

AMMATTISIJOITTAJIEN OSAKKEEN ARVONMÄÄRITYS JA SIJOITUSPÄÄTÖKSENTEKO

Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Pro gradu -tutkielma

2019

Tekijä: Salla Pölkki
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Antti Rautiainen



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Salla Pölkki	
Työn nimi Ammattisijoittajien osakkeen arvonmääritys ja sijoituspäätöksenteko	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 18.12.2019	Sivumäärä 91 + 6
Tiivistelmä – Abstract	
<p>Osakemarkkinoilla riski ja epävarmuus ovat aina läsnä, ja viime vuosina markkinat ovat kehittyneet nousujohteisesti. Tässä pro gradu -tutkielmassa tavoitteena on selvittää, miten viisi suomalaista ammattisijoittajaa arvostaa osakkeita, tekee sijoituspäätöksiä, ja mitkä tekijät vaikuttavat näiden sijoituspäätöksiin. Lisäksi selvitetään, onko arvopaperimarkkinoilla epävarmuuden lisääntyminen ja riskien kohoaminen vaikuttanut sijoittajien markkinoihin suhtautumiseen ja näkemyksiin riskistä.</p> <p>Tutkimus toteutetaan puolistrukturoiduilla teemahaastatteluilla, joissa haastateltavilta kysytään näiden sijoitusstrategioista, yrityksen arvon määrittämisestä, vastuullisuuden merkityksestä, näkemyksistä markkinoiden ja yritysten riskistä sekä velkavivun käyttämisestä. Lisäksi haastatellut saavat vapaasti kertoa muista näkemyksistään osakemarkkinoihin ja sijoittamiseen liittyen. Aineiston tarkastelussa ja analyysissä hyödynnetään teemoittelua, ja aineistosta tehdään johtopäätöksiä ja tulkintoja aiheeseen liittyvien tieteellisten julkaisujen ja kyseisten teemojen mukaisesti.</p> <p>Tutkimustulokset osoittavat näiden viiden ammattisijoittajan olevan ensisijaisesti kiinnostuneita tuntemaan sijoituskohteensa mahdollisimman hyvin ja arvioimaan, millaiset tulevaisuudennäkymät niillä on. He etsivät mahdollisimman paljon tietoa eri lähteistä, jotta voivat arvioida, miten yritykset toimivat, ja onko niiden toiminta kannattavaa ja tuottoisaa nyt ja tulevaisuudessa. Suurin osa heistä myös hyödyntää yrityksen arvonmäärityksessä erilaisia arvonmääritysmalleja ja tunnuslukuja ja on valmis panostamaan siihen, jotta saa tukea sijoituspäätöksilleen.</p> <p>Sijoittajat ymmärtävät, ettei osakemarkkinoilla riskiltä voi välttyä, mutta pyrkivät kuitenkin hallitsemaan sitä mahdollisimman hyvin esimerkiksi hajauttamalla sijoituksiaan ja seuraamalla markkinoita aktiivisesti. He myös pyrkivät sijoittaessaan toimimaan kärsivällisesti ja kehottavat muita sijoittajia odottamaan pitkäjänteisesti sijoituskohteiden mahdollista, odotettavaa arvonnousua.</p>	
Asiasanat arvonmääritys, pääomamarkkinat, pörssiyhtiöt, riskienhallinta	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ	3
1 JOHDANTO.....	7
2 YLEISTÄ OSAKEMARKKINOISTA	9
2.1 Riski ja tuotto.....	9
2.2 Hajauttaminen.....	10
2.3 Tehokkaat markkinat	11
2.3.1 Tehokkuuden ehdot.....	12
2.3.2 Kritiikki.....	13
2.4 Markkinoiden valvonta	15
3 SIJOITUSPÄÄTÖKSET.....	17
3.1 Markkinoiden ennustettavuus.....	17
3.2 Markkinatapahtumiin reagointi	18
3.2.1 Todennäköisyyksien arviointi.....	18
3.2.2 Epäsymmetrinen reagointi	21
3.3 Anomaliat	22
3.4 Kohinasijoittaminen	23
3.5 Kansainvälinen sijoittaminen.....	23
3.6 Suomalaiset sijoittajat.....	25
3.7 Verotuksen vaikutus sijoittamiseen	26
4 ARVONMÄÄRITYSMENETELMÄT.....	28
4.1 Yleistä	28
4.2 Osinkoihin perustuva arvonnääritys.....	29
4.3 Vapaan kassavirran malli	30
4.4 Optiomalli	31
4.5 Fundamenttianalyysi	32
4.6 Riskiin perustuva arvonnääritys	33
4.6.1 Riski hinnan vaihteluna	33
4.6.2 Capital Asset Pricing -malli	34
4.6.3 Treynorin indeksi.....	35
4.6.4 Sharpen suhdeluku.....	36
4.6.5 Value at Risk	36
4.7 Yrityksen aineeton arvo.....	37
4.8 Ennusteet ja strateginen analyysi	39
5 TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN.....	41
5.1 Tutkimusstrategian valinta ja tutkimusmenetelmä.....	41
5.2 Teemahaastattelun erityispiirteitä.....	43
6 TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	45

6.1	Yleistä	45
6.2	Tulokset.....	46
6.2.1	Sijoitusstrategiat	46
6.2.2	Markkinoihin reagointi	49
6.2.3	Riskienhallinta	52
6.2.4	Arvonmääritysmenetelmät.....	56
6.2.5	Yrityksen tunteminen arvonmäärityksen perustana	59
6.2.6	Velkavipu sijoittamisessa.....	63
7	JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI	66
7.1	Johtopäätökset.....	66
7.1.1	Strategiset ja sivistyneet sijoittajat	66
7.1.2	Tärkeintä tuntea yritys	68
7.1.3	Yrityksen arvon määrittäminen	70
7.1.4	Vastuullisuuden merkitys sijoittaessa	72
7.1.5	Riskitekijät.....	74
7.2	Tutkimuksen arviointia	75
7.2.1	Aineisto.....	76
7.2.2	Validiteetti ja reliabiliteetti	79
7.2.3	Etiikka	81
7.3	Mahdolliset jatkotutkimusaiheet.....	83
	LÄHTEET	85
	LIITE 1	92
	LIITE 2	93
	LIITE 3	96

KAAVA- JA TAULUKKOLUETTELO

KAAVA 1 Gordonin osingonkasvumalli	29
KAAVA 2 Omistajan varat	30
KAAVA 3 Vapaa kassavirta	31
KAAVA 4 Optiomalli	31
KAAVA 5 CAP-malli	34
KAAVA 6 Treynorin indeksi	35
KAAVA 7 Sharpen suhdeluku	36
KAAVA 8 Value at Risk	37
TAULUKKO 1 Perustiedot haastatelluista	45

1 JOHDANTO

Tämä pro gradu -tutkimus käsittelee ammattisijoittajien osakkeen arvonmäärittämisprosessia. Tarkoituksena on tutkia haastattelujen avulla, kuinka omia varojaan sijoittavat ammattilaiset arvostavat osakkeita, mitkä tekijät vaikuttavat osakkeen arvostukseen, ja miten sijoittajat suhtautuvat käsitykseen osakkeiden riskistä ja tuotosta.

Osakemarkkinat ovat viime vuosina toimineet sijoittajien kannalta hyvin, ja pääsääntöisesti olleet nousussa. On oletettavissa, että nousua seuraa laskukausi, jonka ajankohtaa ei kuitenkaan voida ennustaa tarkasti. Vuosina 2007–2009 nähtiin esimerkiksi maailmanlaajuinen finanssikriisi, jolla oli kauaskantoiset vaikutukset koko maailman talouteen. Nytkin on nähtävillä monia merkkejä markkinoiden ja maailmantalouden kasvun laantumisesta. Näistä esimerkkejä ovat muun muassa Brexit (Iso-Britannian EU-ero) sekä USA:n ja Kiinan väliset kauppaneuvottelut. (Suomen Pankki 2018.)

Kauppasodan vaikutukset markkinoilla ovat jo selkeästi nähtävillä. Tällainen epävarmuus markkinoilla lykkää investointeja, luottoriskien hinnat ovat kasvaneet, ja maailmantalouden kasvu on yleisesti muutenkin hidastunut. Mitään merkittäviä rahoitusmarkkinahäiriöitä ei vielä kuitenkaan ole ollut nähtävillä, mutta tilanne on epävarma ja voi nopeasti muuttua. (Suomen Pankki 2019.) Sijoittajien käytöksessä tällainen epävarmuus voi myös näkyä, ja he ovat voineet muuttua varovaisemmiksi kuin aiemmin.

Sijoittajien mielipiteitä ja ennusteita markkinoiden nykytilanteesta ja -tulevaisuudesta on mielenkiintoista saada selville ja arvioida, miten sijoittajat suhtautuvat markkinoihin tällaisessa tilanteessa. Muuttuuko sijoittajien käytös epävarmoissa olosuhteissa? Toimivatko he eri tavoilla?

Tutkimuksen tavoitteena on saada kattavaa tietoa haastateltujen sijoittamisen ammattilaisten arvonmäärittämisprosessista ja erityisesti näiden sijoituspäätöksenteosta. Haastatteluissa on pyritty myös selvittämään, mitkä tekijät ovat tärkeimpiä, kun sijoituspäätöksiä tehdään, ja miten haastatellut suhtautuvat osakemarkkinoiden riskiin.

On mielenkiintoista tietää, mitä tässä tutkimuksessa haastateltavat ammattimaisesti toimivat sijoittajat pitävät tärkeänä arvostaessaan osakkeita. Nagy & Obenberger (1994) havaitsivat sijoittajien yhdistelevän sekä taloudellisia että eitaloudellisia perusteita sijoituspäätöksilleen. Näitä olivat muun muassa tilinpäätöstietoihin perustuva informaatio, sosiaaliset ja ympäristölliset tekijät sekä sijoittajien omat rahoitustarpeet. Havaittiin kuitenkin myös, että mitään kovin yhtenäisiä sijoitusperusteita sijoittajien kesken ei ollut, vaan ne vaihtelivat hyvin paljon.

Tutkimuksessa kerättiin tietoa osakesijoittamisen ammattilaisten arvonmääritysprosessista yksilöhaastatteluilla, joissa pyrittiin syventymään sijoittamiseen eri haastatteluteemojen avulla. Ennen haastatteluiden aloittamista haastateltavia pyydettiin osallistumaan esitehtävään, jota käytiin läpi haastatteluiden aikana. Tässä tavassa haastateltavia pyydettiin ennen varsinaista haastatteluhetkeä valitsemaan Helsingin pörssissä noteeratuista suurista yrityksistä kolme yritystä, joihin he ovat sijoittaneet, tai joista heillä on ainakin jonkinlainen näkemys arvon määrittämisen suhteen. Heiltä kysyttiin tarkentavia teemoihin sopivia kysymyksiä näistä valituista osakkeista sekä, miksi ovat valinneet juuri kyseisten yritysten osakkeet, ja mitä ajatuksia ne herättävät. Lisäksi heille annettiin mahdollisuus vapaasti kommentoida omaa sijoituskäyttäytymistään ja osakemarkkinoita yleisesti.

Tutkimusongelmaan pyritään saamaan vastauksia seuraavien kysymysten avulla:

- Miten ammattisijoittajat arvostavat osakkeita?
- Mitkä asiat vaikuttavat sijoituspäätökseen?
- Miksi he toimivat sijoittaessaan niin?

Tutkimuksen haastattelut toteutetaan kahdenkeskisillä puolistrukturoiduilla teemahaastatteluilla, joissa haastateltaville esitetään kysymyksiä, jotka pohjautuvat ylläoleviin kysymyksiin. Puolistrukturoidussa haastattelussa kaikille haastateltaville esitellään samat tutkimuskysymykset, mutta haastateltavia voidaan myös haastatella avoimesti lisäten tarkentavia kysymyksiä tai muita teemaan liittyviä kysymyksiä (Hirsjärvi & Hurme 2001, 47). Haastattelut tallennetaan, ne analysoidaan sopivilla menetelmillä, ja niiden pohjalta tehdään johtopäätöksiä. Haastatteluihin valitaan viisi ammattisijoittajaa, jotka sijoittavat omia varojaan ammattimaisesti.

Aihe on kiinnostava ja ajankohtainen, sillä suomalaisten ammattisijoittajien osakkeen arvonmääritysprosessia ei ole vastaavalla tavalla aiemmin tutkittu. Onkin mielenkiintoista tutustua näiden näkemyksiin osakkeiden arvostuksesta sekä suhtautumisesta osakkeiden hinnan vaihteluihin. Ammattisijoittajien kokemuksen ja kartuttaman tiedon avulla voidaan oppia paremmin ymmärtämään osakkeiden arvon määrittämistä ja kannattavaa osakesijoittamista.

2 YLEISTÄ OSAKEMARKKINOISTA

2.1 Riski ja tuotto

Sijoittaja pyrkii saamaan tuottoa pääomalle, jonka hän on sijoittanut esimerkiksi osakkeisiin pääomamarkkinoilla. Osakkeen hinnan ja riskin välillä katsotaan olevan yhteys niin, että mitä suurempi riski osakkeella on, sitä suurempaa tuottoa osakkeenomistaja siltä odottaa saavansa. (Sharpe 1964.) Jos osakkeenomistaja arvioi osakkeen hinnan vaihtelevan tulevaisuudessa paljon, hän haluaa saada suurempaa osakkeelta suurempaa tuottoa kuin toiselta osakkeelta, jonka hinnan odotetaan säilyvän ilman rajuja muutoksia kumpaankaan suuntaan. Osakkeenomistaja odottaa saavansa osakkeelta asianmukaista vastinetta, koska hän on myös valmis sietämään osakkeen hinnan mahdollisesti rajut heilahtelut.

Sijoittajan odottamasta tuotosta käytetään lyhennettä $E(R)$, ja riskiä kuvataan tuoton keskihajonnalla σ . Tällöin keskihajonnalla kuvataan sijoituksen tuoton kokonaisvaihtelua, joka myös kuvaa osakkeen hinnan vaihtelua. (Markowitz 1952; Mossin 1966.) Jotta sijoittajalle voisi olla kannattavaa sijoittaa sellaisen yrityksen osakkeeseen, jonka arvo voi todennäköisesti vaihdella paljon, hänen tulee myös voida olettaa, että hyvässä tilanteessa osake tuottaa enemmän suhteessa muihin vähemmän arvoaan vaihteleviin osakkeisiin. Toki on myös mahdollista, että sijoittaja ei arvioi osakkeen riskisyyttä, eikä tee tällaisia oletuksia, mutta yleisesti oletetaan näin tehtävän ainakin teoriassa.

Sharpe (1964) esittää sijoituskohteen tuoton muodostuvan kahdesta osasta: systemaattisesta ja epäsystemaattisesta riskistä. Systemaattinen riski on markkinariskiä, jota ei voida välttää hajauttamalla, eli sijoittamalla eri kohteisiin ja näin ollen pienentäen yksittäisen kohteen painoarvoa koko portfoliossa. Epäsystemaattinen riski on puolestaan yritysrisiä, joka selittää yksittäisen yrityksen hinnan vaihtelua eli arvon heilumista. Systemaattinen riski on pääomamarkkinoilla aina läsnä instrumentista riippumatta, eikä sen välttäminen ole mahdollista. Epäsystemaattiseen riskiin sijoittaja voi kuitenkin itse vaikuttaa, kun rakentaa omaa sijoitusportfoliotaan, jolloin epäsystemaattinen riski pyritään luonnollisesti myös minimoimaan mahdollisimman hyvin.

