) Markkinariski tulee tekijöistä, jotka ovat yritysten ulkopuolella, kuten esimerkiksi talouden vaihtelu, sodat tai kuluttajakäyttäytyminen. Systemaattista riskiä ei voi poistaa sijoituksista edes hajauttamalla, joten sijoittaja joutuu aina huomioimaan tämän riskin sijoittaessaan. (Nikkinen ym. 2002, 29–31.)

Osakesijoittajaa koskevia riskejä aiheutuu monesta erilaisesta tekijästä. Yksi tekijä on konkurssiriski, joka voidaan luokitella yrityskohtaiseksi riskitekijäksi. Konkurssiriskillä tarkoitetaan tilannetta, jossa yrityksellä ei mene taloudellisesti hyvin, jolloin sitä uhkaa konkurssi. Konkurssi tapahtuu, kun rahaa ei ole tarpeeksi velkojen maksuun, eikä lisärahoitusta ole saatavilla. Korkoriski on riski, joka luetellaan markkinariskiksi. Riski perustuu siihen, että korkopolitiikalla osakkeista sijoituskohteena voidaan tehdä vähemmän kiinnostavia. Talousteorian mukaan osakekurssit nousevat korkojen laskiessa ja vastaavasti osakekurssit laskevat, kun korkoja nostetaan. Korkojen vaihtelut vaikuttavat myös yrityskohtaisesti, sillä ne vaikuttavat yritysten rahoitusmenoihin. Inflaatoriski vaikuttaa myös osakkeiden kiinnostavuuteen sijoituskohteina. Inflaatiolla tarkoitetaan kuluttajahintojen nousua, eli rahan arvon alenemista. Inflaation ollessa osakkeiden arvonnousua korkeampi, alkaa sijoittaja pohtia sijoittamisen järkevyyttä. Osakkeiden kiinnostavuutta sijoituskohteena muokkaavat myös verotukselliset riskit. Osakkeisiin vaikuttavia veropäätöksiä voivat olla esimerkiksi linjaukset myyntivoitto-, omaisuus- ja osinkotuloveroista. Verotukselliset riskit luetellaan markkinariskeihin, jos veropäätökset vaikuttavat kaikkiin osakkeisiin. Jos jokin veropäätös ei koske yleisesti kaikkia osakkeita, riski luetellaan yrityskohtaiseksi. Poliittiset riskit voivat olla yhtiö- tai toimialakohtaisia. Poliittisina riskeinä voidaan ajatella esimerkiksi poliittiset linjaukset sijoittamisesta tai kriisitilanteet, kuten sodat. Viimeisenä riskitekijänä voidaan ajatella kaikki satunnaiset riskit. Ne koskevat kaikkia yrityksiä ja niihin luetellaan kaikki mahdolliset tapaukset, joita ei voi ennakoita. Tähän luetellaan esimerkiksi tehtaan palaminen tai yhtiön avainhenkilön sairastuminen. (Hämäläinen 2005, 55–59.)

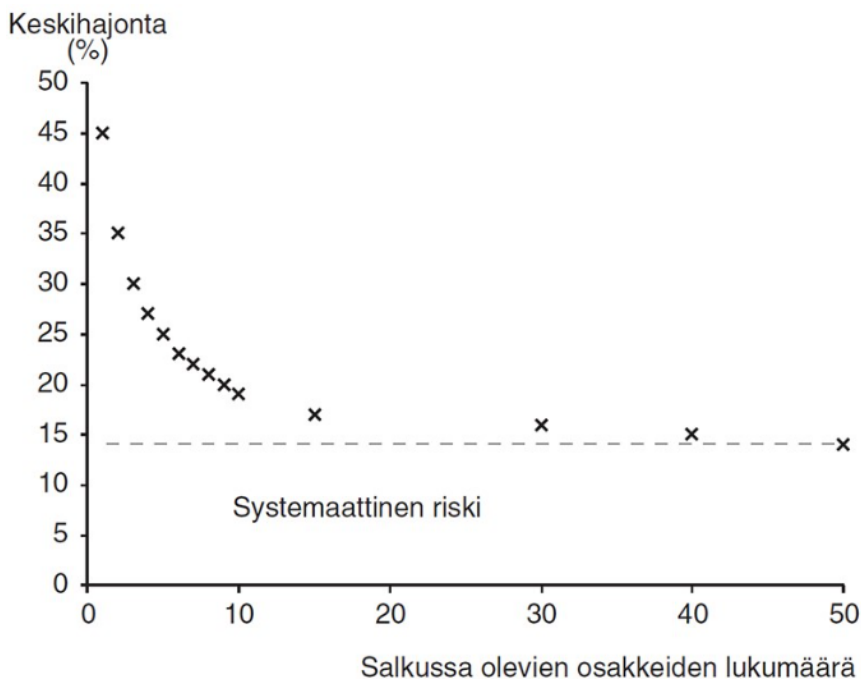
2.3 Portfolioteoria

Harry Markowitzin vuonna 1952 esittämän portfolioteorian ideana on riskin pienentäminen hajauttamalla sijoitukset useaan sijoituskohteeseen. Teoria on yksi sijoitustoiminnan kulmakivistä ja sen havaintoja voidaan soveltaa käytännössä sijoituspäätöksiä tehdessä. Portfolioteorian mukaan sijoittaja voi muodostaa portfolioita, eli sijoitussalkkuja ja näin pienentää sijoitukseen liittyvää riskiä. (Kallunki ym. 2019, 12, 29.) Portfoliolla, eli salkulla tarkoitetaan monesta arvopaperista muodostuvaa sijoituskokonaisuutta (Nikkinen ym. 2002, 240). Salkun valintaa tutkitaan portfolioteoriassa yksittäisen sijoittajan näkökulmasta. Hajauttaminen tapahtuu sijoittamalla varallisuutta usean eri sijoituskohteen välillä, kuten osakkeisiin, joukkolainoihin ja kiinteistöihin. Riskiä voi tästäkin pienentää hajauttamalla sijoitus eri sijoituskohteissa useaan arvopaperiin. Osakesijoitusten kohdalla hajautus tapahtuisi varallisuuden jakamisella useamman erilaisen osakkeen kesken. (Kallunki ym. 2019, 29–30, 327.) Portfolioteorian avulla voidaan selvittää osakkeiden muodostamien sijoitussalkkujen tuotto- ja riskiprofiilia. Teorian avulla sijoittaja voi valita itselleen sopivan sijoitussalkun. (Nikkinen ym. 2002, 10.) Portfolioteoria siis tutkii sijoituskohteen riskiä, sekä riskin yhteyttä tuottoon (Kallunki ym. 2019, 12).

Sijoituspäätöksillä tavoitellaan tuottoa tulevaisuudessa. Tämän takia portfolioteoriassa käytetään tuotto-odotuksia sen sijaan että käytettäisiin jo toteutuneita tuottoja. Portfolion tuotto-odotus lasketaan salkussa olevien yksittäisten arvopapereiden tuotto-odotusten painotettuna keskiarvona. Keskiarvon laskennassa käytetään painokertoimina arvopapereiden sijoitusosuuksia salkussa. (Kallunki ym. 2019, 30.) Kuten yksittäisen arvopaperin, myös koko salkun riskiä voidaan mitata käyttämällä keskihajontaa. Sijoitusportfolion riski on riippuvainen salkussa olevien arvopapereiden määrästä, sekä arvopapereiden tuottojen välisistä yhteisvaihteluista, eli kovariansseista. Kovarianssin ollessa positiivinen, arvopapereiden tuotot kulkevat samaan suuntaan. Tuotot kulkevat erisuuntaan, kun kovarianssi on alhainen. Hajautus sijoittamisessa perustuu tuottojen väliseen kovarianssiin. Hajauttamisesta tulee suurin mahdollinen hyöty, kun sijoituskohteiden tuottojen väliset kovarianssit ovat pienempiä. (Kallunki ym. 2019, 30–31.) Markowitz (1952, 89) mukaan tulisikin välttää sijoittamista arvopapereihin, joiden välillä on suuri kovarianssi. Kovarianssi voidaan standardoida, jolloin saadaan korrelaatiokerroin. Korrelaatiokertoimet ovat suoraan vertailukelpoisia, sillä kerroin voi saada arvoja vain -1 ja 1 väliltä. (Kallunki ym. 2019, 31.)

Portfolioteorian mukaan omaisuutta ei voida vain valita yksittäiselle arvopaperille ominaisten piirteiden mukaan. Tämän sijaan pitää ottaa huomioon se, miten kukin arvopaperi liikkuu yhdessä muiden arvopapereiden kanssa. Kun nämä yhteisvaihtelut otetaan huomioon, saadaan rakennettua

portfolio, jolla on sama odotettu tuotto ja vähemmän riskiä verrattuna portfolioon, joka on rakennettu ilman arvopaperien välisien vuorovaikutuksien huomioimista. (Elton & Gruber 1997, 1744–1745.) Portfolioteorian mukaan sijoitussalkun tuoton keskihajonta on pienempi verrattuna yksittäisten arvopaperien keskihajontoihin, kun salkussa olevien arvopaperien määrä kasvaa. Tämä johtuu siitä, että arvopapereiden tuottojen mennessä jossain määrin eri suuntiin, muutokset kumoavat toistensa vaikutuksia. Näin salkun riskiä on mahdollista pienentää ilman salkun tuoton pienenemistä. Portfolioteorian mukaisesti, jos tarjolla on saman riskin sisältäviä salkkuja, sijoittaja valitsee näistä salkun, jolla on suurin mahdollinen tuotto-odotus. Samalla tavalla yhtä suuren tuoton tarjoavista salkuista valitaan salkku, joka sisältää pienimmän riskin. (Kallunki ym. 2019, 31–31, 34.) Portfolion riskiä ei kuitenkaan voida kokonaan poistaa hajauttamalla. Kuten edellisessä luvussa mainittiin, hajauttamalla voidaan poistaa epäsystemaattista riskiä, mutta tämän jälkeen jäljelle jää vielä systemaattinen riski. Seuraava kuvio kuvaa sitä, miten kokonaisriski muuttuu, kun portfolion osakkeiden lukumäärä kasvaa.



Kuvio 1. Hajauttamisen vaikutus salkun riskiin Helsingin pörssissä 2000–2018 (Kallunki ym. 2019, 36)

Kuviosta huomaa, että osakkeiden määrän kasvaessa riskin pienentyminen hidastuu nopeasti. Kun määrä saavuttaa tietyn pisteen, hajauttaminen ei enää auta riskin pienentämisessä. Jäljelle jää systemaattinen riski. Kuviosta huomataan, että suuri osa hajauttamisen hyödystä saadaan jo suhteellisen pienellä salkkukoolla. Esimerkiksi kymmenen osakkeen kohdalla salkun keskihajonta on 19 prosenttia, joka on huomattavasti pienempi verrattuna yhden osakkeen 45 prosentin keskihajontaan. (Kallunki ym. 2019, 35–36.) Määrällisesti usean sijoituskohteen omistaminen ei

kuitenkaan välttämättä tee portfolioista monipuolista. Hajauttamisessa tärkeintä on se, ovatko sijoituskohteet erilaisia. Jos sijoituskohteita on siis monia, mutta ne kaikki ovat esimerkiksi saman toimialan yrityksiä, hajautus epäonnistuu. Hajauttamisen päätavoitteena on suojella portfolioa suurilta muutoksilta. Erilaisten sijoituskohteiden arvot liikkuvat yleensä eri tavoin. Tämä tarkoittaa sitä, että kun toisen sijoituksen arvo on laskussa, toisen arvo voi olla nousussa. Tämä antaa sijoitussalkulle vakautta. (Kristof 2008, 55.) Hajauttaa tulisi siis toimialakohtaisesti eri toimialojen yrityksiin. Tämä johtuu siitä, että eri toimialojen yrityksillä on pienemmät kovarianssit verrattuna saman toimialan yrityksiin. Erityisesti toimialat, joilla on erilaisia taloudellisia ominaisuuksia ovat hyviä tässä tilanteessa. (Markowitz 1952, 89.)