Treynor, Priest Jr, Fisher & Higgins (1968) ovat esittäneet, että joillakin yrityksillä on tapana reagoida voimakkaammin markkinoiden heilahduksiin kuin toisilla. Arvon heilahduksille hyvin herkkiä ovat esimerkiksi nopeasti kasvavat ja erittäin velkaantuneet yritykset.

Sijoittaja tekee itse omat sijoituspäätöksensä ja myös sen, kuinka valmis hän on sietämään arvon heilahteluja. Tämä päätös tai valinta sijoittaa hänet tiettyyn kohtaan niin kutsutulla sijoitusmahdollisuuksien käyrällä, joka kuvaa tuoton keskihajonnan suhdetta odotettuun tuottoon eli instrumentin hinnan vaihtelua suhteessa odotettuun arvonnousuun. Käyrällä voidaan nähdä ne kaikki sijoitusmahdollisuudet, jotka ovat mahdollisia, kun arvonheilahtelu ja odotettu tuotto ovat määrättyllä tasolla. Sijoittajalla on tietysti tavoitteena optimoida tuottoonsa suhteessa riskiin ja päätyä käyrällä sellaiseen pisteeseen, jossa hän saa korkeimman mahdollisen tuoton matalimmalla mahdollisella riskitasolla. (Sharpe 1964.)

Sijoittajan on mahdollista tavoitella omalle pääomalleen korkeampaa tuottoa myös sijoittamalla lainarahalla eli velkavivulla. Tällöin oman pääoman tuotto voi kasvaa, kun omaa pääomaa on vähemmän suhteessa kokonaispääomaan, joka muodostuu sekä omasta pääomasta että vieraasta, velkapääomasta. Velkavivuttamisen on kuitenkin havaittu olevan paljon riskisempää toimintaa kuin pelkästään omalla pääomalla sijoittamisen, sillä jos sijoitukset eivät tuotakaan odotetusti, velasta maksetaan silti velanantajalle korkoa, joka voi kasvaa hyvinkin suureksi. Olennaista on myös tiedostaa, että riski ei kasva samassa suhteessa kuin velka, vaan riski kasvaa eksponentiaalisesti velan kasvaessa, eli riski moninkertaistuu velkaan nähden. (Baxter 1967.)

2.2 Hajauttaminen

Markowitz (1952) oli ensimmäinen tutkija, joka pystyi osoittamaan matemaattisesti, miksi kannattaa hajauttaa ja minimoida riskiä sijoittaessa. Sijoittaja haluaa hyötyä sijoituksistaan mahdollisimman paljon, mutta ei ottaa kohtuuttomia riskejä sen vuoksi, jos hänellä olisi mahdollisuus yhtäläisiin tuottoihin pienemmälläkin riskillä. Tästä syystä hän myös haluaa jakaa sijoittamansa varat useampiin kohteisiin, jotta yhden sijoituksen epäonnistuessa jollakin muulla sijoituksella voisi vielä saada tuottoa eikä näin mahdollisesti menettäisi kerralla kaikkea.

Hajauttamisella tarkoitetaan sijoittamista eri sijoituskohteisiin, jotta voidaan pienentää yksittäisen yrityksen osakkeen painoarvoa osakesalkussa. On kuitenkin huomioitava, että ei riitä, että sijoittaa pelkästään esimerkiksi saman alan eri yrityksiin. Monet alat ovat – voimakkaastikin – sidoksissa toisiinsa, mikä tarkoittaa sitä, että kun yhdellä yrityksellä menee huonosti, on todennäköistä, että myös kilpailijalla tai yhteistyökumppanilla alkaa alamäki. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, että on todennäköisempää, että yhdellä kokonaisella alalla suoriutumisen on heikkoa kuin eri alojen toimijoilla keskenään. (Markowitz 1952.) Hajauttamisen kannalta hyvin huonona esimerkkinä voisi olla suuri 10 osakkeen sijoitussalkku, mutta joka koostuisi pelkästään 10 tunnetuimman auton valmistajan osakkeista.

Sijoitusportfolion tulisikin koostua sellaisista osakkeista, jotka korreloisivat mahdollisimman vähän keskenään. Tällä tarkoitetaan, että portfolioon valitaan sellaisia kohteita, joiden keskinäinen kovarianssi on mahdollisimman pieni. (Markowitz 1952.) Kovarianssilla viitataan kahden tai useamman satunnaisuuttajan väliseen riippuvuuteen eli yhteisvaihteluun, mikä tarkoittaa sijoittamisessa, että sen avulla voidaan kuvata, miten yhden osakkeen arvo muuttuu, jos toisen muuttuu (Nikkinen, Rothovius & Sahlström 2002, 46-48). On huomionarvoista lisätä, että sijoittaessa pyrkimyksenä ei välttämättä ole saavuttaa sijoituskohteiden valinnalla sellaista portfolioa, jossa kohteet eivät olisi positiivisesti riippuvaisia. Tavoitteena voi olla ainoastaan heikentää tuota riippuvuutta, ja aina ei ole mahdollistakaan sijoittaa niin, että voitaisiin välttyä siltä.

Ammattisijoittajat ovat yleisesti parempia hajauttamaan sijoituksiaan kuin pienituloiset, epäammattimaiset sijoittajat. Sijoitusten hajauttamisessa ei kuitenkaan kukaan ole erityisen hyvä toimija. On havaittu, että usein hajauttamisen hyödyt tunnustetaan, mutta niiden toteuttamiseen ei joko jakseta nähdä vaivaa, tai hajautuksesta ei huolehdi pidemmällä aikavälillä. (Goetzmann & Kumar 2008.) Erityisesti suomalaisten ammattisijoittajien harjoittamasta hajauttamisesta ei ole tutkittua tietoa.

2.3 Tehokkaat markkinat

Markkinoiden tehokkuudella voidaan kuvata, kuinka hyvin sijoitusinformaatiota voidaan hyödyntää pääomamarkkinoilla. Informaation välittäminen ja välittyminen arvopaperien hintoihin takaa sen, että sijoittajat ovat ajan tasalla sijoituskohteisiin liittyvistä ominaisuuksista, tuotoista ja riskeistä. (Puttonen 2004, 21.)

Markkinoiden tärkein tehtävä on välittää varoja toimijalta toiselle mahdollisimman tehokkaasti ja niin, että markkinoilla hinnat kuvaavat tarkasti resursien tarvetta kullekin toimijalle (Hommes 2001). Fama (1970) esitti kuuluisan tehokkaiden markkinoiden teorian, joka perustuu juuri tuohon ajatukseen varojen allokoinnista ja hintojen signaaleista. Tehokkailla markkinoilla oletetaan uuden tiedon vaikuttavan välittömästi arvopapereiden hintoihin, jolloin myös muutokset näkyvät niissä heti. Koska tämä tapahtuu välittömästi, markkinoilla ei ole myöskään mahdollista hankkia epänormaaleja, vääristyneitä, tuottoja uuden tiedon takia. Tämä tarkoittaa myös, että markkinoilla nähdään tiedon heijastuvan hintoihin kyseisellä hetkellä oikein, jolloin arvopaperin hinta määrittää sen absoluuttisen, todellisen arvon.

Markkinoilla on lisäksi muitakin oletuksia, joiden teoria edellyttää toteutuvan, jotta osakkeiden hinnat voisivat muuttua, kun uutta, merkittävää informaatiota saadaan:

1. Markkinat ovat kitkattomat, eli kaupankäynnistä ei aiheudu mitään transaktio- tai verokustannuksia.
2. Kaikki arvopapereita koskeva informaatio on ilmaista, ja se on kaikkien saatavilla.

3. Kaikki markkinoilla toimivat hyväksyvät nykytiedon vaikutuksen nykyisiin hintoihin ja käyvät kauppaa markkinahinnoilla.

On kuitenkin huomattavaa, että nämä oletukset perustuvat ajatukseen täydellisistä markkinoista, joilla suurin osa sijoittajista käyttäytyy täysin rationaalisesti, eikä epänormaalien tuottojen hankkiminen ole pitkällä aikavälillä mahdollista. Markkinat eivät luonnollisesti käytännössä ole kitkattomia tiedon saannin, kustannusten ja sijoittajien käyttäytymisen suhteen. Kuitenkaan markkinoiden tehokkuuden kannalta näiden ehtojen täyttymistä ei ole täysin pakollista, vaan ainostaan riittävällä tasolla toteutumista edellytetään. Tämä tarkoittaa myös sitä, että riittävä määrä sijoittajia on samaa mieltä informaation vaikutuksesta markkinoihin. (Fama 1970.)

Markkinoiden tehokkuutta analysoidessa voi ajatella tehokkuuden koostuvan ainakin kahdesta eri komponentista: informatiivisesta ja allokaatiivisesta tehokkuudesta. Ensimmäisellä viitataan siihen, että on vaikeaa ennustaa arvopaperin huomisen hintaa. Jälkimmäinen puolestaan liittyy siihen, että arvoperin fundamenttiarvo, "todellinen" arvo, heijastuu tämän päivän hinnasta. (Hommes 2001.)

2.3.1 Tehokkuuden ehdot

Markkinoiden kenties kiistellyin kysymys on siitä, kuinka paljon menneisyydellä on vaikutusta arvopaperin hintaan nyt ja tulevaisuudessa. Vaikka vaikutuksen merkittävydestä on monia mielipiteitä ja käsityksiä, on kuitenkin huomattavaa, että yleisesti yksimielisyyteen päästään siitä, että arvopaperien menneitä arvoja voidaan ainakin jollain tasolla hyödyntää tulevan ennustamisessa. Historialla on tapana toistaa itseään myös osakemarkkinoilla, kun tietyillä "kuvioilla" on tapana toistua, ja tiettyjä tapahtumia usein seuraa tietyt tulokset. (Fama 1965.) Esimerkkinä tästä on se, että nousukautta on aina seurannut laskukausi – ja päinvastoin. Ennustamista hankaloittaa kuitenkin vielä se, että on vaikeaa, ellei mahdotonta, arvioida, kuinka pitkään nousu- tai laskukautta kestää.

Fama (1970) on jakanut markkinoiden tehokkuuden kolmeen eri asteeseen: heikot, keskivahvat ja vahvat ehdot. Nämä ehdot pohjautuvat vahvasti Bachelierin vuonna 1900 valmistuneeseen väitöskirjaan, jossa tämä esitti, kuinka hintareaktiolla on kolme ulottuvuutta: menneet, nykyiset ja tulevat tapahtumat.

Heikoilla ehdoilla Fama (1970) tarkoittaa, ettei millään historiallisella tiedolla, kuten aiemmalla kurssikehityksellä, ole vaikutusta epänormaalien tuottojen hankkimiseen. Näiden ehtojen toteutuessa on mahdotonta ja kannattamatonta yrittää saada suurempia tuottoja teknisen markkina-analyysin avulla kuin noudattamalla osta ja pidä -strategiaa.

Keskivahvat ehdot koskevat sekä historiallisia tietoja että julkisesti saatavilla olevia tietoja, joiden katsotaan jo olevan arvopapereihin hinnoiteltuja. Kaikki tieto, jolla on arvopaperin hinnoittelun kannalta merkitystä, heijastuu välittömästi arvopaperin hintaan, eikä jo julkistetun informaation avulla voi saavuttaa epänormaaleja tuottoja. Ball & Brown (1968) sekä Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) ovat tutkineet, kuinka tilinpäätöstiedot ovat vaikuttaneet Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla osakkeiden hintoihin. He havaitsivat, että osakekurssit

kehittyivät samansuuntaisesti suhteessa yrityksen voittoihin koko tilikauden ajan, ja siksi voitiin nähdä, että suurin osa informaatiosta oli heijastunut osakkeiden hintoihin jo aiemmin ennen tilinpäätöksen julkaisua.

God (1986) on tutkinut keskivahvojen ehtojen toteutumista Suomen osakemarkkinoilla 1980-luvulla ja havainnut, etteivät ne ole toteutuneet. Esteenä tehokkuuden ehtojen toteutumiseen hän piti sitä, että tilinpäätösinformaatio kuitenkin tarjoaa vielä julkaisuhetken jälkeenkin olennaista tietoa, jolla on vaikutusta arvopaperin hintaan. Hieman tuoreemmassa tutkimuksessa Heikkilä (1996) on kuitenkin esittänyt, että Suomessa keskivahvat ehdot toteutuvat osakemarkkinoilla. Hän tutki, kuinka osinkojen ja osavuosikatsauksien tarjoama informaatio tuki keskivahvojen ehtojen toteutumista.

Faman (1970) mukaan vahvat ehdot puolestaan tarkoittavat sitä, että mikään tieto ei ole avuksi epänormaalien tuottojen etsinnässä. Tähän lasketaan mukaan myös sellainen informaatio, joka on vain sisäpiiriläisten tiedossa. Chau & Vayanos (2006) ovat havainneet, että kun markkinoilla kaupankäynti lähestyy jatkuvaa toimintaa, sisäpiiriläisten tieto näkyy markkinahinnoissa lähes välittömästi. Tämä johtuu siitä, että sisäpiiriläiset ovat kärsimättömiä lunastamaan tuottoja, ja heillä on tapana toimia miltei heti uutta tietoa saatuaan. Tällöin sisäpiiriläisten tieto näkyy myös markkinoilla arvopaperien hinnoissa.

2.3.2 Kritiikki

Faman (1970) teoria tehokkaista markkinoista on kuitenkin saanut kritiikkiä osakseen, sillä ajatus markkinoista tyhjiönä ei ole vakuuttanut. Grossman ja Stiglitz (1980) esittivät, että markkinat eivät voi heijastaa täysin tietoa hinnoissaan, koska tieto tai sen hankkiminen itsessään ei ole ilmaista. Tiedonhankinta aiheuttaa kuluja esimerkiksi erilaisten markkina-analyysien kehittämisessä ja ostamisessa. Markkinoilla toimivien henkilöiden ei kannattaisi edes yrittää hankkia epänormaaleja tuottoja, koska niiden ei tulisi olla mahdollisia tehokkaiden markkinoiden hypoteesin ollessa voimassa.

Toisin kuin tehokkaiden markkinoiden hypoteesissa oletetaan, sijoittajat eivät ole rationaalisia toimijoita, jotka käyvät kauppaa arvopapereilla passiivisilla sijoitusstrategioilla. He toimivat aktiivisesti markkinoilla, ja he ovat systemaattisesti epärationaalisia. On jopa hämmäntävää, kuinka vahvasti sijoittajien käyttäytyminen eroaakin suhteessa perinteisen rahoituksen näkemykseen sijoittajista. (De Bondt & Thaler 1995.)

Eräs keskeisimmistä kritiikeistä tehokkaita markkinoita kohtaan on arbitraasin rajoittuneisuus. Arbitraasilla tarkoitetaan tässä tilannetta, jossa ei voida pääomaa ja jossa on mahdollista saada riskitöntä tuottoa. Esimerkkinä voi olla kahden eri markkinapaikan välille muodostuva tilanne, kun tuotetta myydään molemmissa, ja sillä on eri hinnat. Jos tuotetta ostetaan matalammalla hinnalla toisesta markkinapaikasta ja myydään heti oston jälkeen toisella markkinapaikalla korkeammalla hinnalla, voi saada riskitöntä voittoa. Käytännössä arbitraasikauppoihin liittyy kuitenkin aina riskiä, ja niihin vaaditaan pääomaa, mikä johtuu esimerkiksi markkinapaikkojen erilaisista kaupankäyntiajoista, selvityspäivistä ja kauppaehdoista. (Shleiferin & Vishny 1997.)

Ritter (2003) on esittänyt, että tiettyjen rajoitteiden takia rationaaliset sijoittajat eivät hyödynnä arbitraasimahdollisuuksia, vaan hinnat voivat pysyä epätasapainossa pitkiäkin aikoja. Väärinhinnoittelusta on mahdollista hyötyä, jos hinnat ovat epätasapainossa toistuvasti, jolloin arbitraasia hyödyntämällä estetään virheen kasvaminen liian suureksi. Jos taas hinnoittelussa on toistumaton virhe, on mahdollista, ettei sitä huomata, ja se voi vääristää hintaa pitkänkin aikaa. Tämä on vastoin tehokkaiden markkinoiden hypoteesia. Lisäksi arbitraasin rajoittuneisuuden teoria esittää, että jos epärationaalisten sijoittajien toimesta arvo-paperien hinnat vääristyvät suhteessa niiden fundamenttiarvoihin, on rationaalisten sijoittajien vaikeaa korjata niitä vastaamaan fundamenttiarvoja paremmin (Barberis & Thaler 2003).

Fama (1991) on vastannut tehokkaiden markkinoiden hypoteesia koskevaan kritiikkiin myöntämällä, että tehokkaiden markkinoiden hypoteesi ei voi koskaan täydellisesti toteutua. Tästä syystä hän on uudistanut markkinoiden tehokkuuden ehtoja jakaen ne kolmeen tasoon: tuottojen ennustettavuuden testit, tapahtumatutkimukset ja sisäpiiritiedon testit. Tuottojen ennustettavuudella tarkoitetaan, kuinka julkista informaatiota, kuten yrityksen historiallisia tietoja, osinkotuottoa, E/P-lukua ja kausivaihteluita, voidaan hyödyntää tulevaisuuden tuottojen arvioinnissa. Tässä on kyse heikkoihin ehtoihin verrattuna pidemmän aikavälin tapahtumien ennustamisesta.

Tapahtumatutkimukset viittaavat siihen, miten markkinat reagoivat johonkin osakkeen hintaa muuttavaan tapahtumaan. Tapahtumatutkimuksissa ei keskitytä koko markkinoita koskeviin tai mullistaviin tapahtumiin, vaan halutaan tutkia, miten markkinoilla reagoidaan esimerkiksi yrityskauppoihin, osingonjaon muutokseen tai yrityksen velkaantumiseen. Tällaisia muutoksia tutkitaan hankkimalla markkinoilta sellaista dataa, jonka avulla voidaan mitata, millainen vaikutus tietyllä tapahtumalla on yrityksen arvoon. (MacKinlay 1997.) Tyypillisesti osakkeiden hinnat heijastavat muutoksia jo päivän sisällä uuden informaation ilmoituksesta, mikä myös vahvistaa sitä, että markkinat toimivat tehokkaasti (Fama 1991).

Sisäpiiritiedon testit taas kuvaavat, kuinka sisäpiiritieto vaikuttaa markkinoihin. Siinä tutkitaan, onko esimerkiksi toimivan johdon mahdollista hankkia ylituottoja, koska näillä voi olla sisäpiiritietoa. Jaffe (1974) osoitti yllätyksellisesti, että markkinat eivät reagoineet nopeasti sisäpiiritietoon, eli sisäpiiriläisillä oli tietoa, joka ei heijastunut heti markkinoiden hintoihin. Markkinat eivät myöskään reagoineet välittömästi, kun sisäpiirikaupat olivat tulleet julkiseen tietoon. Sen ansiosta ulkopuoliset pystyivät saamaan epänormaaleja tuottoja jopa kahdeksan kuukauden ajan tiedon julkistuksesta. Tähän Fama (1991) kuitenkin on vastannut hylkäämällä Jaffen tulosten merkityksen perustuen Seyhun'n (1986) tekemään tutkimukseen Jaffen käyttämän mallin sopimattomuudesta.

2.4 Markkinoiden valvonta

Arvopaperimarkkinoilla tarvitaan valvontaa, jotta voidaan olla mahdollisimman varmoja, että toiminta siellä on asianmukaista ja myös tehokasta sekä yrityksille että sijoittajille. Arvopaperimarkkinalain (746/2012 2 luku, 1 §) mukaan arvopaperilla tarkoitetaan vaihdantakelpoista kaupankäynnin kohdetta, joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Esimerkkinä arvopapereista ovat osakeyhtiön osakkeet, joukkovelkakirjat sekä rahasto-osuudet. Tässä tutkielmassa keskitytään pelkästään osakeyhtiöiden osakkeisiin ja niitä koskeviin kaupankäyntiin ja arvostustapoihin.

Suomen ainoa tämänhetkinen säännelty markkina on Helsingin pörssi, ja ainoa monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on First North Finland. Kauppa- paikoilla eri osapuolien arvopapereiden ja niiden johdannaisten osto- ja myyntitarjoukset kohtaavat, ja kauppoja tehdessä tulee noudattaa muun muassa tiedonantovelvollisuuteen ja sisäpiirikauppoihin liittyviä sääntöjä. (Finanssivalvonta 2018.)

Kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoilla, kuten pörssinoteeratuilla yrityksillä, on tiedonantovelvollisuus. Liikkeeseenlaskijan tulee julkaista säännöllisesti tietoja muun muassa taloudellisesta asemastaan ja tuloksestaan, jotta voidaan turvata kaikkien sijoittajien tasapuolinen, yhdenvertainen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin. (Finanssivalvonta 2018.) Lisäksi halutaan taata, että sijoittajilla on tarvittavat ja riittävät tiedot tekemään perusteltuja arvioitaan liikkeeseenlaskijasta ja tämän instrumenteista. Jakamalla tasapuolista ja johdonmukaista tietoa kaikille, sekä potentiaalisille että nykyisille sijoittajille, yritys voi pitää huolta, että kaikki tarpeellinen arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto on näiden tarjolla. (Arvopaperimarkkinalaki 746/2012 1 luku, 4 §.)

Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen liittyvää sellaista tietoa, joka on täsmällistä ja julkistamatonta, ja joka julkistettuna vaikuttaisi suurella todennäköisyydellä merkittävästi rahoitusvälineen tai siihen liittyvän rahoitusjohdannaisen hintaan. Sisäpiiritietoa omistavalla henkilöllä ei tästä syystä ole oikeutta käydä kauppaa sellaisella rahoitusvälineellä, jota tieto koskee. Koska tällä henkilöllä olisi muita markkinoilla toimijoita enemmän ja paremmin tietoa tietystä rahoitusvälineestä, ja hän todennäköisesti tekisi sijoituspäätöksensä sisäpiiritiedolla saamaansa hyötyyn perustuen, häntä koskevat tietyt velvollisuudet ja rajoitetut oikeudet käydä kauppaa markkinoilla. (Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014.)

Markkinoiden valvontaan liittyy myös olennaisesti Jensen'n & Meckling'n (1976) esittämä agenttiteoria. Siinä sijoittajat valvovat, kuinka yrityksen johto käyttää heidän pääomaansa. Agenttiteoriassa yrityksen johtoa kuvataan agentiksi, jonka osakkeenomistajat, päämiehet, ovat palkanneet hoitamaan heidän varallisuuttaan. Agenteilla on luonnollisesti taipumus toimia ajaen omia etujaan ensisijaisesti, mikä edellyttää päämiehiltä valvontatoimia. Päämiehille syntyy

tästä valvonnasta kuluja, agenttikustannuksia, jotka ovat kuitenkin välttämättömiä, sillä päämiehet eivät itse sijoittajina pysty tekemään yritystä koskevia päätöksiä, jotka ovat johdon vastuulla. Kyse on epäsymmetrisesti jakautuvasta informaatiosta, kun agenteilla on hallussaan enemmän tietoa, ja jossa erilaisten johdon kannustinjärjestelmien avulla voidaan siirtää vastuuta mahdollisimman luotettavasti ja toimivasti päämiehiltä agenteille.

3 SIOITUSPÄÄTÖKSET

3.1 Markkinoiden ennustettavuus

Koska mikään ei ole kuitenkaan varmaa, on mahdotonta tietää, miten markkinat käyttäytyvät tulevaisuudessa, ja miten osakkeet reagoivat muutoksiin. Siksi arvon määrittäminen voi olla turhaa ja jopa johtaa sijoittajaa harhaan ja tekemään tämän kannalta epäedullisia sijoituspäätöksiä.

Kendall ja Hill (1953) esittivät, että osakkeen tulevaa hintaa ei voi ennustaa arvioimalla sen historiallisia tapahtumia. Toisin sanoen osakkeiden kaupankäynnissä tapahtuvat muutokset eivät korreloi edellisten jaksojen muutosten kanssa, ellei kyseessä ole yksittäisiä osakkeita, jotka käyttäytyvät eri tavalla kuin keskimääräiset samantyyppiset osakkeet.

Malkiel (1973, 24) esittää kirjassaan Random Walk -teorian eli satunnaiskulun mallin, jonka mukaan lyhyen aikavälin osakkeen hinnan muutosta ei voi arvioida. Kaikki arvonmääritysmallit, sijoitusneuvonta ja tuottoennusteet ovat turhia hänen mukaansa. Kyse on siitä, että edellisen päivän tapahtumilla ei ole mitään merkitystä siihen, mitä seuraavana päivänä tapahtuu, mikä johtaa siihen, että Faman (1970) esittämät heikot ehdot eivät toteudu. Tämä puolestaan tarkoittaa sitä, että osakkeen hinnan historiallinen vaihtelu ja tämän tarjoama tieto eivät tuota mitään hyödyllistä informaatiota, joka auttaisi sijoittajaa jatkuvan säännöllisesti toimimaan paremmin markkinoilla portfolionsa kanssa. (Malkiel 1973, 144-145.) Jos tuohon informaatioon ei voi luottaa, osakkeiden arvon historiallinen seuranta voi olla turhaa.

Malkielin (1973, 145) mielestä usein osakemarkkinoilla erehdytään luulemaan, että osakkeet ovat juuri teknisen analyysin ansiosta tuottaneet hyvin, vaikka tosiasiasa tuotot ovat voineet johtua yksinkertaisesti ”osta ja pidä”-strategiasta. Kyseisessä sijoitustavassa portfolioon valitaan sellaisia osakkeita, joita halutaan pitää pitkän aikaa myymättä, ja joiden uskotaan tai toivotaan kasvattavan arvoaan pitkällä aikavälillä. Koska viime vuosikymmenten aikana suuri osa osakkeista on tuottanut hyvin pitkällä aikavälillä, on todennäköistä, että pelkätään hyvin hajautetulla osakesalkulla on saanut hyvää tuottoa.

Baker & Haslem (1973) esittivät, että sijoittajat ovat ensisijaisesti kiinnostuneita tulevaisuuden ennusteista. Tällöin sijoittajien mielestä tärkeintä olisi pystyä ennustamaan, miten yritys tuottaa tulevaisuudessa, ja arvioimaan, miten historiallista dataa voi hyödyntää siinä.

Lo & MacKinlay (2002, 4-9) esittävät, että rahoitusmarkkinoiden toiminta on ennustettavissa ainakin osittain. Tämä ei kuitenkaan tarkoittaisi, että markkinat olisivat tehottomia tai toimisivat irrationaalisesti, vaan ennustettavuus olisi nimenomaan tärkeä tekijä markkinoiden jatkuvan ja sujuvan toimimisen kannalta. Rahoitusmarkkinoilla voi toistua samoja trendejä, jotka viittaisivat myös siihen, että toiminta markkinoilla olisi ennustettavaa.

Eräänä markkinoiden ennustettavuuden esimerkkinä Lo & MacKinlay (2002, 281) esittävät havaintojensa perusteella systemaattisen aktiivisen sijoittamisen. Sillä tarkoitetaan yleisesti sijoittamista niin, että voitetaan muut markkinoilla toimijat tai ylitetään tavoiteltu tuotto, jolloin voidaan saavuttaa korkeampia tuottoja pitkällä aikavälillä. Koska sijoittajalla on luultavasti kokemusta tai muuta aiempaa näyttöä markkinoiden toiminnasta tietynlaisissa tilanteissa, hän voi tällöin myös ennustaa, mitä tulevaisuudessa olisi todennäköistä käyvän, jos markkinat toimisivat trendin mukaisesti.

3.2 Markkinatapahtumiin reagointi

Markkinoilla voi tapahtua mitä tahansa, eikä koskaan pystytä arvioimaan tarkasti, millaisia vaikutuksia yksittäisellä tapahtumalla on juuri sillä hetkellä tai tulevaisuudessa muihin tekijöihin. Jos oletetaan, että markkinoiden tapahtumia ei voi ennustaa, mutta markkinoiden tapahtumiin kuitenkin reagoidaan jollain tavalla, täytyy myös ottaa huomioon, että nämä reaktiot tapahtumiin eivät välttämättä ole tarkkoja.

Osakemarkkinoilla on taipumus ylireagoida uuteen, mahdollisesti järkyttävään, tietoon, mikä voi näkyä kurssien yli- tai aliarvostamisena. Jo vuonna 1936 Keynes (219) esitti, että päivittäisessä osakekaupankäynnissä hetkelliset ja merkityksettömät kurssien heilahtelut ovat normaaleja, mutta niihin suhtaudutaan kuitenkin usein liiallisesti ja jopa järjettömästi markkinoilla.

3.2.1 Todennäköisyyksien arviointi

Kahneman & Tversky (1974) ovat esittäneet, että ihmiset nojaavat usein heuristiikkaan, kun arvioivat tietyn tapahtuman todennäköisyyttä epävarmassa tilanteessa. Heuristiikalla tarkoitetaan epävirallista ongelmanratkaisua kokemukseen perustuen, jolloin ongelmaa ratkaistaessa yksilön ei tarvitse perehtyä täysin kaikkiin mahdollisiin ongelman seurauksiin ja vaikutuksiin, vaan päätöksenteko ja kannattavuuden arviointi sujuu nopeammin ja vaivattomammin. On kuitenkin huomioitavaa, että heuristisia periaatteita ei kannata hyödyntää joka tilanteessa, sillä ne voivat johtaa myös vakaviin ja systemaattisiin virheisiin. Näitä virheitä kutsutaan kognitiivisiksi vääristymiksi. (Kahneman & Tversky 1974.)

Todennäköisyyksien ja ennusteiden heuristiikkaa eli niihin liittyviä arviointitapoja voidaan kuvailla kolmella eri tavalla Kahnemanin & Tverskyn (1974) mukaan:

1. Edustavuus (engl. "representativeness")
2. Saatavuus ("availability")
3. Ankkurointi ja sopeutuminen ("anchoring and adjustment")

Näistä ensimmäisellä, edustavuudella, viitataan siihen, kuinka hyvin jokin asia sopii johonkin tiettyyn kategoriaan. Kategorioinnin ongelmana on, että siinä yksilöillä on usein tapana käsitellä todennäköisyyttä samalla tavalla kuin samankaltaisuutta; aiempaan saatavilla olevaan tietoon, niin kutsuttuun esiintymään, pohjautuva todennäköisyys usein sivuutetaan eikä sitä oteta huomioon todennäköisyyden arvioinnissa. Esimerkkinä voi olla, että esitetään jonkun henkilön luonteenpiirteitä, annetaan lista eri ammateista ja pyydetään arvioimaan, mikä ammatti olisi sopivin ja sopimattomin tälle henkilölle. Yksilöillä on tapana laittaa ammatit järjestykseen niihin liittyvien stereotyyppien ja henkilön ominaisuuksien yhteensopivuuden avulla. Usein kuitenkin havaitaan, että arvaukset ovat menneet pieleen, koska on esimerkiksi sivuutettu tietyn ammattikunnan edustajien määrä kyseisellä alueella, jossa henkilö asuu. (Kahneman & Tversky 1974.) Vaikka esimerkiksi stereotyyppi maanviljelijästä sopisi henkilön kuvaukseen, ei kuitenkaan henkilön asuinpaikka Helsingin keskustassa yksiossa sopisi. Tässä kyse on siis aiemman todennäköisyyden eli esiintymän sivuuttamisesta.