Sijoituksen riskiä pienentävää hajauttamista voi tehdä eri tavoin. Yksi tapa toimialakohtaisen hajauttamisen lisäksi on ajallinen hajauttaminen. Tämä tarkoittaa sijoitettavan summan sijoittamista monena eri ajankohtana. Koko summaa ei siis sijoiteta osakkeeseen heti, vaan sijoitus voidaan tehdä osissa, esimerkiksi puolen vuoden ajan. Tämänkaltaisella hajautuksella on tarkoitus pienentää riskiä siten, että sijoittaja ei tulisi ostaneeksi osaketta korkealla hinnalla. Kun osaketta ostetaan pienemmissä erissä pitkällä aikavälillä, muodostuu osakkeiden ostohinnaksi aikavälin keskimääräinen osakekurssi. Ajallisessa hajauttamisessa on kuitenkin ongelmana tuotto odotuksen pienentyminen. Tämä johtuu siitä, että ostojen jakaminen eri ajankohdille viivyyttää tuoton kertymistä. (Kallunki ym. 2019, 37–38.)

2.4 Rahoitusmarkkinat ja markkinoiden tehokkuus

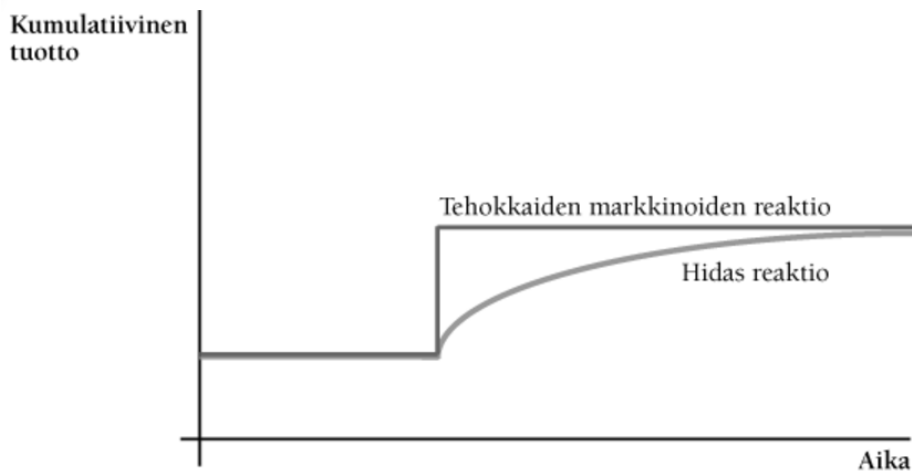
Rahoitusmarkkinoiden perustehtävänä on rahoituksen yli- ja alijäämien ohjaaminen mahdollisimman tuottaviin investointikohteisiin (Martikainen & Martikainen 2009, 17). Rahoitusmarkkinoilla käydään kauppaa arvopapereista. Rahoitusmarkkinoilla tarkoitetaan yleisesti kaikenlaista arvopaperikauppaa. Kaupankäynti rahoitusmarkkinoilla voi tapahtua joko rahan tarvitsijan ja sijoittajan välillä tai arvopaperipörssin kautta. Arvopaperipörssit voidaan ajatella markkinapaikkoina, joissa arvopapereiden myyjät ja ostajat kerääntyvät tekemään kauppaa. Fyysisesti ei markkinapaikalla tarvitse kuitenkaan oleskella, sillä tietojärjestelmät korvaavat läsnäoloa vaativan kauppapaikan. Osakemarkkinoilla kauppa on jatkuvaa, joka mahdollistaa nopean arvopapereiden vaihdon. (Nikkinen ym. 2002, 10, 14–15.) Rahoitusmarkkinoiden toimintaa voidaan jakaa ensisijais- eli primaarimarkkinoihin ja toissijais- eli sekundaarimarkkinoihin. Ensisijaismarkkinoilla yritykset hankkivat rahaa investointejaan varten, esimerkiksi järjestämällä osakeannin. Ensisijaismarkkinoilla siis tarkoitetaan markkinoita, joissa yritykset myyvät sijoittajille uusia osakkeita. Toissijaismarkkinoilla sijoittajilla on mahdollisuus vaihtaa osakkeensa takaisin rahaksi. Tämä tapahtuu, kun sijoittajat myyvät osakkeitansa toisille sijoittajille. Toissijaismarkkinoilla siis

tarkoitetaan markkinoita, joilla sijoittajat käyvät kauppaa jo olemassa olevilla osakkeilla. Toissijaismarkkinoita voidaan myös kutsua jälkimarkkinoiksi. Jälkimarkkinoiden tehokas toiminta mahdollistaa myös ensisijaismarkkinoiden hyvän toiminnan. Tämä johtuu siitä, että ilman jälkimarkkinoita sijoittajien olisi vaikeaa päästä tarpeen tullen sijoituksesta eroon. Siten myös yrityksillä olisi vaikeuksia laskea uusia osakkeita liikkeelle ensisijaismarkkinoilla, koska sijoittajat eivät halua hankkia epälikvidejä osakkeita. (Martikainen & Martikainen 2009, 18.)

Rahoitusmarkkinoiden toinen tärkeä tehtävä rahoituksen välittäjäkanavana toimimisen lisäksi on välittää informaatiota (Martikainen & Martikainen 2009, 20). Informaatio, kuten kauppohenkilöiden hintatasot, määrät sekä osto- ja myyntitarjoukset ovat saatavissa markkinapaikalta. Tämä tieto on sijoittajille oleellista ja tärkeää sijoituskohteiden arvioinnin kannalta. Tiedot ovatkin saatavilla reaaliaikaisesti esimerkiksi internetin välityksellä. Rahoitusmarkkinat myös mahdollistavat globaalin arvopaperikaupan, joka tuo yrityksille enemmän kilpailua. (Nikkinen ym. 2002, 10–15.) Osakemarkkinat antavat reaaliaikaista tietoa siitä, miten sijoittajat arvostavat yritystä, sekä miten yritysjohto on pärjännyt asemassaan. Yhtiöiden osakkeiden hintojen nousu kertoo sijoittajien arvion parantumisesta yhtiön tulevaisuuden kannalta. Samalla tavalla osakkeiden hintojen lasku kertoo tulevaisuudennäkymien negatiivisesta ennusteesta. (Martikainen & Martikainen 2009, 20.) Sijoituskohteiden arvot määrittyvät kysynnän ja tarjonnan mukaan toimivilla rahoitusmarkkinoilla (Kallunki ym. 2019, 17).

Informaatio on tehokkaiden markkinoiden kannalta oleellisen tärkeää (Nikkinen ym. 2002, 82). Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi antaa teoreettisen näkemyksen osakemarkkinoiden käyttäytymisestä. Sen mukaan osakkeiden hinnat heijastavat täydellisesti ja välittömästi kaikkea tietoa, joka on saatavilla ja tarpeellista. Lisäksi sen mukaan osaketuottoja ei voida ennustaa aiempien hintatietojen mukaan. (Nazlioglu ym. 2024, 1773.) Hinnat siis muuttuvat ainoastaan, kun uutta ja relevanttia tietoa tulee markkinoille. Koska informaatio on uutta, se on ennalta arvaamatonta. Tämän takia myös hinnat muuttuvat ennalta arvaamattomasti, jolloin hintojen muutosta, eli tuottoa ei voi ennustaa. (Nikkinen ym. 2002, 82.) Mitä paremmin markkinahinnat heijastavat kaikkea hintoihin vaikuttavaa tietoa, sitä tehokkaammat ovat markkinat (Leppiniemi 2002, 61). Ajatus tehokkaista osakemarkkinoista luo uskomuksen, jonka mukaan markkinat tietävät jo aivan kaiken tietämisen arvoisen. Sijoituskohteen hinnan oletetaan olevan aina oikea arvopaperipörssissä ja uuden tiedon uskotaan heijastuvan välittömästi osakkeen hintoihin. Tämä johtuu siitä, että markkinoilla on paljon asiantuntijoita ja analyytikkoja arvioimassa markkinoille tulevaa uutta informaatiota jatkuvasti. (Martikainen & Martikainen 2009, 186.) Seuraava kuva havainnollistaa osakkeen hinnan muutosta, kun markkinat ovat saaneet positiivisesti yllättävän tiedon. Tehokkaiden markkinoiden reaktio on

välitön ja oikea, kun taas tehottomien markkinoiden reaktio on hidas. (Knüpfer & Puttonen 2018, 168.)



Kuvio 2. Tehokkaiden markkinoiden reaktio (Knüpfer & Puttonen 2018, 168)

Tehokkaat markkinat voidaan jakaa kolmeen alaluokkaan: heikkojen ehtojen tehokkuus, keskivahvojen ehtojen tehokkuus ja vahvojen ehtojen tehokkuus. Markkinat täyttävät heikot ehdot, kun arvopapereiden hinnat heijastavat kaiken aikaisempiin kauppoihin sisältyvän tiedon. Tämä informaatio saadaan hinnoista ja kaupankäyntimääristä. Keskivahvat ehdot täyttyvät, kun osakkeiden hinnat heijastavat kaiken julkisen informaation. Tällainen tieto voi olla esimerkiksi yrityksen julkistetut tilinpäätökset, johdon kyvykkyys, osingot tai voittoennusteet. Myös heikot ehdot sisältyvät keskivahvoihin ehtoihin, sillä hintojen aikasarjat ovat julkista tietoa. Vahvojen ehtojen mukaan hinnat heijastavat aivan kaikkea yritykseen liittyvää informaatiota, myös julkistamatonta. Näin ollen sisäpiiritietokin näkyy hinnoissa. Koska sisäpiiritiedon omaavilla henkilöillä olisi epärealistiset mahdollisuudet saada suuria voittoja muihin nähden, on arvopaperimarkkina-alueissa rajoitettu sisäpiiritietoa tuntevien kaupankäyntiä. Vahvojen markkinoiden ehtoihin sisältyvät myös keskivahvat ja heikot ehdot. (Nikkinen ym. 2002, 83–84.)

Puttonen (2001, 96–97) kertoo, että syy rahoitusmarkkinoiden tehokkuuteen on tiedon helppo ja laaja saatavuus, toimijoiden suuri määrä, sekä rahoituspäätösten helppo matkiminen ja peruminen. Käytännön markkinoita pystytään kuvailemaan tehokkaiksi, jos markkinahintoihin on vaikuttanut kaikki julkistettu informaatio. Tällöin osakkeita analysoimalla olisi mahdotonta löytää ali- tai ylihinnoiteltuja osakkeita. Näin osakkeita analysoimalla ja tutkimalla ei voitaisi tehdä yksittäisiä, muita parempia sijoituksia. Todellisten markkinoiden tehokkuutta arvioitaessa on kuitenkin vaikea saada yksiselitteistä vastausta. Markkinat eivät aina ole yhtä tehokkaat ja lisäksi tehokkuus eri arvopapereiden kohdallakin voi vaihdella. Markkinoiden koko myös vaikuttaa tehokkuuteen.

Markkinat ovat todennäköisesti tehokkaammat, kun ostajia ja myyjiä on enemmän ja kun kaupankäynti on vilkasta. Pienemmän koon markkinat vähäisellä osakkeenvaihdolla ovat puolestaan tehottomammat. (Leppiniemi 2002, 61–62.) Tehokkaiden markkinoiden hypoteesista on dokumentoitu suuri määrä empiiristä kirjallisuutta, sillä tehokkaiden markkinoiden hypoteesi tarjoaa oleellisia seurauksia omaisuuden hinnoitteluun, sekä portfolion hajauttamiseen (Nazlioglu ym. 2024, 1773). Martikainen ja Martikainen (2009, 186) kertovat tutkimusten osoittavan, että esimerkiksi suomalaisilla osakemarkkinoilla löytyy poikkeamia kaikilta markkinoiden tehokkuuden tasoilta. Tällöin esimerkiksi osakkeiden aikaisempien hintojen kehityksen ja yritysten tilinpäätöstietojen arviointi olisi hyödyllistä. Samankaltaisia tuloksia on havaittu myös suuremmilla osakemarkkinoilla, esimerkiksi Japanissa ja Yhdysvalloissa. Puttonen (2001, 101) toteaa sijoitusalan ammattilaisten jakautuvat kahteen leiriin markkinoiden tehokkuutta arvioidessa. Toiset uskovat ainakin osittaiseen markkinoiden tehokkuuteen, toiset eivät. Tilanne on hankala sen suhteen, että molemmat leirit voivat esittää vahvoja todisteita oman kantansa puolesta.