Sijoittamisessa edustavuuden kognitiivinen vääristymä voisi näkyä esimerkiksi otoskoon tiedostamattomuudessa. Kuten jo aiemmin esitettiin, riskiä ja tuottoa voidaan arvioida keskihajonnan avulla tai vertaamalla tietyn osakkeen tulevaa kehitystä muihin vastaaviin, esimerkiksi samalla alalla toimivien yritysten osakkeisiin. Jos kuitenkin sijoittaja hyödyntää vaikkapa liian pientä otoskokoja, eli tässä tapauksessa verrokkiyritysten määrää, hänen voi olla vaikeaa saada tarpeeksi kattavaa vertausta aikaiseksi, ja tällöin esiintymä jää suppeaksi. Todennäköisyys sille, että hänen valitsemansa yrityksen osake kehittyy samalla tavalla kuin toisten verrokkiyritysten, on pienempi muun muassa siitä syystä, että pienessä otoksessa hajontaa on enemmän.

Tavalla, jolla jotakin tietoa esitetään, on merkitystä siihen, kuinka siihen suhtaudutaan. Onkin siis tapana, että ennusteet luodaan sen perusteella, kuinka hyvin tapahtumasta saatu vaikutelma vastaa mahdollista lopputulemaa. Tämä johtuu siitä, että yksilöt eivät tiedosta ennustettavuutta. Jos hylätään annetun tiedon luotettavuus tai tarkkuus, ei myöskään osata arvioida tai ennustaa annetun tiedon pohjalta. (Kahneman & Tversky 1974.) Jos esimerkiksi tietystä yrityksestä annetaan yritystä esiteltäessä positiivinen, menestynyt kuva, tämän yrityksen voidaan myös todennäköisemmin odottaa menestyvän tulevaisuudessa myös hyvin. Tämä voi olla kohtalokasta, jos sijoittaessa ei osata arvioida, kuinka luotettavasta lähteestä tieto on saatu, tai miten tarkkana saatua tietoa voidaan pitää. Sama pätee myös toisinpäin, kun tietoa jaetaan toisille. Tärkeää olisi myös muistaa, kenelle vastuu kuuluu tiedon oikeellisuudesta ja siitä, onko virheellinen tiedon jakaminen ollut tarkoituksellista vai ei.

On myös yleistä, että joitakin tapahtumia pidetään niin ainutlaatuisina ja ennennäkemättöminä, ettei niiden arvioinnissa "voida" hyödyntää aiempaa tietoa. Yksilöiden tapoihin kuuluu mieltä mahdollista skenaariota, kehityspolkua, joka johtaa nykyhetkestä haluttuun tulevaisuuteen. Kun tulevaisuuden mahdollisia tapahtumia ennustaessa jokin - tai useampi samankaltainen - skenaario tulee yksilön mieleen, yksilöllä on tapana muodostaa siitä käsitys todennäköisenä kehityspolkuna kyseiselle tapahtumalle. (Kahneman & Tversky 1973.) Aiempaan esimerkkiin viitaten yksilö kokee illuusion tiedon oikeellisuudesta, kun henkilön kuvaus sopii maanviljelijän stereotypiaan. Vaikkei illuusiota vahvistavaa tietoa olisi todettukaan luotettavaksi tai se olisi jo vanhentunutta, yksilön on helppoa uskoa siihen ja luottaa arvioonsa sen pohjalta. (Kahneman & Tversky 1974.)

Yksilöllä on tapana yliarvostaa uutta tietoa ja aliarvostaa aiempaa, vanhaa tietoa. Tämä johtaa siihen, että uuteen tietoon reagoidaan herkemmin, ja siihen luotetaan enemmän, mikä puolestaan selittää sitä, miksi aiempaa tietoa väheksytään, tai se ohitetaan. Yksilölle onkin ominaista reagoida eri tavoilla, kun hän ei saa uutta tietoa ja kun saa uutta, merkityksetöntä tietoa. Kun mitään uutta tietoa ei ole saatavilla, yksilö hyödyntää aiempia tapahtumien todennäköisyyksiä, mutta hyödyttömiä tietoa saadessaan hän ohittaa ne. Eli vaikka yksilö saisikin uutta, merkityksetöntäkin, tietoa, hänellä on tapana arvostaa sitä enemmän kuin aiempaa kokemuksiinsa perustuvaa tietoa, jonka avulla pystyisi tekemään perusteltuja arvioita ja todennäköisyysennusteita. (Kahneman & Tversky 1974.)

Mikä tekee arvioinnista entistäkin subjektiivisempää ja kapeampikatseista, on se, että ihmismieli usein tiedostaa ja muistaa vain yksinkertaisimmat ja ilmeisimmät skenaariot, jotka ovat myös voineet tapahtua useammin kuin monimutkaisemmat skenaariot. Tästä käytetään päätöksenteon heuristiikassa saatavuuden käsitettä. Tällöin skenaariot, joihin liittyy monia eri vaikuttavia tekijöitä, ja joissa muutokset voivat olla laajasti yhteyksissä toisiinsa, jäävät yksilön mielessä taka-alalle, eikä niitä siksi pidetä yhtä todennäköisinä tai relevantteina. Kuitenkin on havaittu, että saatavuuteen vaikuttaa moni muukin tekijä kuin tapahtuman yleisyys tai todennäköisyys, joiden perusteella tapahtumaa tulisi arvioida. (Kahneman & Tversky 1974.)

Tiedon tunnettuudella ja sen hakemisen helppoudella tai tehokkuudella on havaittu olevan vaikutusta todennäköisyyden arvioimiseen (Kahneman & Tversky 1974). Oletetaan esimerkiksi, että on kaksi yhtä suurta osakerahastoa, jotka ovat sijoittajien silmissä arvoltaan ja tuotto-odotuksiltaan samanlaisia, mutta toiseen niistä kuuluu huomattavasti enemmän yleisesti tunnettuja pörssi-noteerattuja yhtiöitä. Kun mahdolliselle sijoittajalle kerrotaan, mitä yhtiöitä rahastoihin kuuluu, on todennäköisempää, että sijoittaja päättää valita tunnettuja yrityksiä sisältävän rahaston.

Ankkuroinnissa ja sopeutumisessa on kyse siitä, että usein ihmiset ennustavat lopputulosta muokkaamalla alkuperäistä arvoa. Tyypillisesti arvон muokkaaminen ei kuitenkaan ole riittävää, sillä eri lähtökohdista päädytään eri lopputuloksiin, joihin ei voida päätyä aina samoilla tavoilla. Yksilöllä onkin tapana ankkuroitua annettuun tietoon tai vertailukohtaan, jolla on vaikutusta hänen arviointikykyynsä myöhemmässä vaiheessa. (Kahneman & Tversky 1974.) Kun

yksilölle annetaan eri lähtökohtia ongelman ratkaisuun, tämän antama arvio vaihtelee, koska kognitiivinen vääristymä muuttaa yksilön arviointia.

3.2.2 Epäsymmetrinen reagointi

Bondt & Thaler (1985) esittivät ja todistivat ylireagoitihypoteesinsa, jonka mukaan merkittävää kurssipudotusta tai -nousua seuraa vastakkaissuuntainen kurssimuutos, ja mitä voimakkaampi alkuperäinen muutos on ollut, sitä voimakkaammin kurssi on myös palautunut. Tutkimuksessa selvisi myös, että markkinahäviöjäportfoliosta, eli aiemmin suhteellisen suuria markkinatappioita kokeineista, saatiin parempi tuotto kuin päinvastaisista markkinavoittajista koostuneesta portfoliosta pitkällä aikavälillä. Mielenkiintoisena havaintona esitettiin myös se, että vielä lyhyellä aikavälillä, alle vuodessa, portfolioissa ei havaittu merkittävää palautumista, mutta vasta kun tarkasteluväliä laajennettiin 2–3 vuoteen, oli nähtävissä selkeä muutos.

Myös Barberis, Shleifer & Vishny (1998) tukevat Kahnemanin & Tverskyn (1974) teoriaa esiintyvyydestä markkinoiden ennustamisessa ja todennäköisyyksien arvioinnissa. Yhtenä esimerkkinä he tarjoavat sijoittajien käyttäytymisen kasvuyritysten arvioinnissa; yksilö voi pitää tiettyjä osakkeita kasvuosakkeina, koska osakkeen arvo on kasvattanut arvoaan viime aikoina, mutta todellisuudessa hän jättää huomiotta sen, että vain harva osake pystyy kasvamaan jatkuvasti.

Sijoittajille on tyypillistä ottaa enemmän riskiä välttääkseen tappion kuin saadakseen voittoa. Tähän syynä pidetään sitä, että tappion myöntäminen aiheuttaa epäonnistumisen tunteen, joka johtaa usein myös häpeään ja katumukseen, ja siksi sitä pyritään välttämään kaikin keinoin. Ilmiötä kutsutaan dispoitioefektiksi, jossa tappion välttämiseksi siis annetaan enemmän painoarvoa kuin voiton saavuttamiselle. (Shefrin & Statman 1985.)

Odean (1998) tutki, että sijoittajat innostuvat jo pienestäkin voitosta – ja usein ehtivät riemuita melkein aiheettakin. Sijoittajilla on taipumus myydä voitollisia osakkeitaan jopa 50 prosenttiyksikköä herkemmin kuin tappiollisiaan. Lisäksi huomattavaa on, että ilo pienestä – tai suuresta – voitosta kasvaa samassa suhteessa voittosumman kanssa, mutta tappioihin suhtaudutaan paljon tasaisemmin. Pienikin tappio tuntuu raskaalta menetykseltä.

Sijoittajien on myös havaittu tyypillisesti olevan yli-itsevarmoja ja jopa ylimielisiä sijoittaessaan. Heillä on tapana yliarvioida omat taitonsa ja kykynsä, kun he tekevät sijoituspäätöksiä. Tämän takia he myös suhtautuvat ylimielisesti mahdollisiin virheisiinsä, joita he ovat voineet tehdä osake- tai markkinaennusteissaan, ja aliarvioivat ne. He kuvittelevat olevansa tietoisempia kuin muut, ja he arvioivat saamaansa tietoa lähinnä sen kannalta, kuinka hyvin se vastaa heidän omia näkemyksiään. Jos tieto tukee heidän ennusteitaan, he suhtautuvat siihen myönteisesti, mutta muutoin saattavat ohittaa sen. (Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam 1998.)

3.3 Anomaliat

Sijoittaja voi hankkia ylisuuria tuottoja hyödyntämällä anomalioita, jotka ovat poikkeamia markkinoiden tehokkuudesta. Anomalioiden selityksenä voivat olla esimerkiksi markkinoiden tehokkuutta kuvaavien mallien epätarkkuus, mutta niiden tarkkaa syytä ei tiedetä, ja sitä on myös vaikeaa selvittää. Jos sijoittajalla on taitoa tunnistaa kyseinen poikkeama markkinoilla, hänen tuottonsa voivat olla normaalia parempia riskiin suhteutettuna. (Banz 1981.)

Basu (1977) esitti, että jos yrityksellä on matala P/E-luku, osakkeen hinnan suhde osakekohtaiseen tulokseen, on sen arvopaperilla mahdollista saada parempaa tuottoa kuin korkean P/E-luvun yrityksillä. Jos yrityksellä on korkea kirjanpitoarvo suhteessa markkina-arvoon, eli sen arvon katsotaan olevan markkinoilla heikosti arvostettu suhteessa fundamenttiarvoon, yrityksen osaketta pidetään arvo-osakkeena. Tälle ylisuuria tuottoja mahdollistavalle anomalialle nähdään olevan syynä se, että markkinat eivät ole pystyneet tasapainottamaan osakkeen hintaa sille tasolle, joka määrittää sijoituskohteen tuotto- ja riskiprofiilit. (Basu 1977; Fama & French 1992.)

Jegadeesh & Titman (1993) esittivät momentum-anomalian, jossa voidaan saada keskipitkällä aikavälillä kasvavia, epänormaaleja tuottoja. Malkiel (1973, 144-145) esitti satunnaiskulun mallissaan osakkeiden arvojen voivan joko nousta tai laskea satunnaisesti ilman historiatietojen vaikutusta, mutta momentum-anomaliassa ajatellaan, että historiatiedoilla on merkitystä. Anomaliassa yritys, joka on jo menestynyt ja kasvattanut arvoaan, jatkaa tämän kasvattamista potentiaalisesti. Tarkoituksena on siis – historiatietoihin perustuen – ostaa menestyneiden, voittaneiden, yritysten osakkeita ja myydä heikosti suoriutuneiden, häviäjien. Tästä sijoitusstrategiasta käytetään myös termiä suhteellinen voima (engl. "relative strength"). Sille on myös kehitetty päinvastainen strategia, jota kutsutaan luonnollisesti vastakkaisstrategiaksi (engl. "contrarian strategy"), ja jossa pyritään ostamaan markkinahäviäjiä ja myymään markkinavoittajia. (Jegadeesh ym. 1993.) Momentum-anomaliaan osasyynä voi olla myös yrityksen imago, kun se on osoittanut menestyneensä. Hyvin menestynyt yritys saattaa sijoittajien silmissä vaikuttaa menestyvältä myös jatkossa.

Muita tunnettuja anomalioita ovat esimerkiksi tammikuuilmiö ja yrityskokoanimalia. Tammikuuilmiö on havaittavissa nimensä mukaisesti vuoden ensimmäisen kuukauden aikana, kun pienten yritysten pörssikurssit voivat nousta keskimääräistä enemmän kuin muulloin vuoden aikana (Rozeff & Kinney 1976; Keim 1983; Blume & Stambaugh 1983). Pienten yritysten on myös havaittu tarjoavan parempaa riskikorjattua tuottoa kuin keskisuuret ja suuret yritykset, mitä kutsutaan yrityskokoanomaliaksi (Banz 1981). Wang (2000) on kuitenkin esittänyt siihen mahdollisen syyn; pienillä yrityksillä on muita suurempi taipumus ajautua konkurssiin, tai niillä ei välttämättä ole tarpeeksi pääomaa pörssiin listautumista varten, jolloin pienten yritysten joukosta karsiutuvat pois ne, jotka eivät menesty. Tällöin pienistä yrityksistä saadaan tilastollisesti parempi kuva,

kun heikosti menestyneet yritykset ovat ehtineet lopettaa toimintansa tai koska ne eivät ole koskaan listautuneet pörssiin.

3.4 Kohinasijoittaminen

Kohinasijoittaminen (engl. "noise trading") perustuu nimensä mukaisesti ilmiöön, jossa sijoittajat vaihtavat osakkeita ilman varsinaista riittävää informaatiota. Ilmiö ei koske kaikkia sijoittajia markkinoilla vaan pelkästään niitä, joilla ei ole pääsyä sisäpiiritietoon, ja jotka siksi tekevät irrationaalisia päätöksiä ja usein yli-reagoivat muuhun "kohinaan". Koska sisäpiiritietoon ei ole pääsyä, voi olla houkuttelevaa ja helppoa reagoida markkinoilla sellaisiin tekijöihin, joilla ei todellisuudessa ole välttämättä mitään merkitystä yksittäisen osakkeen arvostukseen tai jota ei välttämättä ole olemassakaan muualla kuin kohinana. (Black 1986.)