2.5 CAP-malli

CAPM (Capital Asset Pricing Model) on arvopapereiden hinnoittelumalli. Malli sitoo osakkeen tuoton odotusarvon suoraan sen riskiin. Mitä suurempi on riski, sitä suurempi on myös tuotto. CAP-malli auttaa määrittämään kriteerin sille, kuinka suurta tuottoa tietyn riskitason sijoituksesta pitäisi saada. (Nikkinen ym. 2002, 68.) Koska CAP-malli pätee sekä portfolioihin, että yksittäisiin arvopapereihin, sitä voidaan soveltaa laajasti (Chen 2021, 920). Rahoituksen kirjallisuudessa CAP-malli on selkeästi suosituin lähestymistapa tuottovaatimusta mitattaessa (Martikainen & Martikainen 2009, 89). CAP-malli olettaa, että sijoittajat pyrkivät välttämään riskejä ja vaativat lisätuottoa korvauksena riskin kantamisesta (Chen 2021, 915). Martikainen ja Martikainen (2009, 90) kertovat, että CAP-malli antaa todellista tilannetta yksinkertaistavan perusmallin sijoituskohteen tuottovaatimuksen määrittämiselle. CAP-mallin mukaan arvopaperin odotetun tuoton ja riskin välistä yhteyttä voidaan kuvata seuraavaksi esitetyllä kaavalla (Kallunki ym. 2019, 39).

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

missä

$E(R_i)$ = arvopaperin i odotettu tuotto

R_f = riskitön tuotto

$E(R_m)$ = kaikki sijoituskohteet sisältävän markkina salkun odotettu tuotto

β_i = arvopaperin i beeta-kerroin

Kuten kaavasta näkyy, arvopaperin tuoton odotusarvo CAP-mallin mukaan on riskittömän sijoituskohteen tuoton ja arvopaperikohtaisen riskilisän summa (Kallunki ym. 2019, 39). Riskilisän suuruus kasvaa, kun sijoituskohteen riski kasvaa. Tämä johtuu siitä, että sijoittajat odottavat sijoitukselleen suurempaa korvausta, kun on kyseessä korkean riskitason sijoituskohte. (Kallunki & Niemelä 2012, 149.) Kaavan loppuosassa oleva markkinariskipremio [$E(R_m) - R_f$] kuvaa riskin hintaa, eli sitä, kuinka paljon riskiä sisältävät sijoituskohteet tuottavat enemmän verrattuna riskittömään sijoituskohteeseen. Beeta-kertoimella puolestaan kuvataan arvopaperin systemaattisen riskin määrää. Tämä tarkoittaa sitä, että yksittäiseen arvopaperiin liittyvä riskilisa muodostuu riskin hinnan ja määrän tulona. Eli siis CAP-mallin mukaan osakkeen tuottovaatimuksen laskemiseen tarvitaan riskitön tuotto, beeta-kerroin, joka kuvaa osakkeen systemaattista riskiä ja osakemarkkinoiden yleinen riskipremio. (Kallunki ym. 2019, 39.) Riskittömänä tuottona voidaan pitää korvausta, joka saadaan sijoittaessa riskittömiin arvopapereihin (Kallunki & Niemelä 2012, 149). Riskittömän tuoton kuvaamisessa voidaan käyttää joukkolainamarkkinoilta saatavaa valtion pitkäaikaisen viitelainan tuottoa. Beeta-kerroin ja markkinoiden yleinen riskipremio on kuitenkin määriteltävä erikseen. (Kallunki ym. 2019, 39.) Kun kyseessä on pitkä aikaväli tuotto- ja riskiodotukset pääsääntöisesti keskimäärin realisoituvat. Sijoittajat oppivat ja reagoivat. Jos jonkin sijoituskohteen tuotto ei ole tarpeeksi suuri sen riskiin nähden, eli toisin sanoen tuotto-odotukset eivät toteudu, sijoittajat vaativat korkeampaa riskipremiota. Silloin sijoittajat myyvät kyseisiä sijoituskohteita siten, että hinnat laskevat tasolle, jolla tuotto-odotus on riittävä. (Knüpfer & Puttonen 2018, 138.)

CAP-mallin mukaan sijoituskohteille luodaan erilaiset tuottovaatimukset vain sen takia, että niiden beeta-kertoimet vaihtelevat. Yleisin keino osakkeen systemaattisen riskin mittaamiselle on määrittää osakkeiden beeta-kertoimet niiden aikaisemmista tuotoista regressioanalyysiä käyttäen. Regressioanalyysillä määritellään muuttujien välisiä riippuvuussuhteita. Tämä menetelmä sisältyy yleensä useimpiin taulukkolaskentaohjelmistoihin, sekä tilastollisiin ohjelmistoihin. Beeta-kerroin saadaan laskettua osakkeiden tuottoaineistosta Sharpen markkinamallia käyttäen. Mallissa osakkeen tuoton oletetaan muuttuvan osakemarkkinoiden yleisindeksin tuoton mukana. (Martikainen & Martikainen 2009, 90–91.) Osakkeen beeta-kerroin voidaan määrittää seuraavan kaavan avulla (Kallunki ym. 2009, 40).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

missä

R_{it} = osakkeen i tuotto hetkellä t

α_i = mallin tilastollinen vakiotermi

β_i = osakkeen i beeta-kerroin

R_{mt} = markkinoiden yleisindeksin tuotto hetkellä t

ε_{it} = tilastollinen virhetermi

Osakkeen beeta-kerroin voidaan myös esittää eri muodossa (Martikainen & Martikainen 2009, 92).

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

Kaavassa osoittaja tarkoittaa osakkeen i tuoton ja markkinoiden yleisindeksin välillä olevaa yhteisvaihtelua, kovarianssia. Nimittäjä kertoo markkinoiden yleisindeksin kokonaisvaihtelusta, varianssista. Kun beeta-kerroin esitetään tällä tavalla, havaitaan että sen arvoon vaikuttavat osakkeen tuoton herkkyys markkinatuoton vaihteluille, sekä markkinatuoton kokonaisvaihtelu. Beeta-kerroin voidaan siis laskea myös ilman regressioanalyysia, kun lasketaan kovarianssi- ja varianssitermit. (Martikainen & Martikainen 2009, 92.) Beeta-kertoimen määrittämiseen liittyy muutamia epäkohtia. Yhtenä ongelmana esille tulee yleisindeksin valinta. Valittu yleisindeksi ei välttämättä kuvaa kaikki sijoituskohteet sisältävää markkinaportfoliota tai edes tyypillistä osakemarkkinoiden tuottoa. Toisena ongelmana on osakkeen tuottoaikasarjojen perättäisten havaintojen riippuvuus toisistaan, eli toisin sanoen autokorrelaatio. Ilmiötä aiheuttaa esimerkiksi suomalaisille osakemarkkinoille tyypillinen vähäinen kaupankäynti. (Kallunki ym. 2019, 40.)

CAP-mallin oletuksen mukaan ainoastaan systemaattinen riski vaikuttaa tuottovaatimukseen (Martikainen & Martikainen 2009, 90). Oleellista sijoittajalle on siis vain systemaattinen riski, eli markkinariski, sillä muu riski voidaan poistaa hajauttamalla. Tällöin osakkeen riskipremio riippuu ainoastaan osakkeen markkinariskistä, jota mitataan beeta-kertoimella. Jos osakkeen beeta-kerroin kaksinkertaistuu, riskipremion tulee kaksinkertaistua, jotta sijoittajat vielä jättäisivät osakkeen portfolioonsa. (Nikkinen ym. 2002, 70–71.) Osakemarkkinoiden yleinen riskipremio voidaan laskea osakemarkkinoiden yleisindeksin toteutuneiden tuottojen ja riskittömän sijoituskohteen erotuksena. Tämä ilmaisee kuinka paljon enemmän osakkeet ovat historiallisesti tuottaneet verrattuna riskittömään korkoon. Historiallinen riskipremio on ollut osakemarkkinoilla noin 6–7 prosenttia vuotuista tuottoa. Aikaisempi riskipremio ei silti välttämättä kuvaa markkinoiden rakenteen ja yritysten riskisyyden muutoksia. (Kallunki ym. 2019, 40–41.)

3 Sijoitusstrategiat

3.1 Laatusijoittaminen

Yksi sijoitusteorian perustavanlaatuisista pulmista on se, ovatko hyvät yhtiöt myös hyviä sijoituskohteita. Ei olla varmoja siitä onko järkevää käyttää aikaa paremmassa taloudellisessa kunnossa olevien yhtiöiden etsimiseen. (Zaremba 2016, 281.) Laatusijoittaja uskoo, että etsiminen on järkevää. Laatusijoittaja myös uskoo, että parempikuntoisten yhtiöiden metsästäminen palkitsee. Laatusijoittamiseen pohjautuvassa strategiassa sijoittaja valitsee strategian nimen mukaan salkkuunsa vain laadukkaita yhtiöitä. Perinteinen laatusijoitusalan ammattilainen tunnistaa laadun korkean ROE:n, alhaisen velan ja vakaan tuoton muodossa (Hanson & Dhanuka 2015, 73). Strategian mukaan sijoittaja arvioi yhtiön liiketoimintaa ja menestyskeinoja, sekä niiden toimivuutta tulevaisuudessa. Taloudellisesti vahvat yhtiöt, jotka ovat jo osoittaneet hyvän ja vakaan kannattavuuden ovat etusijalla. Strategia on pitkän aikavälin sijoitusstrategia ja se keskittyy laadukkaiden yhtiöiden liiketoiminnan mukana tulevaan arvonnousuun. Laatusijoittajan sijoitus yritykseen on vuosien tai jopa vuosikymmenten pituinen omistus. (Hämäläinen ym. 2021, 17–19.) Hanson ja Dhanuka (2015, 74) väittävätkin, että laadulla on erittäin vähän tekemistä lyhyen tai keskipitkän aikavälin mittareiden, kuten esimerkiksi beeta-kertoimen tai raportoitujen tuottojen volatiliteetin kanssa.

Laatusijoittamisen strategiassa valitaan taloudellisesti terveempiä yhtiöitä, jotka ovat vähemmän riskialttiita suhteessa taloudellisiin tunnuslukuihin (Zaremba 2016, 282). Hyvien yhtiöiden osakkeita laatusijoittaja pyrkii ostamaan mahdollisimman hyvällä hinnalla. Osakkeiden arvostuksella on siis myös väliä. Laatusijoittaja ei niinkään kiinnitä huomiota yhtiön liikevaihtoon ja voittoon, vaan siihen, kuinka yhtiö saa pääomansa tuottamaan. Vastaavasti kasvua tarkastellessa tärkeää on se, kuinka paljon investointeja kasvu on vaatinut. Laatusijoittaja ei pidä kasvua arvokkaana, jos liiketoimintaan on sitä varten sidottu suuri rahamäärä. Strategiaa hyödyntämällä sijoitustuotto muodostuu yrityksen kasvavan tuloksen ja osinkojen kautta. Sijoittajan tavoitteena on laatustrategiaa hyödyntämällä päästä osalliseksi pitkäkestoisesta ja keskimääräistä nopeammasta kasvusta, keskimääräistä pienemmällä riskillä. (Hämäläinen ym. 2021, 17–20.) Sijoitusten pitkäkestoinen, keskimääräistä nopeampi kasvu pienellä riskillä kuulostaa erittäin lupaavalta tulokselta varsinkin pitkän aikavälin sijoittajalle. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan markkinoilla ei olisi tilaa korkealaatuisten osakkeiden epänormaaleille tuotoille (Zaremba 2016, 283). Laatusijoittaminen kuitenkin haastaa näitä tehokkaita markkinoita, sillä uskotaan, että osakekurssien hinnoittelu ei ole kaiken aikaa tehokasta (Hämäläinen 2021, 17).