Vaikka osa sijoittajista toimii markkinoilla ilman sisäpiiritietoa, heidän toimintansa myös auttaa muita markkinoilla toimijoita. Niiden, joilla on sisäpiiritietoa, on mahdollista päihittää edellä mainitut toimijat, ja täten yrittää korjata mahdollisia osakkeiden hintojen vääristymiä. (De Long, Shleifer, Summers & Waldmann 1990.)

Markkinoiden kohinat kertovat eri uskomuksista, joita sijoittajilla on eri osakkeista ja muista instrumenteista. Jotta ihmisillä voi olla erilaisia uskomuksia, tulee sen johtua siitä, että heillä on myös erilaista tietoa – tai tiedon puutetta. Vaikka jollakin on jostakin sijoituskohteesta erityistä tietoa, hän on myös tietoinen, että jollakin toisella voi olla jostain eri asiasta parempaa tietoa kuin hänellä itsellään, minkä vuoksi hän ei syöksy vaihtamaan osakkeitaan. (Black 1986.) Sijoittaja voi ajatella olevansa sijoittajana joko muita viisaampi tai tietämättömämpi, mikä voi myös näkyä tämän käyttäytymisessä markkinoilla kokonaisvaltaisemmin. Jos uskoo alituisesti päihittävänsä muut toimijat, voi itsevarmuus ja liiallinen luottaminen omaan tietoon tai osaamiseen kostautua. Jos taas epäröi liikaa päätöksiä tehdessään, voi jäädä paitsi tuottoisista mahdollisuuksista tai päinvastoin menettää omaisuuttaan tappiollisen osakekurssin myötä. Markkinatietoon kannattanee siis suhtautua varauksella ja erityisesti olla tietoinen muista kohinaanäänistä.

Black (1986) esittää myös, että kaikki markkinoilla olevat estimaatit osakkeiden arvosta sisältävät kohinaa. Vaikka osakkeen arvo voisikin olla jotain aivan muuta kuin mitä sen arvon voitaisiin laskea olevan odotetusti, juuri markkinoilla vallitsevan, rajatun ja usein maksullisen tiedon avulla osakkeen arvoa voidaan ohjata lähemmäksi tuota arvoa.

3.5 Kansainvälinen sijoittaminen

Sijoittamisesta ulkomaille on tullut viime vuosikymmenten aikana esimerkiksi tietoliikenteen kehittymisen, pääomamarkkinoiden vapauttamisen,

tiedonjakamisen vaivattomuuden ja laskeneiden transaktiokustannusten vuoksi entistä suositumpaa ja helpompaa (Lane & Milesi-Ferretti 2003). Sijoittajilla on mahdollisuuksia laajentaa omaa sijoitusportfoliotaan niin, että heillä on sekä kotimaisia että ulkomaisia sijoituskohteita, ja näin ollen he voivat myös päästä käsiksi erilaisiin riski-tuottoyhdistelmiin.

On havaittu kuitenkin, että sijoittajille on tyypillistä toimia pääasiassa ainoastaan oman maansa markkinoilla ja vältellä sijoittamista ulkomaisiin yrityksiin (French & Poterba 1991; Cooper & Kaplanis 1994; Tesar & Werner 1995). Tästä ilmiöstä käytetään termiä kotimaavinouma (engl. "home bias"). Voisi kuvitella, että luomalla kansainvälisen portfolion sijoittaja hyötyisi hajauttamisesta. Kuitenkin tutkimustulokset näyttäisivät siltä, että kansainvälisen portfolion luominen ei olisi yhtä kannattavaa, ja jokin tekijä päihittää hajautuksen tarjoamat edut. (Cooper ym. 1994.)

Haluun sijoittaa kotimaisiin yrityksiin ulkomaisten sijasta voi vaikuttaa moni asia. Osa vaikutuksista on sellaisia, joita ei edes pystytä määrällisesti mitaamaan, sillä ne ovat laadullisia tekijöitä, kuten tiedon saatavuus ja sijoituskontrollit. Ne voivat tehdä sijoittamisesta ulkomaille hankalampaa ja epävarmempaa verrattuna kotimaisiin markkinoihin. Yleisimpinä mitattavina vaikuttavina asioina voidaan pitää esimerkiksi ulkomailta saatavien osinkojen verotusta ja ulkomaisten osakkeiden ja rahastojen hallintokuluja. (Cooper ym. 1994.)

Adler & Dumas (1983) ovat tutkineet, kuinka eri maissa inflaatorisikin ja ostovoimapariteetin erojen kautta sijoittajia houkutellessaan suojaamaan (engl. "to hedge") portfolionsa vaihtokurssien riskeiltä. Suojaamalla portfolionsa mahdollisilta riskeiltä ja eroavuuksilta eli integroimalla osakemarkkinat ja vaihtokurssit sijoittaja voi turvautua siihen, että sekä valuutta- että osakemarkkinoilla arvonnämittä tapahtuu lineaarisesti, yhtäläisesti. Inflaatorisikillä tarkoitetaan ostovoiman heikkenemistä eli tavaroiden tai palvelujen hintojen nousua. Cassel (1918) on määrittänyt ostovoimapariteetin (engl. "purchasing power parity, PPP") tarkoittavan arviota vaihtokurssista, jolla voidaan muuttaa kahden eri maan valuuttakurssit yhtäläisiksi. Sen avulla voidaan selvittää, mikä on ostovoimilla tasautettuna todellinen vaihtokurssi, jos oletetaan, että maiden välillä käydään kauppaa vapaasti ja suhteellisen tasaisesti. Yksinkertaisesti esitettynä ostovoimapariteetti lasketaan kotimaisen hintaindeksin suhteena ulkomaiseen hintaindeksiin, jolloin saadaan kyseinen vaihtokurssi (Balassa 1964).

Sijoittajilla on tapana suojata kotimaisia sijoituksiaan niin, että he pyrkivät sijoittamaan myös sellaisiin maihin, joiden pääomamarkkinat korreloivat mahdollisimman vähän oman maansa markkinoiden kanssa. Tällöin markkinat eivät ole niin riippuvaisia toisistaan, mikä edistää sijoitusten hajauttamista. Riippuvuuteen voivat vaikuttaa esimerkiksi yhteinen kieli, historialliset syyt tai lailliset järjestelmät. (Coeurdacier & Guibaud 2011.)

On havaittu, että jo määriltään pienilläkin transaktiokuluilla on vaikutusta kotiharhavinoumaan, jos sijoittajat kokevat kansainvälisestä sijoittamisesta saatavien hyötyjen olevan myös pieniä. Sijoittajien kynnys lähteä kansainvälisille markkinoille kasvaa huomattavasti, jos sijoituksista aiheutuu välittömiä kustannuksia. (Martin & Rey 2004; Coeurdacier ym. 2011.)

Lisäksi on tutkittu, että ammattimaisilla rahastosijoittajilla, rahastajohtajilla, on taipumus sijoittaa sellaisiin ulkomaisiin yrityksiin, joilla on toimintaa heidän kotimaassaan. Tällaisiin kotimaassa toimiviin yrityksiin myös sijoitetaan tavallista enemmän, jopa suhteellisesti liikaa, eli niitä ylipainotetaan sijoitusportfolioissa. Mikä tekee tästä taipumuksesta ongelmallisen, on se, että näiden ulkomaisien yritysten osakkeet korreloivat vahvasti sijoittajien kotimaan markkinoiden kanssa. On myös havaittu, että tämä sijoittamistaipumus ei liity niinkään sijoittajien parempaan tiedonsaantiin, vaan siihen olisi syynä yksinkertaisemmin sijoittajien kokema tunne siitä, että yritys olisi näille tuttu ja siksi hyvä valinta. (Ke, Ng & Wang 2010.)

3.6 Suomalaiset sijoittajat

Sijoittajat ovat hyvin heterogeeninen joukko, eikä heitä voi siksi myöskään tutkia yhtenä massana ja ohittaa yksilöiden välisiä eroja. Musciotto, Marotta, Micciché, Piilo ja Mantegna (2016) ovat tutkineet suomalaisten sijoittajien käyttäytymistä osakemarkkinoilla ja havainneet sijoittajien eroavan paljon toisistaan. Joukko on hyvin heterogeeninen sijoittajien osakemarkkina-aktiivisuuden ja luonteenpiirteiden suhteen, mikä vaikuttaa myös siihen, kuinka sijoituspäätöksiä tehdään.

Osa sijoittajista on osakekaupankäynnissä aktiivisempia kuin toiset, mikä näkyy selvästi myös Helsingin Pörssin OMX Helsinki 25 -osakeindeksissä, johon on listattu pörssin 25 vaihdetuinta osaketta. Tutkimuksessa selvisi, että osakeindeksissä kuuden kärjessä olleet osakkeet olivat huomattavasti vaihdetumpia kuin muut, mikä kertoo kauppaa käyneiden henkilöiden sijoituspreferensseistä ja tavoista käyttäytyä markkinoilla. (Musciotto ym. 2016.)

Voisi ajatella, että mitä tunnetumpi ja yleisesti näkyvillä olevampi osake on kyseessä, sitä enemmän sen osakkeilla haluttaisiin käydä kauppaa. Tällöin sijoittaminen ei siis välttämättä perustuisikaan analyttiseen sijoittamiseen ja tiedon hankkimiseen vaan enemmänkin sijoittajan omiin tuntemuksiin ja ajatuksiin osakkeen riskistä ja tuotosta. Grinblatt & Keloharju (2001) ovat tutkineet asiaa ja todenneet, että suomalaisille sijoittajille on tyypillistä suosia sellaisia yrityksiä, jotka ovat näille entuudestaan tuttuja. Yrityksen kielellä, kulttuurilla ja etäisyydellä sijoittajaan on merkitystä siihen, kuinka mielellään sijoittaja on valmis investoimaan kyseiseen yritykseen. Tämä ilmiö ei kuitenkaan tutkimuksen mukaan koske hyvin markkinatietoisia kotitalouksia, ammattisijoittajia ja instituutioita, vaan se on tyypillistä niille, jotka eivät ole yhtä tietoisia markkinoista.

Shefrinin & Statmanin (1985) esittämä dispositioefekti näkyy myös Suomessa. Suomalaisille kotitalouksille on tyypillistä toimia kannattamattomasti markkinoilla; heikosti tuottavista tai tappiollisista yrityksistä ei päästetä helposti irti, mutta tuottavien yritysten tuotot realisoidaan nopeasti eli hyvin pian osakkeen arvonnousun seurauksena. Koska instituutioilla on tapana sijoittaa suuremmalla volyyymilla ja pitkäaikaisesti sekä tutkia ja harkita sijoituskohteita enemmän etukäteen, näitä voidaan myös pitää sivistyneempinä kuin yksittäisiä sijoittajia. (Grinblatt & Keloharju 2000.)

Norvestian Sijoitusbarometrin (2016) mukaan suomalaisista suurituloisimilla on eniten sekä positiivisia että negatiivisia kokemuksia sijoittamisesta. He ovat pieni- ja keskituloisiin verrattuna kokeneet enemmän menettäneensä rahaa sijoituksissa, ansainneensa sijoituksilla hyvien neuvojen ansiosta, makuuttaneensa rahaa tilillään turhaan, ärsyyntyneensä sijoitustuotteiden monimutkaisuudesta ja käsitelleensä talousasioitaan verkkokeskusteluissa. Tähän kuitenkin lienee vaikuttanut merkittävästi se, ettei kyselyssä vastanneista pieni- tuloisista 51 prosenttiyksikköä eikä keskituloisista 35 prosenttiyksikköä ollut koskaan sijoittanut, toisin kuin 82 prosenttiyksikköä suurituloisista, jotka olivat aktiivisimpia sijoittamaan säästöjään. Keskimäärin jopa 38 prosenttiyksikköä suomalaisista ei ollut kyselyhetkellä koskaan sijoittanut.

Samassa kyselyssä (Norvestia 2016) suomalaiset kertoivat uskovansa, että eniten kasvupotentiaalia on bioteknologian ja lääketieteen, peli- ja viihdeteollisuuden, energia- ja ympäristötekniikan sekä terveys- ja hyvinvointipalvelujen aloilla. Sen sijaan kaivosteollisuuden, mediatuotannon ja -konsultoinnin, rahoituksen ja kulutustavaroiden alojen uskotaan kasvavan kaikista vähiten. Samassa kyselyssä pyydettiin teoreettisesti sijoittamaan 1 000 euroa kolmeen suomalaiseen yritykseen. Selvisi, että kyselyyn vastanneiden mukaan vuonna 2016 viisi suosituinta Helsingin pörssin osaketta toimialoineen olivat:

1. KONE Oyj (hissi- ja liukuporrasteollisuus)
2. Nokia Oyj (tietoliikenne)
3. Fortum Oyj (energiateollisuus)
4. Neste Oyj (liikennepolttoaineet)
5. Nordea (rahoituspalvelut)

Mielenkiintoista on, että nämä kaikki ovat hyvin tunnettuja pörssinoteerattuja yrityksiä, mutta niistä kaikki eivät ole olleet läheskään tuottoisimpia osakkeita. Tämä saa epäilemään, ovatko kyselyyn vastanneet tehneet sijoituspäätöksensä yritysten tunnettuuden perusteella, vai onko päätöksissä pohdittu muitakin seikkoja.

3.7 Verotuksen vaikutus sijoittamiseen

Sijoittaja voi hyötyä verotuksesta, jos ymmärtää, miten sitä voi hyödyntää. Rationaalinen sijoittaja pyrkii toiminnallaan välttämään ylimääräisiä sijoittamisesta aiheutuvia kustannuksia ja valitsemaan hänen kannaltaan edullisen verokohtelun (Pörssisäätiö 2019, 2).

Suomessa sijoittamisesta saatavien tulojen, kuten myyntivoiton ja osinkojen, katsotaan olevan pääomatuloja, joiden veroprosentti on 30 000 euroon asti 30 prosenttiyksikköä ja tämän ylittävästä osasta 34 prosenttiyksikköä. Lisäksi listatusta, julkisesti noteeratusta, osakeyhtiöstä saatavasta osingosta 85 prosenttiyksikköä on veronalaista pääomatuloa ja loput 15 prosenttiyksikköä verotonta. Ulkomailta saatuja arvopaperien luovutusvoittoja verotetaan yleensä vain Suomessa, kun taas vastaavista osingoista peritään ulkomailta lähdevero, joka hyvitetään Suomen verosta. (Verohallinto 2019) Tässä tutkimuksessa keskitytään

listattuihin yhtiöihin, minkä vuoksi listaamattomien yhtiöiden osinkoverotusta ei erikseen esitellä.

Aiemmin esitetyssä dispositioefektin (Shefrin ym. 1985) mukaan sijoittajilla on tapana säilyttää tappiollisia sijoituskohteita turhan pitkään portfoliossaan. Tämä on verotuksenkin näkökulmasta varsin erikoista ja kannattamatonta. Verohallinnon (2019) mukaan myyntitappiot voidaan vähentää verotuksessa veronalaisista pääomatuloista, jos vuoden aikana myydyn omaisuuden hankintahinnat ovat olleet vähintään 1 000 euroa. Myyntivoitot verotetaan pääomatulona, mutta niihin pätee myös, että vuoden aikana alle 1 000 euron myyntihinnoista myyntivoitot ovat verottomia. Sijoittajien kannattaisikin pitää portfoliossaan tuottavia osakkeita niin pitkään kuin ne ovat tuottoisia ja lunastaa tuotot vasta sitten, jotta saisivat maksimaalisen verohyödyn myyntivoittojen verotuksen suhteen (Odean 1998).