Hyvinä puolina strategiassa tulevat esille jo mainitut keskimääräistä nopeampi kasvu, sekä pienempi riski. Hyvänä puolena tulee myös esille laatuyhtiöiden selviytyminen huonoina kausina. Turvalliseksi kuvattujen laatuyhtiöiden muodostama portfolio pärjää keskimääräistä paremmin, vaikka markkinoilla yleisesti ei menisi hyvin. Laatusijoittaminen on siis suhteellisen turvallista. Hyvänä puolena laatusijoittamisessa voidaan myös ajatella se, että kaupankäyntipalkkiot eivät syö tuottoja, sillä laatusijoittaja käy kauppaa vain harvakseltaan. (Hämäläinen ym. 2021, 17–18, 23.) Kääntöpuolena laatusijoittamiseen, niin kuin kaikkeen sijoittamiseen, liittyy myös riskejä. On mahdollista, että laatuyhtiössä tapahtuu muutoksia, joiden takia yhtiö menettää laatuaan. (Hämäläinen ym. 2021, 151). Tämän takia sijoittajan on aina välillä tarkastettava sijoituskohteidensa tila. Myös riski sijoittajan vääristä osakevalinnoista on aina mahdollista. Yhtiöön on tärkeää tutustua kunnolla ennen ostopäätöstä. Laatusijoittaminen ei myöskään ole helppoa, sillä se vaatii pitkäjänteistä työtä (Hämäläinen ym. 2021, 18).

Akateeminen kirjallisuus tai sijoittajat eivät ole päässet yhteisymmärrykseen selkeästä laadun määritelmästä. Määritelmiä on monia, ne ovat laaja-alaisia ja joskus jopa ristiriitaisia. (Hanson & Dhanuka 2015, 73–74.) Laatusijoittamisen käsite ei siis ole yksiselitteinen ja moni laatusijoittaja voi painottaa laadun merkitystä eri tavoilla sijoituskohteiden valinnassa. Perusajatus kuitenkin liittyy pääoman turvaamiseen ja sille tuoton saamiseen, keskittymällä liiketoiminnan laatuun. Näihin verrattuna osakkeen arvostuskertoimet ovat vasta toisella sijalla. (Hämäläinen ym. 2021, 18.) Kuten Hansonin ja Dhanukan (2015) artikkelista käy ilmi, laatua määrittäessä voidaan käyttää monia taloudellisia numeroilla ilmaistuja mittareita, sekä myös erilaisia ei-taloudellisia mittareita. Seuraavissa alaluvuissa tarkastellaan laadukkaan yhtiön tärkeimpiä pääpiirteitä, joita laatuun sijoittava voi ottaa huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.

3.1.1 Markkina-asema ja mittakaavaetu

Liiketoimintaa arvioidessa yhtenä suurimpana haasteena ilmenee yrityksen pitkän aikavälin kasvunäkemien arviointi (Cunningham ym. 2016, 23). Yritys, jolla on paremmat tai edullisemmat tuotteet verrattuna kilpailijoihin houkuttelee ajan kuluessa enemmän asiakkaita ja syventää suhdettaan tämänhetkisten asiakkaiden kanssa. Näin tapahtuva markkinaosuuksien voittaminen luo kasvua. Kun yhtiö vahvistaa markkina-asemaansa se pystyy ylittämään toimialansa kasvuvauhdin. Samalla yritykselle aukeaa mahdollisuus menestyä yleistä talouskehitystä paremmin ja erottautua makrotalouden vaihtelevista suhdanteista. (Hämäläinen ym. 2021, 47.) Yrityksen kasvu markkinaosuuksien kasvun avulla tuo kaksi hyvää seurausta. Ensinnäkin tämä mahdollistaa riippumattomuutta taloudellisesta ilmapiiristä. Osakevoittoja voi siis tapahtua hyvinä, sekä huonoina

aikoina. Toiseksi tämä on jotain, mistä yritys itse voi olla tiettyssä määrin kontrollissa. Jotkin yhtiöt voivat luoda johdonmukaisia markkinaosuuksia strategioiden avulla, kuten esimerkiksi houkuttelevien mainoskampanjoiden avulla tai jakelukanaviin sijoittamisen kautta. (Cunningham ym. 2016, 23–24.)

Keskimääräistä paremman menestymisen saavuttamiseen on monia tapoja. Yhtiö voi esimerkiksi markkinoida poikkeuksellisen taitavasti tuotteitaan, olla nopea innovoimaan uutta liiketoimintaa tai osata laajentaa toimintaansa uusille markkinoille taitavasti. Laatuyhtiöille ominaista on se, että se on jo löytänyt oman polkunsä ja tapansa toimia. Laatuyhtiö tunnetaan vahvaksi vakiintuneesta markkina-asemastaan ja siitä, että sen kilpailukyky on osoittautunut erinomaiseksi käytännössä. Markkinaosuus on yleensä selvästi yhteydessä sijoitetun pääoman tuottoon. Kun markkinaosuus on korkeampi, tuottoaste on parempi. Verrattuna pienempiin kilpailijoihin, markkinajohtaja saavuttaa vahvemman tulokunnan useimmissa suhdannevaiheissa. Erityisesti markkinajohtajuuden edut huomataan keskimääräisenä kannattavuutena taloudessa tapahtuvan suhdannekierron yli. Tämä on pitkäjänteisen laatuun sijoittavan sijoittajan kannalta ratkaisevaa. Markkinajohtajuus on siis kannattavaa. Markkinajohtajuuden edut perustuvat siihen, että yritys erikoistuu tietylle markkina-alueelle ja hallitsee kyseisen kohdemarkkinan valitulla alueella. (Hämäläinen ym. 2021, 47–48.)

Etumatkaa kannattavuuteen tuo markkinajohtajan saavuttama mittakaavaetu. Mittakaavaetua syntyy kiinteiden kustannusten jakautuessa useammalle myydylle tuotteelle tai palvelulle. Hämäläinen ym. (2021, 49) jakavat mittakaavaedut sisäisiin ja ulkoisiin mittakaavaetuihin. Sisäisellä mittakaavaedulla tarkoitetaan etua, joka syntyy, kun yritys saavuttaa kustannussäästöjä toimialasta tai yleisestä markkinatilanteesta riippumatta. Ulkoiset mittakaavaedut aiheutuvat toimialan rakenteista. Etuja muodostuu erityisesti toimialoilla, joissa vaatimuksena ovat suuret alkuinvestoinnit. Kun riittävän laaja liiketoiminta on saavutettu, on mahdollista toimia kannattavasti. Tämän jälkeen markkina-asema vahvistuu, jolloin yhtiön tulos nousee. Kun kiinteät kulut on jo maksettu, lisämyynnistä aiheutuvat muuttuvat kustannukset ovat pieniä suhteessa tuotteen hintaan. Mittakaavaetuja voidaan saavuttaa tavallisimmin investoimalla tutkimukseen ja kehitykseen, panostamalla brändimarkkinointiin tai merkittävillä aineellisilla investoinneilla, kuten jakelun tai tuotannon koneilla. (Hämäläinen ym. 2021, 49–50.)

3.1.2 Liiketoimintamalli ja kilpailuetu

Liiketoimintamallilla tarkoitetaan työkalua tai viitekehystä, joka voi auttaa selvittämään miten olemassa olevilla resursseilla voidaan luoda arvoa asiakkaille ja samanaikaisesti tuloa yritykselle. Liiketoimintamallin perustarkoituksena on siis luoda arvoa molemmille, asiakkaalle, sekä yritykselle.

Hyvä liiketoimintamalli kuvaa selkeästi systeemin siitä, miten kaikki toimii ja miten arvoa luodaan ja vangitaan. (Spencer 2013, 3.) Liiketoimintamallin avulla yhtiö luo siis taloudellista lisäarvoa. Jos katsotaan yhtiön tuloslaskelmaa, asiakas on ainoa rahaa sisään tuova rivi. Yhtiön tulee määrittää asiakkaan tarve, jonka jälkeen siihen luodaan oma ratkaisu. Liiketoimintamalli kuvaa sitä, miten luotu ratkaisu käytännössä toteutetaan, sekä miten asiakas tavoitetaan. (Hämäläinen ym. 2021, 63.) Spencer (2013, 3) toteaaakin, että jokaisen liiketoimintamallin keskiössä tulisi olla asiakas ja se, miten arvoa tuotetaan asiakkaalle. Liiketoimintamallilla myös kuvataan yhtiön keskeisiä menestystekijöitä. Yhtiön olisi hyvä tunnistaa alueet, joilla se pärjää normaalia paremmin ja keskittyä niihin. Laatu-yhtiön yksi tunnusmerkki on uskottava oman toiminnan rajaaminen. Yhtiö voi nerokkaan liiketoimintamallin avulla pärjätä markkinoilla ylivoimaisesti. Markkinoilla pärjääminen ei siis riipu vain siitä, kenellä on paras tuote tai palvelu. Olennaista on myös se, minkä yhtiön tuote ja asiakas kohtaavat parhaiten. Hyvin pärjäävällä liiketoimintamallilla yhtiö luo kestävästä kilpailuetua. Muutokset, kuten teknologian kehitys, digitalisaatio ja globalisaatio mahdollistavat asioiden tekemisen uusilla tavoilla. Tämä tuo yrityksille uusia mahdollisuuksia kehittää tuotteitaan ja palveluitaan. (Hämäläinen ym. 2021, 63–64.)

Laatu-yhtiöllä on aina jokin kilpailuetu, eli jokin piirre, jonka avulla yhtiö menestyy kilpailijoitaan paremmin. Laatusijoittaja pyrkii valitsemaan yhtiöitä, joiden kilpailuetua pidetään kestäväksi (Hämäläinen ym. 2021, 73). Hanson ja Dhanuka (2015, 74) määrittelevätkin laatu-yritystä yrityksenä, jolla on kestäviä kilpailuetuja, eli arvonalähteitä, jotka voidaan säilyttää tai joita voidaan tulevaisuudessa korostaa entisestään. Nämä edut lisäävät yhtiön tuotteiden ja palveluiden merkitystä asiakkaille, sekä markkinoille. Varsinkin nykyään, kun kilpailu markkinoilla on kasvanut, on tärkeää löytää tapoja ja strategioita kilpailun voittamiseen omalla alalla. Kilpailuetu syntyy yrityksen strategisista valinnoista tarttua markkinoiden mahdollisuuksiin. Kilpailuetua voidaan pitää yhtiön suorituskyvyn ytimenä kilpailun täyteisillä markkinoilla. Yhtiön etu kasvaa siitä arvosta tai hyödystä, mitä yhtiö voi luoda asiakkailleen. Kilpailuetu on asema, jossa yhtiö työskentelee voittaakseen kilpailijansa. Yritysten tulee yhdistää strategia, sekä resurssinsa, jotta kilpailukykyä voidaan rakentaa. (Farida & Setiawan 2022, 2–3.)

Yritys voi kilpailuedun avulla muodostaa ympärilleen vallihaudan. Vallihauta-termillä tarkoitetaan kestävästä kilpailuetua. Sen avulla yhtiö voi suojata markkinaosuuttaan ja jopa estää uusien kilpailijoiden halua tulla alalle. (Hämäläinen ym. 2021, 57, 61.) Yhtiöt, jotka pystyvät luomaan kestävästä kilpailuedun eivät ole vain riippuvaisia yhtiön vahvuudesta. Ne myös pyrkivät suunnittelemaan strategioita, jotka tulevat kattamaan kaikki näkökohdat. (Farida & Setiawan 2022, 5.) Vallihaudan omaavat liiketoiminnot voidaan jakaa vakaisiin ja kasvaviin laatuliiketoimintoihin.

Suurin osa laatu-yhtiöistä on osa vakaita vallihautayhtiöitä. Vakaat vallihautayhtiöt ovat yhtiöitä, jotka saavat pääomansa tuottamaan hyvin, mutta niillä ei enää ole oleellisia mahdollisuuksia sijoittaa liiketoimintaan yhtä korkeilla tuottoasteilla ja kohtuullisella riskillä. Tämänkaltaisilla yhtiöillä on tavallisesti vakiintunut markkina-asema. Erittäin laadukkaiden yhtiöiden kohdalla, yhtiö pystyy kasvamaan kohtuullista vauhtia tekemättä merkittäviä lisäinvestointeja. Vakaan laatuliiketoiminnan avulla sijoittaja pystyy suojelemaan pääoman ostovoimaa ja saamaan vakaata, mutta pientä pitkän aikavälin kasvua kohtuullisella riskillä. Vakaat vallihautayhtiöt ovat turvallisia varallisuuden säilyttäjiä, vaikka omaisuuden huomattavaan kasvattamiseen niistä ei ole. Kasvavat vallihautayhtiöt puolestaan ovat ainutlaatuisia. Niiden etuihin kuuluvat samat edut mitä vakailta vallihautayhtiöillä, mutta sen lisäksi niillä on mahdollisuus sijoittaa voittovarojaan olemassa olevaan liiketoimintaan korkeiden pääoman tuottoasteiden kera. Kasvavilla vallihautayhtiöillä on edessään mahdollisuuksia investoida ja näin monistaa liiketoimintaansa. Tämänlainen yritys jakaa osinkoja säästeliäästi ja sijoittaa suuren osan voitosta kannattavasti. Näin tulokasvu on nopeaa ja siten osakekurssi nousee. Vakaasta vallihautayhtiöstä voi muodostua kasvava vallihautayhtiö poikkeuksellisen kyvykkään johdon avulla. (Hämäläinen ym. 2021, 57–61.)

3.1.3 Laadukas johto

Laadukas johto on yksi laatu-yhtiön tärkeimpiä ominaisuuksia, sillä ilman osaavaa johtoa hyvinkin liiketoiminta voi jäädä kauas todellisesta potentiaalistaan. Vastaavasti hyvällä johdolla keskinkertainenkin yhtiö voi menestyä loistavasti. (Hämäläinen ym. 2021, 73.) Hanson ja Dhanuka (2015, 84) uskovat, että pitkäaikaiset sijoittajat voivat yrityksen yrityskulttuurin ja johdon perusteella tunnistaa yrityksiä, jotka todennäköisesti tulevat säilyttämään korkean laatunsa. Johdon vastuulla on päivittäisen liiketoiminnan kehittäminen, sekä yhtiön varojen sijoittamisessa menestyminen. Laatusijoittajat arvostavat johtoa, joka ei ensisijaisesti tavoittele liikevoiton tai tuloksen maksimointia. Sen sijaan tavoitteena tulisi olla mahdollisimman korkeaa ja vakaata pääoman tuottoa pitkällä aikavälillä. Toinen tärkeä johdon tehtävä laatusijoittajan näkökulmasta on huolehtia ja vahvistaa yhtiön pitkän aikavälin kilpailuetua. Tässä onnistuminen kasvattaa yhtiön omistaja-arvoa. Pahimmassa tapauksessa johdon ollessa heikkoa, koko yhtiön kilpailuetu tuhoutuu. (Hämäläinen ym. 2021, 73.) Hämäläinen ja Oksaharju (2020, 212) toteavatkin, että yritysjohtajan tulisi pitää aina mielessä, että yhtiön päätehtävänä on maksimoida yrityksen oman pääoman tuottotasoa kohtuullisella riskillä. Omistaja-arvon kasvulla ei aina tarkoiteta yhtiön kokoluokan kasvua, vaikka kasvusta kertovat taloudelliset numerot näyttäisivätkin yhtiön kannalta hyvältä. Kun yrityksen olemassaolon perustaksi todetaan lisäarvon tuottaminen omistajille, puhutaan omistajalähtöisestä johtamisesta.

Omistajälähtöisen johtamisjärjestelmän tavoitteena on yritysjohton kannustaminen toimimaan ja ajattelemaan osakkeenomistajien lailla. (Knüpfer & Puttonen 2018, 18–20.)

Hämäläinen ym. (2021, 74) jakavat johdon laadusta kertovat tekijät kuuteen: 1. johdon osakeomistus, 2. johdon palkitseminen, 3. johdon kokemus ja osaaminen, 4. johdon track record, 5. johdon viestintä ja 6. johdon pitkäjänteisyys. Ensimmäinen kohta tutkii johdon osakeomistusta. Johdosta saa hyvän kuvan, jos toimitusjohtaja omistaa merkittävän osan johtamansa yrityksen osakkeista. Myös muiden johtoryhmän henkilöiden osakeomistus johtamastaan yrityksestä nähdään hyvänä, sillä se motivoi johtoryhmää toimimaan yrityksen etujen mukaisesti, kuten omistaja. Laatusijoittajan kannalta on myös hyvä tietää, mistä johdon osakeomistus on tullut. Sillä on paljon eroa, jos omistus on saatu omalla rahalla verrattuna esimerkiksi yhtiön tarjoamien optioiden kautta saatuun osakkeiden omistukseen. Toinen tekijä tarkastelee johdon palkitsemista yrityksessä. Tällä tarkastelulla on oleellista selvittää kiinnostaako yrityksen johtoa omistajan näkökulmasta tarkasteltu hyvä suoritus vai vaan raha. Laatusijoittajan kannalta yhtiön palkitsemisjärjestelmä on hyvä, kun se kannustaa johtoa toimimaan pitkällä aikavälillä omistajan tavoin. Johtoa tulisi siis palkita pitkäjänteisen kehityksen perusteella, jotta johdon motivaatio pysyisi yhtiön omistaja-arvon kasvattamisessa. (Hämäläinen ym. 2021, 74.) Knüpfer ja Puttonen (2018, 20) luettelevatkin yhdeksi omistajälähtöisen yrityksen piirteeksi mittaus- ja palkitsemisjärjestelmän, joka on yhdenmukainen arvon kasvun kanssa.

Kolmannessa kohdassa johdon kokemus ja osaaminen nostetaan esille. On tärkeää, että yrityksen johto on kokenut, pystyy järkipäiseen päätöksentekoon pitkällä aikavälillä ja pyrkii keskittymään omistaja-arvoon. Laatu-yhtiöiden kannalta on ominaista, että johto ei vaihdu koko ajan. Jos toimitusjohtaja vaihtuu, olisi hyvä, että uusi johtaja tulisi yrityksen sisältä tai että uudella johtajalla olisi vähintään kokemusta samalta toimialalta. (Hämäläinen ym. 2021, 75.) Toimitusjohtaja antaa yritykselle kasvot ja joutuu näin sijoittajien arvioinnin kohteeksi. Sijoittajan kannalta kiinnostavia piirteitä ovatkin toimitusjohtajan kokemus, koulutus, omistukset ja luottamustehtävät. (Leppiniemi 2002, 267.) Johdon track recordilla tarkoitetaan johdon aikaisempaa menestystä. Tässä oleellista on keskittyä niihin asioihin, johon johto voi vaikuttaa. Johdon pätevyys tulee esille erityisesti silloin, kun toimintaympäristö on haastava ja menestys silti hyvää. Laadukas johto ymmärtää kustannusten merkityksen ja allokoi pääomat järkevästi. Viides kohta tuo esille johdon viestinnän. Viestintä yrityksen toiminnasta on sijoittajille tärkeää. Johdon tulisi viestiä yrityksen tilanteesta avoimesti, sen hyvistä puolista ja vastaavasti myös huonoista puolista. Johdon tulisi myöntää mahdollisesti tekemänsä virheet ja korjata ne sen sijaan, että huonoja uutisia piiloteltaisiin. Viimeinen kohta tuo esille johdon pitkäjänteisyyden merkityksen. On tärkeää, että johto kestää paineita ja vaikeita tilanteita ja osaa ajatella järjen mukaan tunteen sijasta. Laatujohtaja ei lähde jokaiseen markkinoilla

tapahtuvaan trendiin toisia yrityksiä seuraten. Tärkeää on toteuttaa oman yhtiön pitkän aikavälin kannalta omalle yhtiölle parhaita toimenpiteitä. (Hämäläinen ym. 2021, 75–77.)

3.1.4 Kannattavuuden tunnusluvut

Yrityksen kasvunäkymiä ja riskinäkymiä voidaan arvioida erilaisten tunnuslukujen, sekä laskelmien avulla. Tunnuslukuanalyysi yhtiön nykyisen ja historiallisen kehityksen mukaan auttaa muodostamaan johdonmukaisen tulosenusteen, joka on perusta yhtiön arvonnäilykselle (Hyöty 2006, 193). Tunnuslukujen avulla yhtiöitä voidaan vertailla keskenään. Tunnuslukuja analysoidessa saadaan selvitettyä yhtiöiden historiallista suorituskykyä. Erilaisia tunnuslukuja on monia ja tunnuslukuanalyysiä voidaan tehdä eri tavoin, mutta laatusijoittajan analyysin yhtenä osana ovat kannattavuuden tunnusluvut. (Hämäläinen ym. 2021, 93.)

Kannattavuutta analysoidessa otetaan huomioon tulosmarginaalit. Tulosmarginaalien avulla suhteutetaan jokin tuloslaskelman erä, kuten liikevoitto tai nettotulos yhtiön liikevaihtoon. Näin kuvataan sitä, kuinka suuri osa yritykselle jää luomastaan liikevaihdosta kulujen jälkeen. Toinen kannattavuuden analysointiin vaikuttava tekijä muodostuu pääoman tuoton tunnusluvuista. Laatusijoitusstrategiassa on olennaista, että yritysten pitkän aikavälin keskimääräiset pääoman tuotot ovat korkeita. Pääoman tuoton mittaaminen on hyödyllistä, sillä sen avulla yhtiön tulos saadaan suhteutettua yhtiöön sijoitettuun pääomaan. (Hämäläinen ym. 2021, 20, 93–94) Pääoman tuotto ilmaisee siis sitä, kuinka hyvin yritykseen kokonaisuudessaan sijoitettu pääoma tuottaa (Hyöty 2006, 91). Pääoman tuotto saadaan, kun jokin tuloslaskelman tuloserä jaetaan sitä vastaavalla tase erällä. Pääoman tuottoa kuvaavat tunnusluvut voidaan nimetä tarkemmin käytettyjen tulos- ja tase erien mukaan. Koko pääoman tuottoa kuvaa ROA (return on assets), sijoitetun pääoman tuottoa kuvaa ROI (return on investment) ja oman pääoman tuottoa kuvaa ROE (return on equity). Koko pääoman tuotto ROA lasketaan nettotuloksen ja taseen loppusumman suhteena. Sijoitetun pääoman tuotto ROI voidaan laskea, kun liikevoitto jaetaan omalla pääomalla, johon on lisätty korollinen vieras pääoma ja vähennetty kassa. Oman pääoman tuottoa kuvaava tunnusluku ROE on tärkein pääoman tuoton tunnusluvuista, sillä sen avulla tuotto voidaan laskea juuri osakkeenomistajien sijoittamalle omalle pääomalle. Oman pääoman tuotto voidaan laskea seuraavan kaavan mukaan. (Hämäläinen ym. 2021, 94–95.)

$$ROE = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oma pääoma}}$$

Oman pääoman tuotto kuvaa sitä, miten hyvin yrityksen johto on investoinut osakkeen omistajien yritykseen sijoittamaa pääomaa. Sijoittajat vertaavat asettamaansa tuottovaatimusta oman pääoman tuottoon. Yhtiön oman pääoman tuottoon voidaan vaikuttaa pääomarakenteen avulla. Tällöin velkaantuneen yhtiön oman pääoman tuotto saattaa olla korkeampi verrattuna vähemmän velkaantuneeseen, vaikka vähemmän velkaantuneen yhtiön koko pääoman tuotto on taas korkeampi. (Hyöty 2006, 90–91.) Yhtiöillä on mahdollisuus parantaa oman pääoman tuottoaan velkavivun avulla. Vipuvaikutus on positiivinen, jos yhtiön pääoma tuottaa enemmän kuin velan kustannus. Tässä tapauksessa yrityksen kannattaa käyttää velkaa, mutta yhtiöpäinen velkaantuminen ei ole kuitenkaan hyväksi. Velkavipu saadaan laskettua koko pääoman ja oman pääoman suhteena. Viimeisenä kannattavuuden analyysin osana otetaan huomioon yhtiön vapaa kassavirta. Vapaa kassavirta tarkoittaa kassavirtaa, joka on mahdollista jakaa esimerkiksi omistajille osinkoina tai omien osakkeiden takaisinostoina. Vapaa kassavirta voidaan laskea, kun nettotuloksesta vähennetään nettoinvestoinnit ja nettokäyttöpääoman muutos. (Hämäläinen ym. 2021, 95–97.)