Sijoittajien on havaittu myyvän tappiollisia sijoituskohteitaan hanakammin joulukuussa kuin muutoin vuoden aikana, mitä verovähennysoikeus ja verotuksen päättyminen vuoden viimeisenä päivänä selittävät (Dyl 1977; Lakonishok & Smidt 1986; Badrinath & Lewellen 1991). Usein sijoittajat eivät ole halukkaita myymään näitä osakkeita, mutta he haluavat parantaa verotuksellista asemaansa ja ymmärtävät, minkä verotusedun he sen kautta saavat. (Shefrin ym. 1985.)

Neuvokas sijoittaja ymmärtää ottaa selvää suomalaisesta verokohtelusta ja tietää esimerkiksi, mihin vähennyksiin hänellä on oikeuksia. Sijoittaja voi hyötyä ilmoittamalla verotuksessa vähennettäviksi sijoitustoimintaan liittyviä kuluja, kuten talouslehtien tilausmaksut, työhuoneen aiheuttamat kulut ja tietokoneeseen sekä verkkoyhteyteen liittyvät kulut, jos ne aiheutuvat aktiivisesta sijoittamisesta. Lisäksi esimerkiksi osakkeiden ja vuokrattavien huoneistojen hankintaan otettujen lainojen korkokuluja voi vähentää. (Pörssisäätiö 2019, 4.)

4 ARVONMÄÄRITYSMENETELMÄT

4.1 Yleistä

Arvonmääritykseen ei ole yhtä ainoaa oikeaa tapaa, ja jokaisella sijoittajalla on omat tapansa, lähtökohtansa, rajoitteensa ja mieltymyksensä toimia pääomamarkkinoilla niin kuin toimivat. Koska tutkimuksessa halutaan selvittää, kuinka sijoituspäätöksiä tehdään ja osakkeita arvostetaan, perehdytään yleisimpiin arvonmääritysmalleihin ja sijoitusperusteisiin.

Yrityksen osakkeen markkina-arvon tulisi heijastaa täysin yrityksen nettovarallisuutta. Osa varoista koostuu aineellisista asioista, kuten tontista ja rakennuksista, mutta myös aineettomilla ominaisuuksilla, kuten brändin arvolla, on vaikutusta yrityksen varallisuuden muodostumiseen. (Chan, Lakonishok & Sougiannis 2001.) Yrityksissä pyritään jatkuvasti tekemään kannattavia ja toimivia valintoja toiminnan kehittämiseksi, joten yrityksen varallisuus ja kasvumahdollisuudet ovat myös jatkuvan muutoksen alaisina. Nämä kaksi tekijää, varallisuus ja kasvu, ovat myös vahvasti sidoksissa toisiinsa, sillä yleensä kasvun aikaansaaminen edellyttää investointeja, ja vastaavasti kasvun avulla on mahdollisuus tehdä yhä suurempia investointeja. Yleensä myös yrityksillä, joilla on enemmän varallisuutta, on myös korkeampi markkina-arvo. (Berk, Green & Naik 1999.)

Tässä tutkimuksessa osakkeen arvonmääritystä tarkastellaan viidestä eri näkökulmasta: osinkotuottoihin, vapaaseen kassavirtaan, optiomalliin, tilinpäätökseen ja riskiin perustuen. Niihin liittyviä yleisimpiä arvonmääritysmalleja esitellään ja arvioidaan niiden mahdollista toimivuutta perustuen aiempaan tutkimuskirjallisuuteen. Lisäksi esitetään muita mahdollisia sijoitusperusteita, jotka voivat myös vaikuttaa sijoittamispäätöksentekoon.

4.2 Osinkoihin perustuva arvonmääritys

Osinkotuottoja pidetään vahvana näyttönä yrityksen kilpailukyvyn säilyttämisestä ja menestyksestä; yrityksen on mahdollista jakaa osakkeenomistajilleen osinkoa, ylimääräistä voittoaan, jos voittoa on syntynyt. Sijoittajille yritysten osingonjakopolitiikka on yleisesti kiinnostavaa, sillä heitä kiinnostaa jo sijoituspäätöstä tehdessään, onko yrityksellä ollut tapana jakaa osinkoa. Koska sijoittajien saama informaatio yrityksistä on epätäydellistä, käteisosinkotuotot toimivat näille merkittävänä ennusteena yrityksen odotettavista rahavirroista. (Bhattacharya 1979).

Osakkeen markkina-arvon nousun lisäksi osinkotuotot muodostavat merkittävän tulolähteen sijoittajien saamista pääomatuloista. Pölkki (2017) havaitsi tutkimuksessaan, että sijoittajilla on tapana kiinnittää huomiota, mikäli yrityksen osingonjaossa tapahtuu muutoksia edellisiin tilikausiin verrattuna. Koska yritykset eivät mielellään muuta jakamansa osingon suuruutta, on positiiviselle tai negatiiviselle muutokselle taustalla aina jokin syy, jonka merkitystä kannattaa sijoittajan miettiä. Osinkotuottoja voidaan tästä syystä pitääkin ennusteena seuraavien vuosien tuloksesta.

Lintner (1956), Miller ja Modigliani (1961) esittivät, että yritykset eivät halua mielellään nostaa maksamaansa osinkoa, jos ei voi olettaa, että yrityksen tulos nousee pitkällä aikavälillä suhteellisen pysyvästi. Yrityksen johdolla onkin siis intresseissään pitää osinkoa matalammalla tasolla kuin mitä mahdollisesti todellisuudessa voitaisiin jakaa. Johto haluaa tällä estää sen, että jos osinkoa joudutaan myöhemmin laskemaan, matalampi osinko voisi tarjota aika yllätyksellistä ja negatiivista informaatiota yrityksen tuloksesta. Tällöin sijoittajat voisivat pohtia, onko järkevää ja kannattavaa sijoittaa siihen yritykseen, ja onko sen tulevaisuuden näkymät entistä epävarmempia.

Gordon & Shapiro (1956) esittelivät osingon kasvumallin, jonka avulla määritellään yrityksen maksamien osinkojen perusteella osakkeen arvoa tulevaisuudessa. Osingon kasvumalli, josta käytetään myös yleisesti nimeä Gordonin malli, perustuu siis yrityksen tulevien osinkojen määrittämään osakkeen nykyarvoon, ja se esitetään kaavassa 1.

$$(1) P_0 = \frac{D_0(1+g)}{R-g}, \text{ jossa}$$

P_0 = osakkeen arvo,

D_0 = maksettu osinko,

g = osingon kasvuvauhti,

R = sijoittajan tuottovaatimus

Osakkeen nykyarvo on tämän mallin mukaan arvo, joka voidaan laskea käyttämällä hyödyksi yrityksen maksamaa osinkoa. Osingon arvo kerrotaan sen

oletetulla kasvuvauhdilla ja jaetaan sijoittajan osakkeelle asettaman tuottovaatimuksen ja osingon kasvuvauhdin erotuksella. Gordonin mallissa oletuksena on saada yrityksen osakkeen arvo, kun summataan yrityksen jäljellä olevan eliniän aikana jaettavien osinkojen nykyarvot.

Gordon ym. (1956) ovat esittäneet mallin heikkoudeksi sen, että osinkotuottojen oletetaan kasvavan tasaisesti ja jatkuvasti määritellyllä vauhdilla. Yrityksellä on mahdollisuus muuttaa jakamaansa osinkoa minkä tahansa tilikauden aikana, ja tämä muutos voi olla sijoittajan kannalta edukasta tai ei. Tämä luonnollisesti vaikuttaa myös sijoittajan odottamiin ja ennustamiin tuleviin osinkotuottoihin. Mikä myös heikentää tämän mallin käyttökelpoisuutta on se, että osa yrityksistä, kuten monet kasvuyritykset, eivät yleisesti jaa ollenkaan osinkoa.

Dong, Robinson & Veld (2005) ovat tutkineet, miksi osinkotuottoja pidetään tärkeinä. Tanskalaisille tehdyssä kyselytutkimuksessa selvisi, että sijoittajilla on tapana selkeästi suosia osinkoa jakavia yrityksiä. Mikä teki tutkimuksesta vieläkin kiinnostavamman, oli se, että sen tulokset eivät ole linjassa Jensenin (1986) agenttiteorian kanssa; sijoittajat eivät kokeneet osinkoja keinona kontrolloida johdon toimintaa. Sijoittajat myös olivat sitä mieltä, että osinkoa maksava yritys on riskipitoisempi kohde kuin osinkoa maksamatonta yritys. Osingon kasvu oli sijoittajien mukaan positiivinen ja riskin kannalta hyvä asia, mikä on ristiriidassa agenttiteorian kanssa. Tutkimuksessa mukana olleiden sijoittajien mukaan osakkeen riskisyys ei kasvakaan, jos osinkotuotto kasvaa.

4.3 Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran arvonmääritysmallissa lasketaan yhteen kaikki yrityksen tulevaisuudessa odotettavat vapaat kassavirrat. Laskennassa käytetään diskonttokorkona, r , pääoman keskimääräistä kustannusta, WACC (Weighted Average Cost of Capital).

$$(2) \text{ Omistajan varat} \approx \sum_{k=0}^t \frac{FCF_t}{(1+r)^t} \text{ jossa}$$

FCF_t = odotetut vapaat kassavirrat ajankohdalla t ,

r = diskonttokorko

Omistajan varat esitetään kaavassa 2. Vapaalla kassavirralla (Free Cash Flow, FCF) tarkoitetaan niitä kassavirtoja, joita yritys voi jakaa muun muassa osinkoina osakkeenomistajilleen, tai joilla yritys voi ostaa takaisin itselleen omia osakkeitaan. Sen mukaan kaikki ne investoinnit, joilla on positiivinen netto nykyarvo, kannattaa toteuttaa. Jos yrityksellä on vapaata kassavirtaa, sitä voidaan käyttää investointien rahoittamiseen. (Jensen 1986.)

Vapaiden kassavirtojen laskemiseen voi käyttää esimerkiksi kaavan 3 osoittamaa tapaa, jossa on otettu huomioon erityisesti osakesijoittajien näkökulma:

$$(3) \text{ Vapaa kassavirta} = \text{Nettotulos} - \text{bruttoinvestoinnit} + \text{poistot} - \text{nettokäyttöomaisuudenmuutos}$$

Vapaat kassavirrat saadaan, kun vähennetään yrityksen nettotuloksesta kasvu- ja korjausinvestoinnit ja käyttöpääoman kasvu sekä lisätään poistot. Kaavassakin esitetyt poistot eivät tosiasiaassa kuvaa rahaliikennettä, mutta ne esitetään nettotuloksessa.

4.4 Optiomalli

Optio on arvopaperi, joka oikeuttaa ostamaan tai myymään omaisuutta, kohde-etuutta, tietyillä sopimusehdoilla ja määrättyinä aikana. Optioon ei kuitenkaan kuulu velvoitetta ostaa kyseistä kohde-etuutena olevaa hyödykettä. Ostajalle on kannattavaa lunastaa omaisuus, kun siihen liittyvän hyödykkeen, esimerkiksi osakkeen, arvo nousee. Jos on tavoitteena saada mahdollisesti epänormaaleja tuottoja, voi hyödyntää optioiden hinnoittelussa optiomallia. (Black & Scholes 1973.)

Optiomallin toteutumisen ideaalisia ehtoja ovat seuraavat:

1. Lyhytaikainen korko on tiedossa ja pysyy samana.
2. Tuoton varianssi pysyy samana, ja osakkeen hinta vaihtelee suhteessa varianssiin.
3. Osakkeen arvosta ei makseta osinkoja tai muita eriä.
4. Optio on eurooppalainen optio, eli se voidaan lunastaa ainoastaan maturiteettihetkellä.
5. Osakkeen tai option myyntiin ei liity transaktiokustannuksia.
6. Mitä tahansa osaa arvopaperista voidaan lainata lyhytaikaisella korolla.
7. Optiokaupoista ei rangaista.

Optiomallia voi soveltaa myös osakkeisiin. Tällöin osakkeen ajatellaan olevan optio yrityksen varoihin. Osakkeen hinta on esimerkiksi varoja kuvaava määre, kuten tasearvo, ja toteutushintana voi toimia velkojen määrä. (Ross, Westerfield & Jordan 2008, 801.) Malli esitetään kaavassa 4.

$$(4) C_0 = S_0 N(d_1) - X e^{(-R_f T)} N(d_2), \text{ kun } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \frac{R_f + \sigma^2}{2} T}{\sigma \sqrt{T}} \text{ ja } d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T},$$

joissa

C = osto-option arvo,

S = kohde-etuuden eli osakkeen nykyinen hinta,

$N(d)$ = normaalijakauman kertymäfunktion arvo,

X = option toteutushinta,

e = Neperin luku,

R_f = riskitön korkokanta,

T = option voimassaoloaika vuosina ennen sopimuksen maturiteettia,

σ = kohde-etuuden tuoton volatilitiitti

Optiomallissa sijoittaja voi arvioida sijoituksen arvoa ajassa. Mallin tulkitseminen voi auttaa arvioimaan, miten arvokas yritys on, ja milloin olisi sopivaa sijoittaa. (Merton 1998.) Koska tämäkin on kuitenkin vain malli, ei sitä kannata tulkita liian tarkasti, ja sen käyttö voi olla sopivaa silloin, kun markkinoiden lopputulemaa ei arvioida kuin todennäköisten kehityssuuntien mukaisesti.

4.5 Fundamenttianalyysi

Fundamenttianalyysillä viitataan arvopapereiden arvon määrittämiseen, jossa tärkeässä roolissa on yrityksen arvoa muodostavat tekijät, kuten tuotot, riski, kasvu ja kilpailuasema. Ne ovat taloudellisia muuttujia, fundamenteja, joilla on havaittu olevan selkeästi näkyvillä yrityksen arvon luomisessa ja muodostumisessa. (Lev & Thiagarajan 1993.) Fundamenttianalyysissä yrityksen arvon ajatellaan heijastuvan tilinpäätöstiedoista (Ou & Penman 1989).

Yrityksen toiminnan jatkuvuuden ja tulevaisuuden kasvun näkökulmista fundamentit ovat avainasemassa, sillä niillä on merkittävä vaikutus yrityksen tuottoihin. (Lev ym. 1993). Arvopaperianalyysi perustuu neljään keskeiseen käytännön tekijään, jotka ovat osa arvonmäärittäystä: arvopaperi, hinta, aika ja sijoittaja. Näistä tekijöistä voi muodostaa kysymyksen: "Tulisiko sijoittajan S ostaa (tai myydä tai pitää) arvopaperi A hintaan H tällä ajankohdalla T ?" Tässä sijoittajan omalla käyttäytymisellä on paljon merkitystä, sillä esimerkiksi taloudellinen osaaminen ja mieltymykset ovat sijoituspäätöksiä tehdessä tärkeässä asemassa. Yrityksen ominaisuudet ja toimintatavat puolestaan vaikuttavat siihen, millainen arvopaperi on. Hinta toimii arvopaperimarkkinoilla indikaattorina arvopaperin arvosta. Ajankohdalla on taas merkitystä siihen, kuinka arvokas osake on, sillä kun olosuhteet muuttuvat, osakkeen arvon mittareina toimivat sen laatu ja tuotosuhde. (Graham & Dodd 1962, 33-35.)

Yrityksen taloudellisesti heikosti menestyksestä kertovat muun muassa myyntisaamisten ja varaston arvon kasvu. Ne indikoivat, että yrityksen myynti on heikentynyt, jolloin myyntituotot ovat myös laskeneet. Yritysten on kuitenkin mahdollista manipuloida laittomasti myyntisaamisten kasvua, jotta saisivat toimintansa näyttämään tuottoisammalta. Kolmas negatiivinen signaali sijoittajille on, jos katetuotto (myynti - myynnin aiheuttamat muuttuvat kulut) on laskenut, sillä se heijastuu myynnin muutoksiin, joilla puolestaan on pitkällä aikavälillä vaikutusta yrityksen menestykseen. (Lev ym. 1993.)