3.2 Kasvusijoittaminen

Kasvuun perustuvassa strategiassa sijoittaja pyrkii sijoittamaan voimakkaasti kasvaviin yhtiöihin. Tärkeimpänä kriteerinä sijoittajalle on siis potentiaalinen kasvun nopeus, jolloin sijoittajan huomio kiinnittyy ennusteisiin yrityksen tulevaisuuden tuloskasvusta. Kasvusijoittaja sijoittaa vain yhtiöihin, joiden liiketoiminnan kasvu on selkeästi keskimääräistä nopeampaa. Strategiassa osakkeen arvostus ei ole ensi sijassa, vaan sijoittaja luottaa siihen, että korkea kasvu kompensoi mahdollisesti kalliin hankintahinnan. Sijoittaja voi siis joutua maksamaan korkeasta kasvuodotuksesta. (Hämäläinen ym. 2021, 21.) Kuitenkin hyvä sijoitus kasvuyhtiöön voi tuoda jopa tuhansien prosenttien tuoton. Yhtiön kasvu tuo muutenkin monia etuja sijoittajalle. Yhtiön liikevaihdon kasvaessa tulos myös yleensä kasvaa. Kun tulos kasvaa, liikevaihdon kasvua voidaan edelleen vauhdittaa. Suureksi kasvaneilla yhtiöillä on yleensä hyvät mahdollisuudet neuvotella paremmat ehdot tavarantoimittajien, sekä asiakkaiden kanssa. Yhtiöllä on silloin liiketoiminnan mittakaavaetuja. (Hämäläinen & Oksaharju 2020, 53–54.) Kasvusijoittajat uskovat siis saavansa markkinoiden parhaat tarjoukset arvioimalla kasvua. (Damodaran 2012, 330.) Kasvuyhtiöitä löytyy yleensä nopeasti kasvavilta toimialoilta, kuten esimerkiksi teknologia-alalta. Osingot ovat kasvuyhtiöiden kohdalla matalia tai niitä ei jaeta, mutta sijoittaja odottaa yhtiöltä niiden sijaan kasvua. (Leppiniemi 2002, 94–96.)

Jotta minkä kokoinen tahansa yritys voisi saada hyvän todennäköisyyden saavuttaa ja ylläpitää ylivoimaista kasvua, täytyy sen täyttää tiettyjä piirteitä. Ensimmäisenä piirteenä yhtiöllä täytyy olla hyvä johtoryhmä, joka painottaa leveyttä ja syvyyttä kaikilla tärkeimmillä toiminnallisilla alueilla.

Toisena piirteenä yhtiöllä tulisi olla tuote tai palvelu, jolla on normaalia korkeampi potentiaali kasvaa, viimekädessä kannattavuudella mitattuna. Kolmanneksi yhtiön tulisi omata järkevä liiketoimintasuunnitelma, jossa asetetaan tarkkoja tavoitteita. Näiden lisäksi yhtiöllä tulisi olla osaava kirjanpito, sekä riittävä taloudellinen vahvuus, jotta liiketoimintasuunnitelma voitaisiin toteuttaa. Nämä piirteet ovat tärkeitä ja sovellettavissa monenlaiselle yhtiölle. Yhtiön valintaprosessi ei ole aina helppoa. Hyvissäkin yhtiöissä saattaa ajoittain olla ongelmia, jolloin tärkeää on erottaa, onko ongelma väliaikainen vai pysyvä vika. (Andrews 1970, 55–56) Pitkän aikavälin kasvavia yhtiöitä etsittäessä on pystyttävä hahmottamaan tulevaa suurten linjojen avulla. Tulee miettiä toimialan kasvuajureita, alan kestäväää kannattavuuden tasoa, sekä yrityksen kilpailukykyä toimialan sisällä. Kasvuyhtiötä analysoitaessa tulee ottaa huomioon, onko yhtiöllä tarpeeksi iso potentiaalinen markkina, joka mahdollistaa liikevaihdon merkittävän kasvun vuosien ajan. Kasvuyhtiöt voivat olla suuria tai pieniä. Yleensä suuremmat yhtiöt ovat turvallisempia, sillä ne todennäköisesti pärjäävät talouden heikkoina aikoina. Kuitenkin pienet kasvuyhtiöt voivat tarjota suurempia voittoja, vaikka riski pääoman menettämisestä on suurempi. Sijoittajat tyypillisesti arvostavat hyvin kasvaneita yhtiöitä, jolloin niille sallitaan muita yrityksiä korkeampi arvostus, kuten p/e-luku. (Hämäläinen & Oksaharju 2020, 53–56, 60–61.) P/e-lukua käytetään todella usein yrityksen arvonmäärityksessä. Luku ilmaisee, kuinka monta vuotta vakiona pysyvällä tuloksella kestää ansaita osakkeen hinta. Lukua voidaan siis ajatella eräänlaisena takaisinmaksuaikana. P/e-lukua käytännössä laskiessa voidaan käyttää osakekohtaisia lukuja. (Nikkinen ym. 2002, 143.)

$$P/e = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Tulos per osake}}$$

Kasvuyhtiöiden kallis arvostaminen tulee esille myös p/b-luvulla mitattuna (Hämäläinen 2005, 39). P/b-luku on yrityksen tasesubstanssiin suhteutetuista tunnusluvuista käytetyin. Luku kuvaa, kuinka moninkertainen yhtiön oman pääoman markkina-arvo on suhteessa kirjanpidolliseen oman pääoman arvoon. (Kallunki ym. 2019, 161.)

$$P/b = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtaisen oman pääoman tasearvo}}$$

Kasvusijoittamisen parhaana piirteenä voidaan nähdä aiemmin mainitut moninkertaiset tuotot. Kuitenkin kasvustrategia sisältää myös riskiä menettää sijoitettu pääoma. Vaikka kasvusijoittaminen voidaan nähdä riskiä haluavien sijoitusstrategiana, kaikki kasvusijoittajat eivät kuitenkaan ole riskinhakijoita. Kasvussa on selkeästi arvoa, mutta ongelmana ilmenee se, voiko kasvua ostaa järkevällä hinnalla. (Damodaran 2012, 329.) Riskinä kasvusijoittamisen strategiassa nousevat esille

myös väärät arviot. Tämä tulee esille, jos sijoittaja ennustaa sijoituskohteena olevan yhtiön kasvun liian optimistisesti. Myös liian korkean hankintahinnan maksaminen tuo riskiä strategiaan. (Hämäläinen ym. 2021, 21.) Andrews (1970, 56) viittaaakin tekstissään siihen, että negatiivinen asenne kasvuun sijoittamista kohtaan syntyy siitä, että kasvuyhtiöitä ei tunnisteta hyvin. Yhtiön tarkka analyysi ennen sen osakkeiden ostamista on siis tärkeää.

Laatusijoittaminen eroaa monella tapaa kasvusijoittamisesta. Hanson ja Dhanuka (2015, 73) toteavatkin, että laatu voidaan nähdä aggressiivisen kasvun vastakohtana. Laatustrategiaa käyttävä sijoittaja ottaa paljon enemmän huomioon yhtiön tilan ja laadukkuuden verrattuna kasvustrategian käyttäjään. Laatusijoittaminen on paljon systemaattisempi tapa sijoittaa (Hämäläinen ym. 2021, 21). Tulevien tuottojen muodostumisesta ollaan varmempia ja tuotto on tasaisempaa. Laatuun perustuva strategia voidaan siis todeta vähemmän riskiseksi verrattuna kasvuun perustuvaan strategiaan. Laatustrategiassa odotetaan myös yhtiöiden kasvua, kuten kasvustrategiassa. Kuitenkin laatu-yhtiöiden kasvu on maltillisempaa ja paljon ennustettavampaa verrattuna kasvusijoittamisen korkeisiin kasvuennusteisiin. Lisäksi laatu-yhtiöt ovat yleensä hyviä osingonmaksajia, mutta kasvuyhtiöissä tämä on vaihtelevaa, sillä raha investoidaan kasvuun. Kasvusijoittamisessa yhtiöitä voidaan ostaa, vaikka niiden arvostus olisi korkealla, koska uskotaan, että kasvu kompensoi hintaa. Laatusijoittaja puolestaan ottaa enemmän huomioon osakkeen arvostuksen, eikä hanki kasvua ihan millä tahansa hinnalla. Lisäksi laatusijoittaja valitsee mieluummin salkkuunsa jo markkina-aseman vakiinnuttaneita yhtiöitä, sillä näiden yhtiöiden kasvu ja kehitys on ennustettavampaa kuin suuren kasvun yhtiöillä. (Hämäläinen ym. 2021, 21.) Molemmilla strategioilla kuitenkin pyritään tekemään markkinoiden keskimääräistä tuottoa parempaa tulosta. Eri strategiat vain painottavat sijoituskohteita analysoidessaan erilaisia piirteitä, joita pidetään tärkeinä.

3.3 Arvosijoittaminen

Damodaran (2012, 259) kuvailee arvosijoittajia tarjousten metsästäjinä. Perinteisesti arvosijoittaminen ajatellaankin strategiana, jossa ostetaan osakkeita edullisin p/e- tai p/b-luvuin tai kun ne tarjoavat korkeaa osinkotuottoa. P/e- ja p/b-lukujen määrittely tehtiin jo viime luvussa. Arvoon pohjautuva sijoitusstrategia perustuu osakkeiden arvon määrittämiseen itsenäisesti. Menestymiseen vaaditaan sitä, että sijoittaja arvioi yrityksen arvon paremmin kuin muut sijoittajat markkinoilla. (Hämäläinen ym. 2022, 17, 21.) Sijoittaja etsii siis osakkeita, joiden arvostuskertoimet ovat matalalla. Osakkeen arvolla ja osakkeen hinnalla tarkoitetaan eri asioita. Osakkeen hinta on pörssikurssi, mutta osakkeen arvo on yhden osakkeen osuus yhtiön oikeasta arvosta, jonka sijoittaja on sille määritellyt. Osakkeen taustalla oleva liiketoiminta muodostaa arvoa. Osakkeiden hinnat vaihtelevat markkinoilla

sijoittajien kollektiivisen kysynnän ja tarjonnan mukaan. Arvon vaihtelut puolestaan perustuvat yhtiön liiketoiminnassa tapahtuviin muutoksiin. Arvosijoittamisessa sijoitusmahdollisuudet syntyvät silloin kun hinta ja arvo eivät kohta. (Hämäläinen ym. 2022, 37.) Sijoittajan tuotto perustuu yleisimmin osakkeen aliarvostuksen purkautumisesta. Kun osakkeen arvo on palautunut sijoittajan oikeana pitämään hintaan, hän myy osakkeen ja etsii uuden aliarvostetun yhtiön. (Hämäläinen ym. 2021, 20–21.) Osake on siis arvosijoitus, kun osakkeen hinta on matalampi kuin yhtiön todellinen arvo. Sillä ei ole väliä, onko osake muuhun pörssiin verrattuna erittäin edullinen. Ratkaisevana tekijänä on se, onko yhtiö edullinen suhteessa yhtiön oikeaan arvoon. (Hämäläinen ym. 2022, 13.) Arvoyhtiöt myös usein jakavat tasaista osinkoa (Leppiniemi 2002, 95). Arvoyhtiö sanalla viitataan siihen, että yhtiöt omistajat paljon resursseja, esimerkiksi tehtaita ja koneita, mutta niiden hinta pörssissä ei ole niin korkea. Joissain tapauksissa hinta saattaa olla alhaisempi verrattuna yhtiön omistamien tavaroiden arvoon. (Hämäläinen 2005, 39.) Yhtiön aliarvostettu asema saattaa johtua jostain yrityksen epäkohdasta, esimerkiksi huonosta johdosta (Puttonen & Kivisaari 1998, 116). Arvosijoittamiseen perustuvassa strategiassa yhdistyvät tarkasti tehty yhtiöanalyysi, kurinalaisuus ja kärsivällisyys odottaa hetkeä, jolloin osakkeen hinta on tarpeeksi halpa. Sijoittaja tutustuu yrityksen taseeseen, sekä tuloslaskelmaan. Arvosijoittamisen strategia perustuu absoluuttisen tuoton tavoitteluun, jolloin osakkeen täytyy olla itsessään halpa. Arvosijoittaminen pohjautuu riskien välttämiseen ja sijoittaja keskittää huomionsa heti alussa asioihin, jotka voivat mennä pieleen. (Hämäläinen ym. 2022, 31–32.)