Yritysten tilinpäätöstietoja ja erilaisia osavuosisiraportteja voi hyödyntää arvonmäärityksessä laskemalla erilaisia tunnuslukuja. Yleensä näissä raporteissa on myös valmiiksi esitetty käytetyimpiä ja yleisimpiä tunnuslukuja, jotka helpottavat sijoittajien tiedonsaantia. Tähän tutkimukseen on valittu esitettäviksi seuraavat tunnusluvut: P/E, P/B, EPS ja P/FCF.

P/E (engl. "price-to-earnings ratio") kertoo osakkeen hinnan suhteessa sen osakekohtaiseen tulokseen. Mitä suurempi arvo on, sitä vähemmän riskipitoinen osake on, ja sitä enemmän siltä voi odottaa tulevaisuudessa tuottoja. Jos arvopaperin markkinahinnan ja tuloksen välillä on eroa, voidaan sen tulkita johtuvan markkinoiden epätehokkuudesta; kaikki markkinoilla saatavilla oleva tieto ei ole heijastunut arvopaperin hintaan, mikä näkyy tehottomuutena. Sijoittajan kannalta on kuitenkin huomioitavaa, että tällaisen tehottomuuden havaitsemiseen kuluu hänen resurssejaan, aikaa ja mahdollisesti rahaakin, joten ei välttämättä ole kannattavaa nähdä paljon vaivaa tehottomuuksien etsimiseen. (Basu 1977.)

P/B-arvolla (engl. "price-to-book ratio") viitataan osakkeen hintaan suhteessa sen kirjanpitoarvoon. Mitä suurempi osakkeen markkinahinta on suhteessa sen tasearvoon, sitä pienempää tuottoa osakkeelta voidaan odottaa saatavan (Fama ym. 1992). EPS (engl. "earnings per share") kertoo, kuinka paljon yritys tuottaa tulosta yksittäistä osaketta kohden, eli sen avulla voidaan laskea voiton tai tappion suhde osakkeiden keskimääräiseen lukumäärään tilikauden aikana. EPS-luku soveltuu hyvin osaksi fundamenttianalyysiä, sillä nettotuloksen ja EPS-luvun on havaittu korreloivan yrityksen tuotto-odotusten kanssa. (Ball & Brown 1967.) P/FCF-luku (engl. "price-to-free cash flows") puolestaan kuvaa, kuinka suuri osakkeen hinta on suhteessa vapaisiin kassavirtoihin, ja mitä matalampi osakkeen hinta on verrattuna kassavirtoihin, sitä parempi se on sijoittajan kannalta. Tämäkin tunnusluku perustuu osittain yrityksen nettotulokseen, joten edellä esitetyn Ball'n & Brown'n teorian (1967) voidaan katsoa pätevän.

Benjamin Graham on kehittänyt nimeään kantavan tunnusluvun, Grahamin luvun, joka lasketaan kahden tunnusluvun, P/E:n ja P/B:n tulona. Jotta sijoitus voisi olla kannattava, tuon lukujen tulon ei tulisi olla arvoltaan yli 22,5 osakkeen ostohetkellä. Mitä alhaisempi luku on, sitä kannattavampaa olisi ostaa kyseistä osaketta. (Graham 1973, 349.) Jos sijoittajalle on merkitystä sillä, kuinka halpa osake on ostohetkellä, Grahamin luvusta voi olla hyötyä.

4.6 Riskiin perustuva arvonmääritys

4.6.1 Riski hinnan vaihteluna

Sharpe (1964) esitti kritiikkiä siihen, miksi sijoittajille ei ollut mahdollista kunnon arvioida, miten sijoituskohteen riski muodostuu. Koska ei ollut saatavilla teoreettista mallia, ei voitu arvioida yksittäisen sijoituskohteen ja sen riskin suhdetta. Oli jo tiedossa, että hajauttamisesta on hyötyä koko portfolion riskin vähentämiseksi, mutta sijoituskohteen riskin määräytymistä ei osattu selittää.

Riskiä kuvataan sijoittajan tuottovaatimuksen hinnan vaihteluksi eli keskihajonnaksi. Koska tuottovaatimus ja riski ovat täydellisessä korvaavuussuhteessa, voidaan tulkita, että vähentääkseen riskiä sijoittajan täytyy olla valmis osittain luopumaan tuottovaatimuksestaan tuossa korvaavuussuhteessa. (Mossin 1966.) Ball'n & Brown'n (1969) mukaan yrityksen toiminnan kannalta riskiin tulisi suhtautua sellaisena kuin se on; vaikka jokin yrityksen suunnittelema projekti olisikin hyvin riskinen, mutta sen ja kaikkien muiden mahdollisten projektien nettonykyarvot tuottaisivat positiivisen arvon, tulisi riskiseenkin projektiin tarttua. Riskiä tulisi tällöin kohdella sen "hintaisten" kuin se on, koska projektilta voidaan odottaa tuottoa.

Pitkän aikavälin menestyksellä on vaikutusta osakkeen hinnan vaihteluun. Osakkeen hinta voi vaihdella, mutta on todennäköistä, että toiset osakkeet ovat alttiimpia merkittäville hinnan vaihteluille kuin toiset. Onkin havaittu, että koska markkinat eivät ole täydellisen tehokkaat, osakkeen hinta on osittain riippuvainen sen historiallisesta menestyksestä osakemarkkinoilla. (Willinger, Taquq & Teverovsky 1999.)

Tämän tutkimuksen toteuttamishetkellä käsitys riskistä voi olla hieman normaalista poikkeava. Suomen Pankki (2018) on esittänyt, että arvopaperien hinnat voivat kääntyä laskuun, elleivät jo ole niin tehneetkin. Tällöin hinnan vaihtelu ei ole enää satunnaista, vaan hinnat muuttuisivat miltei systemaattisesti alaspäin, mikä tarkoittaisi myös, ettei hinnan vaihtelu enää toimisi yhtä toimivana riskin mittarina. Hinnan vaihteluun liittyen Ball & Brown (1969) ovat esittäneet, kuinka riskiä karttavalla sijoittajalla on tapana ajatella koko portfoliota koskevaa riskiä yksittäisen sijoituksen riskin sijasta. Epävarmuutta arvioidakseen sijoittajan kuitenkin tulee pystyä arvioimaan jokaisen yksittäisen sijoituskohteen riskin, jotta saa käsityksen koko portfolion muodostamasta riskistä. Lisäksi jos hän arvioi, että arvopaperit ovat riippuvaisia toisistaan ja käyttäytyvät samoilla tavoilla eri taloustilanteissa, hän kokee, että portfolion riskipitoisuus kasvaa.

On havaittu, että etenkin kriisien aikana riskien mittaaminen hankaloituu. Tämä johtuu siitä, että oletukset markkinoiden toiminnasta pysyvät samana, mutta todellisuudessa markkinoiden toiminta muuttuu samalla, kun ihmiset muuttavat käytöstään riskin mittaamisen vaikutuksesta. Sijoittajilla on kriisien aikana taipumus toimia samankaltaisesti ja hyödyntää suhteellisen yhteneviä sijoitusstrategioita. Tällöin riskimalleista ei ole apua, kun mallien perusoletukset ja -lähtökohdat ovat merkittävästi muuttuneet. (Danielsson 2002.)

4.6.2 Capital Asset Pricing -malli

Capital Asset Pricing -malli, CAP-malli, on Sharpen (1964), Lintnerin (1965) ja Mossinin (1966) kehittämä arvopaperin hinnoittelumalli, jonka avulla voidaan selvittää, mikä on sijoittajan arvopaperilta odottama tuottovaatimus. Sijoituskohteen tuottovaatimuksen nähdään muodostuvan kahdesta osasta: riskittömästä tuotosta ja riskilisästä (Sharpe 1964). Kaavassa 5 esitetään malli seuraavasti:

$$(5) \quad (E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f), \text{ jossa}$$

$E(R_i)$ = sijoittajan tuotto-odotus osakkeelta i ,

R_f = riskitön korkotaso,

β_i = osakkeen beta-arvo,

$E(R_m)$ = markkinasalkun tuotto-odotus

Bodie, Kane ja Marcus (2005) ovat esittäneet CAP-malliin kuuluvan seuraavat oletukset:

1. Yksittäisellä sijoittajalla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa markkinahintoihin, sillä tämän varallisuus on vain niin pieni osa markkinoiden kokonaisvarallisuudesta.
 2. Kaikkien sijoittajien sijoitusten aikavälinä pidetään yhtä omistusjaksoa.
 3. Ainoastaan sellaisiin arvopapereihin voidaan sijoittaa, jotka ovat julkisen kaupankäynnin kohteina.
 4. Sijoittajat voivat hankkia lainaa sekä lainata sitä eteenpäin samalla kiinteällä korolla kuin riskitön korkoaste.
 5. Transaktiokustannuksia ei ole, eivätkä sijoittajat ole velvollisia maksamaan veroja voitoistaan markkinoilla.
 6. Kaikki sijoittajat toimivat rationaalisesti ja optimoivat keskimääräisen varianssin.
 7. Sijoittajilla on homogeeniset, eli samanlaiset, odotukset sijoituskohteista.
- CAP-mallin toiminnan katsotaan perustuvan näihin oletuksiin. Sijoittajan tulee kuitenkin olla varovainen ja tarkkaavainen sitä hyödyntäessään, sillä kaikki oletukset eivät ole todenmukaisia eivätkä toteudu tässä muodossa markkinoilla.

4.6.3 Treynorin indeksi

Jack Treynor on kehittänyt nimeään kantavan tunnusluvun, Treynorin indeksin. Tällä tunnusluvulla voidaan mitata, arvopaperin tuoton ja riskittömän tuoton erotus suhteessa beetakertoimeen, joka kuvaa arvopaperin volatilitteettia (Treynor 1965). Tämä siis kuvaa, kuinka paljon arvopaperi tuottaa systemaattisen riskin yksikköä kohden. Kaavassa 6 esitellään, miten indeksi voidaan laskea.

$$(6) T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

Treynorin indeksin käyttötarkoituksena on portfolion menneen ja nykyisen menestyksen arviointi. Jos sijoittaja saa tällä indeksillä paremman arvon portfoliossaan kuin markkinaportfolion keskimääräisestä tuotosta, voidaan sanoa, että sijoittaja on päihittänyt vertailuindeksinsä. Treynorin indeksiä kuvataankin sopivaksi mittariksi hyvin hajautetuille portfolioille, sillä siinä esitetään tuottosuhteessa systemaattiseen riskiin. Tällöin epäsystemaattinen riski on jo todennäköisesti pystytty hyvin eliminoimaan portfoliosta, joten pääasiassa systemaattinen riski jää jäljelle merkitsemään. (Le Sourd 2007.)

4.6.4 Sharpen suhdeluku

William Sharpe (1966) on esitellyt Sharpen suhdeluvun, jossa on samankaltainen idea kuin Treynorin indeksissä. Siinä on haluttu esittää riskiä kuvaavan beeta-kertoimen sijasta keskihajonta. Sen avulla voidaankin kuvata, miten paljon enemmän riskipitoinen arvopaperi on pystynyt tuottamaan tuottoa kuin riskitön sijoitus, ja mitä suurempi luku on, sitä parempi.

$$(7) S = \frac{R_i - R_f}{\sigma}, \text{ jossa}$$

σ = keskihajonta

Kaavassa 7 esitellyn kaavan avulla voidaan analysoida, miten paljon sijoittaja hyötyy kantaessaan riskiä. Tästä saadaan johdettua myös toinen malli R/V, jolla tarkoitetaan tätä sijoittajan saamaa hyötyä, palkkiota, suhteessa hinnan vaihteluun, riskiin. (Sharpe 1966.) Sijoittajan tulee kuitenkin huomioda, ettei Sharpen suhdeluku huomioi arvopapereiden välisiä korrelaatioita, riippuvuuksia, jotka tulee huomioda mallia käytettäessä (Sharpe 1994).

Ongelmallista sijoittajan kannalta voi olla sekä Treynorin indeksissä että Sharpen suhdeluvussa, että mitä suurempi tämän portfolio on, sitä hankalammaksi käy myös näiden tunnuslukujen laskeminen. Ne vaativat tällöin jo teknisesti vaativampia menetelmiä ja tilastollista ymmärrystä, jotta niitä voisi hyödyntää hyvin.

4.6.5 Value at Risk

Tunnetussa oppikirjassaan Philippe Jorion (2001, 22) on esitellyt Value at Risk -menetelmän (VaR), jonka on hänen mukaansa kehitellyt Till Guldemann 1980-luvulla. Tälle menetelmälle muodostui tarve, kun haluttiin määrittää, kuinka merkittävä on arvopaperin arvomuutokseen liittyvä riski. VaR-luvun avulla voidaan selvittää vastaus kysymykseen: mikä on suurin mahdollinen tappio, joka voi toteutua tietyllä aikavälillä ja asetetun luottamustasojen puitteissa normaaleissa markkinaolosuhteissa? Luvulla on siis mahdollista kuvata huonoin mahdollinen lopputulos, joka tietyllä varmuudella on todennäköinen. On mahdollista, että koettava tappio on suurempikin, mutta todennäköisyys sille on pienempi.

Aikaväli asetetaan usein yhden ja kymmenen päivän välille, ja luottamustasojen toimii 95 tai 99 %. Tällöin VaR-luku saadaan tuottojakauman häntäpäätä määritellyllä merkitsevyystasolla. Esimerkiksi pankki voi arvioida sen VaR-luvun miljoonaksi 95 % luottamustasolla, mikä tarkoittaisi, että vain viiden prosentin todennäköisyydellä pankin tappio olisi yli miljoona euroa. Tarkoituksena on valita mahdollisimman suuri luottamustaso, jotta VaR-luvun ylittäviä tapauksia olisi mahdollisimman vähän. Kuitenkaan luvun ei kannata olla liian suuri, jottei havaintojen määrä vähene liikaa, ja riskiennusteen epävarmuus kasva liian suureksi. (Jorion 2001, 99.)

VaR-malleja voi jakaa kahteen ryhmään: lokaaliin arvostukseen tai kokonaisarvostukseen perustuvat mallit. Ensimmäisessä riskiä arvioidaan nykyiselle portfoliolle lokaaleilla ennusteilla, ja jälkimmäisessä portfolion riski määritetään monen eri skenaarion avulla simuloimalla arvonmuutoksia.

VaR-luku määritellään kaavan 8 esittämällä tavalla. Kun $V^* = V(1 + R^*)$ eli V^* :n tarkoittaessa position arvoa suurimman mahdollisen tappion osuessa kohdalle, niin seuraava pätee:

$$(8) \text{VaR}(H; c) = E(V) - V^* = V(1 + \mu) - V(1 + R^*) = V(\mu - R^*), \text{ jossa}$$

V = position tämänhetkinen markkina-arvo,

R = tuotto horisontissa H

μ = odotettu tuotto eli $E(R)$,

c = luottamustaso

R^* = tuotto suurimman mahdollisemman tappion tapauksessa

Tätä lukua käytetään nykyään useimmiten aktiivisena riskienhallinnan välineenä, ja sitä hyödynnetään pääomamarkkinoilla raportoidessa riskistä. Sitä hyödynnetään erityisesti johdannaisten arvonmäärityksessä, mutta muutenkin rahoitusallalla. (Duffie & Pan 1997.)