Arvosijoittaminen voidaan karkeasti jakaa kahteen päätyyliin: klassinen arvosijoittaminen, eli osakkeiden mekaaninen seulonta tunnuslukujen perusteella ja moderni arvosijoittaminen, eli sijoittaminen aliarvostettuihin yrityksiin. Klassinen arvosijoittaja etsii pörssistä yhtiöitä, jotka on hinnoiteltu maltillisesti suhteessa yrityksen tulokseen, taseen pääomaan tai vallitsevaan osinkotasoon katsoen. Eli klassinen arvosijoittaja siis etsii matalan p/e- ja p/b-luvun omaavia osakkeita tai yhtiöitä, joiden osinkotuotto on korkea. Parhaana arvoyhtiön tunnusmerkkinä pidetään yleensä matalaa p/b-lukua. Tällaisessa sijoittamisessa sijoitussalkku kootaan tietyin väliajoin uudelleen. Esimerkiksi kerran vuodessa tarkistetaan, että kaikki osakkeet täyttävät kriteerit. Klassinen arvosijoittaja siis etsii aliarvostusta yhtiöiden aikaisemman suorituskyvyn ja nykyisyyden mukaan, eikä ekstrapoloi tapahtunutta kehitystä tulevaisuuteen. Osakkeen pitää olla tiukan tulkinnan muodossa aliarvostettu, riippumatta siitä, vaikka liiketoiminta loppuisi välittömästi. Modernilla arvosijoittamisella tarkoitetaan sijoittamista aliarvostettuihin yhtiöihin. Tässä tapauksessa osakkeen hinnoittelukerroin ei ole tärkein tai ainakaan ainoa kriteeri sijoittamisessa. Modernissa arvosijoittamisessa keskiössä on sijoittajan oma arvio osakkeen hinnasta. Ostolistalle saattaa näin joutua osakkeita, jotka eivät ole

koko pörssilistan tarkastelussa läheskään huokeimpien joukossa tunnuslukuvertailussa. Yhtiön tämänhetkisen liiketoiminnan arvo saattaa olla selvästi yli tasearvon esimerkiksi vahvan brändin, skaalautuvan teknologian tai kestävien asiakassuhteiden ansiosta. Nämä ominaisuudet eivät näy taseessa, mutta ne luovat taloudellista arvoa. Moderni arvosijoittaja kiinnittää huomionsa verrattain vakaisiin, sekä tuloksentekokykynsä jo aiemmin osoittaneisiin yrityksiin. Tällaiset yhtiöt ovat vahvan markkina-asemansa ansiosta todennäköisiä menestyjiä myös tulevaisuutta ajatellen. (Hämäläinen ym. 2022, 30–31.)

Arvosijoittamisen toiminnasta on tehty monia tutkimuksia, jotka kertovat strategian toimivan. Tutkimukset ovat osoittaneet vakuuttavasti, että mekaaniseen tunnuslukuseulontaan perustuva sijoitusstrategia on tuottanut keskimääräistä paremmin. On siis ollut viisasta sijoittaa halpoihin osakkeisiin kalliiden sijasta. Arvo-osakkeiden paremman tuoton oletetaan johtuvan markkinoiden tehottomuudesta. Uskotaan, että pörssissä tapahtuu markkinapsykologiaa, ylilyöntejä ja laumakäyttäytymistä. Strategia perustuu järkeen ja systemaattiseen sijoittamiseen pörssissä. (Hämäläinen ym. 2022, 22–23, 32.) Strategian hyvänä ominaisuutena voidaan siis todeta sen toimivuus. Hyvänä piirteenä voidaan myös ajatella strategian pohjautuminen riskien välttämiseen. Lisäksi arvoyhtiöiden usein tasainen osingonjako on positiivinen piirre sijoittajan kannalta. Markkinoiden tarjoamien aliarvostettujen osakkeiden määrä kuitenkin vaihtelee. Yksittäisten osakkeiden kohdalla eri arvon ja hinnan välillä voi olla suuri tai pieni. Jos markkinoiden osakkeiden hinnoittelut ovat yleisesti korkealla, arvosijoittajalla on hankaluuksia löytää ostettavaa. (Hämäläinen ym. 2022, 32.) Lisäksi riskinä voivat olla väärät arviot sijoituskohteen valinnassa.

Laatustrategialla ja arvostrategialla on monia erilaisia piirteitä, mutta niitä yhdistää halu voittaa markkinoiden keskimääräinen tuotto. Suurena erona voidaan havaita se, että laatusijoittaja painottaa sijoituskohteissaan laatua huomattavasti enemmän. Arvosijoittajan edullisesti hankkimat yhtiöt voivat kärsiä jonkinlaisista liiketoiminnallisista ongelmista. Laatusijoittaja taas hankkii laadukasta ja kannattavaa liiketoimintaa omaavien yhtiöiden osakkeita. Laatusijoittaja on lisäksi valmis maksamaan laadukkaista yhtiöistä enemmän uskoen siihen, että yhtiöiden liiketoiminnan kasvu ajan myötä kompensoi hinnan. Arvosijoittajan voidaan sanoa ostavan keskinkertaista edullisesti, kun taas laatusijoittaja ostaa laadukasta kohtuuhinnalla. (Hämäläinen ym. 2021, 20–21.) Arvosijoittajan tärkein valintakriteeri on se, että sijoituskohte on aliarvostettu. Laatusijoittaja katsoo myös ostohintaa, mutta on valmis maksamaan arvosijoittajaa enemmän. Laatusijoittaja ei oikeastaan juurikaan myy osakkeitaan, sillä laadukkaat yhtiöt nostavat hyvän liiketoimintansa ansiosta yhtiön arvoa vuodesta toiseen. Arvosijoittaja puolestaan myy osakkeensa useammin, silloin kun niiden hinta ylittää osakkeen arvon. (Hämäläinen ym. 2022, 34.)

4 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli tarkastella laatusijoittamiseen pohjautuvaa sijoitusstrategiaa ja sen pääpiirteitä suhteessa kasvu- ja arvosijoittamiseen. Tutkielman alussa päätavoitteeksi nimettiin laatusijoittamiseen liittyvien ominaispiirteiden selvittäminen, joten piirteitä tarkasteltiin laajasti. Yhtenä tavoitteena lueteltiin myös osakemarkkinoiden käsittely ja muutaman sijoittamiseen oleellisesti liittyvän teorian tarkastelu. Näihin lukeutuivat sijoituksen tuotto ja riski, portfolioteoria, markkinoiden tehokkuus, sekä CAP-malli. Tutkielman aiheena sijoittaminen on ajankohtainen ja tärkeä, sillä sijoittamalla yksityishenkilöt voivat kannattavasti ja järkevästi hallita omaisuuttaan. Tutkielmassa esiteltävät strategiat tarjoavat sijoittajille erilaisia lähestymistapoja sijoittamiseen, sekä tuottojen tavoitteluun.

Sijoittajat hakevat sijoituksillaan tuottoa ja osakkeiden kannalta tuotto muodostuu osakkeen arvonnoususta ja mahdollisesti saatavista osingoista. Sijoituksen tuotto voidaan myös nähdä kuvauksena siitä, kuinka hyvin sijoitus on muihin yhtiöihin verrattuna pärjännyt. Erilaiset sijoituskohteet tuottavat huomattavasti erisuuruisia tuottoja johtuen niiden erilaisista riskitasoista. Osakkeiden on kuitenkin pitkällä aikavälillä todettu tuottavan kohteista parhaiten. Indekseillä voidaan kuvata markkinoiden keskimääräistä kehitystä. Sijoittajan valitessa osakkeita itsenäisesti salkkuunsa, salkun arvo lähtee kehittymään eri tavalla osakemarkkinoiden keskimääräiseen kehitykseen verrattuna. Tällöin sijoittajalle avautuu mahdollisuus markkinoita suurempaan tuottoon. Kaikkeen sijoittamiseen sisältyy kuitenkin myös riskiä, jolloin salkun arvo voi myös laskea osakemarkkinoiden keskimääräistä kehitystä alemmas. Sijoittamisessa riski ei kuitenkaan aina ole negatiivinen asia, sillä se mahdollistaa myös suuret voitot. Riski on sijoittamiseen liittyvää epävarmuutta. Osakesijoitus nähdään yleensä riskisijoituksena, sillä osakkeisiin sijoitettaessa ei voida olla varmoja tulevasta tuotosta. Osakesijoittajan sijoitusympäristön riskit liittyvät osakkeen arvon vaihteluun. Riskiä voidaan mitata sijoituksen tuoton kokonaisvaihtelulla, keskihajonnan avulla. Sijoituspäätös voidaan ajatella tuoton ja riskin välisenä kompromissina. Riski muodostuu monesta eri tekijästä. Lisäksi kokonaisriski voidaan jakaa systemaattiseen, eli markkinariskiin ja epäsystemaattiseen, eli yrityskohtaiseen riskiin.

Harry Markowitzin (1952) luoman portfolioteorian mukaan riskiä voidaan pienentää hajauttamalla sijoitettava omaisuus moneen erityyppiseen kohteeseen. Teoria tutkii sijoituskohteen riskiä ja sen yhteyttä tuottoon. Portfolion riski riippuu salkussa olevien arvopaperien määrästä ja niiden välisistä yhteisvaihteluista, kovariansseista. Hajauttaminen toimii parhaiten, kun sijoituskohteiden väliset kovarianssit ovat mahdollisimman pieniä. Tämä perustuu siihen, että sijoituskohteiden tuottojen

reagoissa eri tavoin ne kumoavat toistensa vaikutuksia. Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on ohjata varoja mahdollisimman tuottaviin investointikohteisiin. Ensisijaismarkkinoilla yritykset laskevat liikkeelle uusia osakkeita, toissijaismarkkinoilla sijoittajat käyvät kauppaa jo olemassa olevilla osakkeilla. Rahoitusmarkkinoiden toinen tärkeä tehtävä on informaation välittäminen. Tämä on tehokkaiden markkinoiden kannalta tärkeää. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan osakkeiden hinnat heijastavat täydellisesti ja välittömästi kaikkea tietoa, joka on saatavilla ja tarpeellista. Tehokkailla markkinoilla yksittäisten, muita parempien sijoitusten tekeminen ei ole mahdollista. Markkinoiden tehokkuuden toteutumisesta on kuitenkin erimielisyyksiä. CAP-malli on arvopapereiden hinnoittelumalli, joka sitoo osakkeen tuoton odotusarvon suoraan sen riskiin. Tämän mukaan odotettu tuotto kasvaa riskin kasvaessa. Mallin mukaan ainoastaan systemaattinen riski on sijoittajalle oleellinen, sillä epäsystemaattinen riski voidaan hajauttaa pois.

Tutkielmassa määritelty ensimmäinen tutkimuskysymys oli: Mitä piirteitä laatusijoittamiseen kuuluu? Tähän pyrittiin selvittämään vastausta luvussa 3.1. Tärkeimpänä piirteenä tuli esille ehkä sanomattakin selvä yhtiöiden laadukkuus. Laatua voidaan kuitenkin mitata monella erilaisella taloudellisella, numeerisella mittarilla, sekä ei-taloudellisilla mittareilla, joita muun muassa Hämäläinen ym. (2021), sekä Hanson ja Dhanuka (2015) esittävät kattavasti. Selvisi, että laatusijoittamisen käsite on laaja ja eri sijoittajat voivat painottaa laatua määrittäviä piirteitä eri tavalla. Kuitenkin strategiassa on keskeistä arvioida yhtiötä, sen liiketoimintaa ja menestyskeinoja, sekä niiden toimivuutta tulevaisuudessa. Yhtiön menestymismahdollisuuksia tulevaisuuden kannalta on tärkeää tarkastella, sillä laatustrategia on pitkän aikavälin sijoitusstrategia. Perusajatuksena on pääoman turvaaminen ja sille tuoton saaminen keskittymällä liiketoiminnan laatuun. Strategiassa keskitytään laadukkaiden yhtiöiden liiketoiminnan mukana tulevaan arvonnousuun. Perinteinen laatusijoittaja voi määrittää yhtiön laadukkuutta korkean ROE:n, alhaisen velan ja vakaan tuoton muodossa. Lisäksi laatusijoittamisen tärkeinä piirteinä laadun määrittämisessä ilmenivät yhtiön markkina-asema ja mittakaavaetu, liiketoimintamalli ja kilpailuetu, laadukas johto, sekä yhtiön kannattavuus. Yleensä laatusijoittajaa kiinnostaa vahvat yhtiöt, jotka ovat osoittaneet hyvän ja vakaan kannattavuuden. Laadukkaita yhtiöitä pyritään lisäksi hankkimaan hyvällä hinnalla, joten osakkeiden arvostuksellakin on hieman painoarvoa, vaikka tämä ei ole ensimmäisenä prioriteettina. Laatusijoittamisessa tuotto muodostuu yrityksen kasvavan tuloksen ja osinkojen kautta. Tavoitteena on päästä osalliseksi pitkäkestoisesta ja keskimääräistä nopeammasta kasvusta, keskimääräistä pienemmällä riskillä. Laatusijoittaminen voidaan nähdä suhteellisen turvallisena strategiana, sillä laatusijoittajat pärjäävät talouden hankalina aikoina.

Toinen tutkielmassa määritelty tutkimuskysymys oli: Miten laatusijoittaminen eroaa kasvu- ja arvosijoittamisesta. Hämäläinen ym. (2021) tuovat esille sen, että laatusijoittaminen haastaa tehokkaita markkinoita. Samaa voidaan ajatella kaikista strategioista, joiden mukaan osakkeita valitaan salkkuun. Samaa kaikissa strategioissa on siis se, että niiden avulla pyritään saamaan keskimääräistä parempaa tuottoa markkinoilla haastaen tehokkaiden markkinoiden hypoteesia. Suurimpana erona havaittiin erilaiset strategioiden lähestymistavat tuoton hankkimiseen. Samana piirteenä huomattiin yhteinen riskitekijä. Riskiä syntyy strategioissa, jos sijoituskohteen arvioiminen epäonnistuu ja valitaan vääriä osakkeita. Laatusijoittamisessa painotetaan yhtiön laatuun liittyviä piirteitä tuoton takaajana. Puolestaan kasvuun perustuvassa strategiassa yhtiön potentiaalinen kasvun nopeus on sijoituskohteiden valintakriteerinä tärkein. Tuoton odotetaan siis muodostuvan kasvun avulla, eikä kasvusijoittaja painota laatua yhtä paljon sijoituspäätöstä tehdessään. Salkkuun valitaan yhtiöitä, joiden liiketoiminnan kasvu on selkeästi keskimääräistä nopeampaa. Kasvusijoittamisessa osakkeen arvostus ei ole ensi sijassa, vaan kasvun oletetaan korvaavan kallis hankintahinta. Näin ollen p/e- ja p/b-luvut voivat olla korkeita. Laatusijoittaja ei ole valmis maksamaan kasvusta niin paljon kuin kasvusijoittaja. Lisäksi laatu-yhtiöiden kasvu on maltillisempaa ja ennustettavampaa. Leppiniemi (2002) kertoo kirjassaan, että kasvuyhtiöitä löytyy useimmiten nopeasti kasvavilta toimialoilta, esimerkiksi teknologia-alalta. Laatu-yhtiöt puolestaan ovat yleensä jo hyvän markkina-aseman saavuttaneita ja niiden kilpailukyky on todettu hyväksi. Osingot ovat kasvuyhtiöissä matalia tai niitä ei välttämättä jaeta vaan varat menevät kasvun tavoitteluun. Laatu-yhtiöt ovat puolestaan hyviä osinkojen maksajia ja osinkojen odotetaan kasvavan tulevaisuudessa. Kasvusijoittaminen on laatusijoittamiseen nähden korkeariskisempi tapa sijoittaa. Tämä riski kuitenkin mahdollistaa myös suurempia tuottoja, vaikka on myös mahdollisuus sijoituksen menettämiselle.

Arvoon perustuvassa sijoitusstrategiassa lähestymistapa tuoton hankkimiseen on osakkeiden hinnoissa. Arvosijoittaja ei siis painota yhtiöiden laadukkuutta niin paljoa, vaan osakkeen aliarvostettu, halpa hinta merkitsee eniten. Kuten Damodaran (2012) kirjassaan ilmaisee, arvosijoittamisessa sijoittajaa houkuttelevat osakkeiden alhaiset p/e- ja p/b-luvut, tai korkea osinkotuotto. Arvosijoittamisessa sijoitusmahdollisuudet muodostuvat, kun osakkeen hinta ja sijoittajan sille määrittämä arvo eivät kohta. Sijoittajan tuotto puolestaan perustuu osakkeen aliarvostuksen purkautumiseen. Kun arvo on palautunut sijoittajan oikeana pitämään hintaan, osake myydään ja etsitään uusi aliarvostettu yhtiö. Näin ollen arvosijoittaja käy paljon enemmän kauppaa verrattuna laatusijoittajaan. Arvo-yhtiöt jakavat usein tasaista osinkoa, kuten laatu-yhtiötkin. Arvosijoittamisessa osakkeen aliarvostus liittyy usein johonkin yhtiön liiketoiminnassa ilmenneeseen epäkohtaan, esimerkiksi huonoon johtoon. Laatusijoittaja puolestaan hankkii laadukasta ja

kannattavaa liiketoimintaa. Laatusijoittaja on myös valmis maksamaan hyvistä yhtiöistä enemmän, sillä uskotaan, että yhtiöiden liiketoiminnan kasvu ajan myötä kompensoi hinnan. Arvosijoittaminen yhdistää tarkasti tehdyn yhtiöanalyysin, kurinalaisuuden ja kärsivällisyyden odottaa hetkeä, jolloin osakkeen hinta on tarpeeksi halpa. Sijoittajan on oleellista tutustua yrityksen taseeseen, sekä tuloslaskelmaan. Laatusijoittaja puolestaan tutustuu erilaisiin yhtiön piirteisiin, joilla laatua kuvataan.

Johtopäätöksenä tuloksista voidaan päätellä, että käsitellyjä sijoitusstrategioita voidaan käyttää, kun tavoitellaan markkinoilta keskimääräistä korkeampaa tuottoa. Jokaiseen strategiaan liittyen on tehty tutkimuksia, joiden mukaan ne toimivat. Strategiat haastavat tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, jonka mukaan ylisuurten tuottojen tekeminen markkinoilla ei ole mahdollista. Tämä johtuu siitä, että teoria olettaa, että kaikki markkinoiden tiedot sisältyvät jo osakkeiden hintoihin. Kuitenkin strategioiden toimiessa markkinat voidaan todeta ainakin osittain tehottomiksi. Erilaisia strategioita tutkiessa, voi alkaa pohtimaan sitä, mikä strategioista voittaa. Parhaan sijoitusstrategian määrittäminen on kuitenkin hankalaa. Kaikissa strategioissa on omat hyvät puolensa ja vastaavasti huonot puolet ja riskit. Toisena johtopäätöksenä voidaan päätellä, että erityyyliset sijoitusstrategiat soveltuvat erilaisille sijoittajille. Sijoittajilla on erilaisia sijoituksia koskevia tavoitteita. Jotkut tavoittelevat tuottoa lyhyellä aikavälillä, toiset pidemmällä. Jotkut sijoittajat ovat valmiimpia ottamaan suuria riskejä, kun taas toiset pyrkivät sijoittamaan mahdollisimman matalariskisiin kohteisiin. Eri sijoittajien mielipiteet voivat myös vaihdella siitä, mikä sijoitustapa tuottaa eniten. Jokaisella tutkielmassa käsitellyllä strategialla on varmasti omat kannattajansa. Toiset ajattelevat, että laatu ratkaisee, toiset taas luottavat kasvun tai aliarvostettujen osakkeiden tuottavan paremmin.

Jatkotutkimuksena voitaisiin pyrkiä tutkimaan erilaisia variaatioita, mitä tutkimuksessa esitellyistä strategioista voitaisiin muodostaa. Voitaisiin esimerkiksi selvittää, millaisia tuloksia saadaan, jos portfolio muodostetaan osakkeista, joilla on kasvusijoittamisesta tutut suuret kasvuennusteet ja lisäksi arvossijoittamisen piirre, halpa arvostus. Toisena esimerkkinä portfolio voitaisiin muodostaa laadukkaista yhtiöistä, joiden valinnassa painotetaan laatutekijöiden lisäksi suurta tulevaisuuden kasvua. Tutkimuksessa tutkittaisiin tällaisten salkkujen tulosta ja muita ominaisia piirteitä, joita tutkimuksessa ilmeni. Lisäksi ensin pitäisi selvittää löytyykö markkinoilta osakkeita, jotka vastaavat uusien variaatioiden vaatimuksiin. Strategioita sekoitellen voidaan mahdollisesti löytää uusia paremmin tuottavia tapoja osakkeiden valinnoissa.

Lähteet

- Andrews, John R. (1970) The fundamental case for investing in growth. *Financial analysts journal*, Vol. 26 (6), 55–64.
- Chen, James Ming (2021) The capital asset pricing model. *Encyclopedia*, Vol. 1 (3), 915–933.
- Cunningham, Lawrence A. – Eide, Torkell T. – Hargreaves, Patrick (2016) *Quality investing: Owning the best companies for the long term*. Harriman House Ltd, Hampshire.
- Damodaran, Aswath (2012) *Investment philosophies: Successful strategies and the investors who made them work*. 2. p. John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.
- Elton, Edwin J. – Gruber, Martin J. (1997) Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 21 (11), 1743–1759.
- Farida, Ida – Setiawan, Doddy (2022) Business strategies and competitive advantage: The role of performance and innovation. *Journal of Open Innovation*, Vol.8 (3), 1–16.
- Hanson, Dan – Dhanuka, Rohan (2015) The ”science” and “art” of high quality investing. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27 (2), 73–86.
- Hyöty, Jussi (2006) *Osakekeissien pauloissa: Intohimona analyysi*. Talentum, Helsinki.
- Hämäläinen, Karo (2005) *Sijoittajan käsikirja*. Talentum, Helsinki.
- Hämäläinen, Karo – Oksaharju, Jukka (2020) *Sijoita kuin guru*. 8. uud. p. Oksaharju Capital Oy.
- Hämäläinen, Karo – Oksaharju, Jukka – Walker, Random (2021) *Laatuguru: Näin valitset voittajaosakkeet*. 2. uud. p. Oksaharju Capital Oy.
- Hämäläinen, Karo – Oksaharju, Jukka – Walker, Random (2022) *Arvoguru: Näin löydät halvimmat osakkeet*. 2. uud. p. Oksaharju Capital Oy.
- Kallunki, Juha-Pekka – Martikainen, Minna – Niemelä, Jaakko (2019) *Ammattimainen sijoittaminen*. 8. uud. p. Alma Talent, Helsinki.
- Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko (2012) *Osakkeen arvonmäärittäminen: Onnistunut sijoituspäätös*. Talentum, Helsinki.
- Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa (2018) *Moderni rahoitus*. 10. uud. p. Alma Talent, Helsinki.
- Kristof, Kathy (2008) *Investing 101*. 2. uud. p. Bloomberg Press, New York.
- Leppiniemi, Jarmo (2002) *Pörssikurssi*. WSOY, Helsinki.
- Malkiel, Burton (2007) *Sattuman kauppaa wall streetillä*. (Alkuteos A random walk down Wall Street: the time tested strategy for successful investing 2007, käänös Jussi Rosti.) Talentum, Helsinki.
- Markowitz, Harry (1952) Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7 (1), 77–91.

- Martikainen, Teppo – Martikainen, Minna (2009) *Rahoituksen perusteet*. 7. uud. p. WSOYpro Oy, Helsinki.
- Nazlioglu, Saban – Pazarci, Sevket – Kar, Asim – Varol, Osman (2024) Efficient market hypothesis in emerging stock markets: gradual shifts and common factors in panel data. *Applied Economics Letters*, Vol. 31 (18), 1773–1779.
- Neilimo, Kari – Näsi, Juha (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja, sarja A2: Tutkielmia ja raportteja. Tampereen yliopisto, Tampere.
- Nikkinen, Jussi – Rothovius, Timo – Sahlström, Petri (2002) *Arvopaperisijoittaminen*. WSOY, Helsinki.
- Puttonen, Vesa (2001) *Sijoituskirja*. WSOY, Helsinki.
- Puttonen, Vesa – Kivisaari, Tero (1998) *Vaurastuminen: (varteenotettava vaihtoehto)*. WSOY, Helsinki.
- Puusa, Anu (2008) Käsiteanalyysi tutkimusmenetelmänä. *Premissi*, Vol. 2008 (4), 36–42.
- Spencer, Barbara (2013) *Business model design and learning: A strategic guide*. Business Expert Press, New York.
- Zaremba, Adam (2016) Quality investing and the cross-section of country returns. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 33 (2), 281–301.