Sijoittajan näkökulmasta VaR on hyödyllinen, sillä sen avulla tämä voi suhteuttaa omaa riskinsietokykyään koko portfolion osalta. Voidaan olettaa, että päivän aikana odotettu arvopaperin hinnan muutos on keskimäärin nolla, sillä aikavälin ollessa pieni, vain päivä, hinnan muutoskin jää myös oletettavasti hyvin pieneksi verrattuna keskihajontaan, joka tarjoaisi moninkertaisesti suuremman hinnan muutoksen. Tämä tarkoittaa sitäkin, että normaalijakauman mukaisesti arvioituna olisi hyvin harvinaista, että arvopaperin hinta laskisi enemmän kuin kaksinkertaisesti keskihajonnan verran. Toisin sanoen lyhyellä aikavälillä hinnan muutos on todennäköisesti hyvin pientä. (Hull 2012, 479.)

Sijoittaja pystyy näin ollen arvioimaan myös, miten paljon hänellä on varaa hävitä, ja kuinka valmis hän on ottamaan riskiä. Hänen on myös mahdollista miettiä, missä sijoituskohteessa olisi suurin tappion vaara. Lisäksi koska pitkällä aikavälillä on mahdollisuus suurempiin tappioihin kuin lyhyellä aikavälillä todennäköisyyksien perusteella, sijoittaja voi myös pohtia, onko hänen järkevämpää sijoittaa pitkä- vai lyhytaikaisesti tiettyihin sijoituskohteisiin. (Hull 2012, 472.)

4.7 Yrityksen aineeton arvo

Sijoittaja voi hyödyntää arvopapereiden arvonmäärityksessä monia muitakin erilaisia perusteita, joita ei voi laskea sen aineelliseksi omaisuudeksi, mutta jotka

voivat silti tuottaa arvoa. Näitä voivat olla esimerkiksi arvopaperiin liittyvät sosiaaliset, eettiset ja ympäristölliset tekijät (Hummels & Timmer 2004). Lisäksi tässä käsitellään myös yrityksen toiminnan tuntemista ja tilinpäätöksessä aineettomia eriä. Tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita tietämään, miten näillä on vaikutusta yrityksen arvonmääritykseen.

Sijoittaja voi olla kiinnostunut ja halukas sijoittamaan sellaisiin yrityksiin, jotka ovat yhteiskunnallisesti vastuullisia. Niiden toiminta voi olla eettisesti, moraalisesti, uskonnollisesti tai poliittisesti samankaltaista kuin sijoittajalla (Miller 1992). Sosiaalisesti vastuullinen yritys harjoittaa vapaaehtoisesti tätä toimintaa, ja se on sitoutunut kehittämään sosiaalisia ja ympäristöön liittyviä oloja (Davis 1973).

Ympäristöllä voi olla merkittävä rooli sijoituspäätöksenteossa. Sijoittajien kiinnostus yritysten ympäristöstrategioita ja toiminnan vaikutuksia kohtaan on kasvanut. Heille voi olla tärkeää sijoittaa sellaiseen yritykseen, joka panostaa ympäristöllisestikin kannattavaan liiketoimintaan, ja he saattavat välttää sellaisia yrityksiä, joiden toiminta ei ole ympäristöystävällistä. Lisäksi on mahdollista, että sijoittaja keskittyy erityisesti ympäristölähtöiseen sijoittamiseen. (Ympäristöministeriö 2001, 7.)

Eettisyyden arviointi yritystoiminnassa on monelle sijoittajalle tärkeää, kun he pohtivat, toimiiko yritys heidän eettisten periaatteiden mukaisesti vai ei. Esimerkiksi ihmisoikeusrikkomukset, korruptio, syrjintä ja lapsityövoiman käyttö voivat olla epätoivottuja asioita ja esteitä sijoittamiselle. Eettiselle sijoittajalle voi olla pätevä syy olla sijoittamatta, jos yritys toimii vastoin hänen periaatteitaan, tai jos se ei osoita haluavansa estää ja ehkäistä toiminnallaan, kuten arvoillaan, johtamiskäytännöillään tai toimintansa ohjauksella, eettisiä rikkomuksia. (Hummels ym. 2004.)

Luo & Bhattacharya (2006), Barnett & Salomon (2006) ja Carter, Kale & Grimm (2000) ovat esittäneet, että yrityksen sosiaalisesti vastuullinen toiminta korreloi positiivisesti tämän markkina-arvon ja markkinoilla suoriutumisen kanssa. Toimimalla vastuullisesti yrityksen arvo markkinoilla kasvaa, ja yritys suoriutuu paremmin suhteessa kilpailijoihinsa. Eettisesti toimiminen on siis kannattavaa sekä yritykselle itselleen että siihen sijoittaville.

Aspara & Tikkanen (2008) havaitsivat, että sijoittajilla on usein tapana suhtautua yritysten osakkeisiin samalla tavalla kuin he suhtautuvat näiden tarjoamiin tuotteisiin tai palveluihin. Jos sijoittaja pitää tuotteita tai palveluita vastuullisina ja siksi suosii niitä, hän voi ajatella myös yrityksen osakkeen ostamisen olevan vastuullinen teko.

Sijoittaja voi soveltaakin ruoka- tai vaatekaupassa samaa kuin pörssimarkkinoilla; lähtökohdat ja tavoitteet hyödyn saamiseen ja maksimointiin voivat olla samankaltaisia. Sama sijoittaja voi ruokakaupassa valita luomumaitoa, koska pitää tätä maitoa parempana valintana itselleen ja ympäristölle, ja osakkeita poimiessaan hän voi ajatella tämän yhtiön osakkeen olevan myös vastuullinen valinta.

Yrityksen imago on yrityksestä ulkopuolisille välittyvä kuva, joka muodostuu omanlaiseksi jokaiselle sidosryhmän, kuten osakkeenomistajien, jäsenelle.

Yritys voi vaikuttaa siihen kuvaan, jonka se välittää sidosryhmilleen. (Abratt 1989.) Sijoittajalle tämä merkitsee, että hän voi perustaa sijoituspäätöksensä siihen, millainen kuva hänellä on yrityksestä, tai vastaavasti yrityksen imago voi muodostua esteeksi sijoittamiselle.

Clark-Murphy & Soutar (2004) esittivät australialaisessa tutkimuksessaan, että sijoittajille tärkein sijoitusperuste on se, millainen yrityksen johto on. Sijoittajat haluavat tietää, millainen yrityksen johto on ja tuntea yrityksen toimintaa mahdollisimman hyvin. Jos yrityksellä on vahva, toimiva johto, sen voidaan ajatella vaikuttavan positiivisesti yrityksen tulevaisuuden näkymiin. Yrityksen johdon myös tulkittiin vaikuttavan paljon yrityksen tulokseen, osinkojenmaksuun ja tuottoihin, mikä voisi perustella sitä, miksi yrityksen johdolla olisi niin tärkeä merkitys sijoituspäätöksentekoon.

Yritysten aineettomien hyödykkeiden omistus on kasvanut viime vuosina merkittävästi. Liikearvo, brändi ja tutkimus- ja kehittämiskulut vaikuttavat yrityksen arvoon, vaikka niiden aktivoimista taseelle on rajoitettu nykyisten IFRS-sääntöjen mukaan. Ainoastaan kehittämiskulujen aktivoiminen on sallittua, ja tällöinkin vain jossain määrin. Sijoittajan kannattaakin yrittää arvioida, miten ne voivat vaikuttaa yhtiön arvostukseen. (Lev 2019.)

4.8 Ennusteet ja strateginen analyysi

Demirakos, Strong & Walker (2004) ovat tutkineet analyytikoiden sijoituspäätöksentekoa ja osakkeiden arvostamismenetelmiä. Analyytikoiden on havaittu muuttavan analyysimenetelmiään sen mukaan, minkä toimialan osakkeesta on kyse. Lisäksi on huomioitavaa, että analyytikoilla on luonnollisesti tapana valita sellaisia analyysimenetelmiä, jotka on helppoa toteuttaa, joihin on saatavilla relevanttia tietoa kattavasti, ja jotka sopivat heidän asiakkailleen. Eri toimialojen osakkeet ovat luonnollisesti myös erilaisia, ja siksi voi olla kannattavaa arvioida osakkeita käyttäen eri menetelmiä.

Aloilla, joilla tuotanto on varsin yksinkertaista, tuotteet standardoituja sekä kysyntä ja tarjonta ennustettavissa, analyytikoilla on tapana hyödyntää liikevaihtoon ja -voittoon sekä kannattavuuteen perustuvia laskelmia ja menetelmiä. Esimerkkinä tällaisesta alasta on juomateollisuus. Kasvuun perustuvilla aloilla sen sijaan on suositumpaa hyödyntää tulevaisuuden kassavirtalaskelmia. Näillä aloilla analyytikot eivät kiinnitä niinkään huomiota kirjanpitoon tai rahoitusanalyysiin, vaan huomio keskitetään kriittisemmin esimerkiksi strategisten seikkojen sekä tutkimus- ja kehitysprojektien analysointiin. Tällaisista aloista esimerkkeinä voivat olla elektroniikka- ja lääketieteellisyudet. (Demirakos ym. 2004.)

Bradshaw (2002) on tutkinut, että analyytikoilla on tapana perustella sijoitussuosituksiaan sen perusteella, kuinka heidän antamansa suositus vastaa osakkeen tavoitehintaa. Korkeampiin tavoitehintoihin analyytikot ovat usein päässeet käyttämällä apunaan yritysten voittoennusteita, kuten P/E-tunnuslukua, ja arvioita pitkän aikavälin kasvukehityksestä. Laadullista analyysiä he puolestaan hyödyntävät useammin, kun he haluavat perustella epäsuotuisia suosituksiaan

yriyksistä. Analyytikoiden toiminta voi kuitenkin vaikuttaa varsin epämääräiseltä, sillä usein he ovat näyttäneet toimineensa heuristisesti arvioita tehdessään.

Aiemmassa tutkimuksessani (Pölkki 2017) havaitsin piensijoittajien arvostavan osakkeita vahvasti niiden osinko- ja korkotuoton perusteella. Haastatelluille piensijoittajille oli ominaista perustaa sijoituspäätöksentekonsa tulevaisuuden arvioihin ja odotuksiin, eivätkä he niinkään hyödyntäneet sijoittaessaan yritysten menneisyyden tarkastelua. He myös kertoivat, etteivät juuri ollenkaan hyödynnä arvonmääritysmalleja tehdessään sijoituspäätöksiä, mikä oli varsin merkillinen ja odottamaton tulos. Ainoastaan puolet haastatelluista kertoi ainakin joskus käyttävänsä Gordonin osingonkasvumallia. Tämä tukee myös Graham'n & Dodd'n (1962, 355) esitystä siitä, että sijoittajat arvostavat yritysten osingonmaksupolitiikkaa ja odottavat saavansa sopivansuuruisia osinkotuottoja varmasti ja vakaasti.

Piensijoittajat eivät kokeneet aktiivista sijoittamista omakseen, vaan heidän tapoihinsa kuului olla passiivisia ja pitkäaikaisia sijoittajia. Koska he eivät myöskään olleet sijoitusalan ammattilaisia työnsä puolesta, heille aktiivinen sijoittaminen olisi kenties ollut liian aikaa vievää ja mahdollisesti siksi kannattamatonta. He eivät myöskään kertoneet olevansa eettisesti valveutuneita, ja heille tärkeintä olikin, että sijoituskohteet ylipäänsä tuottavat. (Pölkki 2017.)

5 TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN

5.1 Tutkimusstrategian valinta ja tutkimusmenetelmä

Tutkimuksen pääasiallisena tavoitteena oli selvittää, miten ammattisijoittajat arvostavat osakkeita, millä tekijöillä on vaikutusta osakkeen arvostukseen, ja miten sijoittajat suhtautuvat käsitykseen osakkeiden riskistä ja tuotosta. Alun perin aiheeseen päädyttiin, koska se oli kiinnostava ja luonnollinen jatkumo aiemmalle kandidaatintutkielmalle. Ammattisijoittajien mielipiteiden ja käyttäytymisen selvittäminen vaikutti onnistuvan helpoiten ja tehokkaimmin ottamalla suoraan yhteyttä näihin ja kysymällä, jos he suostuisivat osallistumaan haastatteluun.

Tutkimus on toteutettu laadullisena tutkimuksena, jota hyödynnetään laajasti eri tieteenaloilla erityisesti, kun halutaan tutkia ihmisten käyttäytymistä ja syventyä todelliseen maailmaan ja tämän ymmärtämiseen (Alasuutari 2011, 27). Laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus poikkeaa määrällisestä, kvantitatiivisesta tutkimuksesta esimerkiksi siinä, että laadullisessa analyysissä tutkimusyksiköiden joukko on usein erinäisistä syistä suppeampi, eikä tilastollinen analyysi ole mahdollinen tai tarpeen. Esimerkiksi yksittäisestä haastattelusta voidaan saada kymmeniä sivuja litteroitavaa aineistoa, joten tilastollisesti merkitseviä yksilöiden välisiä eroja voisi olla hyvin työlästä ja aikaa vievää saada. Lisäksi laadullinen tutkimus ei edellytä jo etukäteen tilastoitavia ja määritettäviä muuttujia, toisin kuin määrällinen tutkimus. (Alasuutari 2011, 31.)

Haastattelu määritellään informaation keräämiseen tähtääväksi ja etukäteen suunnitelluksi päämäärähakuiseksi toiminnaksi (Hirsjärvi ym. 2008, 42). Brenner'n (1984) mukaan haastattelu on sosiaalinen vuorovaikutustilanne, jossa vieraat henkilöt tapaavat yleensä haastateltavan luona. Haastattelijan tulee määrätä tehtävät, olla luotettava ja toimia taitavasti ohjaten koko haastattelutilannetta – olematta kuitenkaan liian ohjaileva. Haastateltavan puolestaan tulee vastata hänelle esitettyihin kysymyksiin, mutta hänellä on myös oikeus olla vastamatta. Heiltä siis edellytetään yhteistoimintaa, jossa molemmat säilyttävät oman toimintalinjansa, mutta samalla pitävät vastapuolen vuorovaikutuksessa.

Hirsjärvi, Remes & Sajavaara (1997, 201-202) esittelevät haastattelun valinnalle yleisimpiä syitä, jotka pätevät myös tässä tutkimuksessa. Ihmistä, eli haastateltavaa, halutaan pitää tutkimuksessa aktiivisena, merkityksiä luovana ja tekemänä osapuolena, jolla on mahdollisuus tuoda asioitaan esille vapaasti. Tutkittava aihe on tutkijalle tuntematon ja kartoittamaton, eikä vastausten suuntia voi oikein tietää etukäteen. Haastateltavan puhe halutaan sijoittaa laajempaan kontekstiin, ja siihen halutaan syventyä ja tarvittaessa selventää tulkintoja ja merkityksiä.

Kuitenkin on muistettava, että haastattelu ei ole helppo menetelmä, ja siinäkin piilee ongelmia. Ensinnäkin haastattelut vievät aikaa; haastateltavien valinta, haastattelujen sopiminen ja niiden itse toteuttaminen sekä haastattelujen litterointi vaativat paljon aikaa. Haastattelut myös vaativat tutkijalta riittävästi taitoa ja kokemusta, jotta osaa toimia haastattelutilanteissa. Haastatteluista voi lisäksi aiheutua muun muassa materiaali-, matka- ja puhelinkustannuksia. Varsinainen tulosten analysointi ja raportointi ovat myös haastavia, sillä valmiita malleja ei ole, ja virheelliset tulkinnat ovat aina mahdollisia. (Hirsjärvi ym. 1997, 201-202.)

Huomioitavaa tässä tutkimuksessa on se, että tarkoituksena ei ollut selvittää, miten suurin osa suomalaisista ammattisijoittajista käyttäytyy. Alasuutari (2011, 243-251) on esittänyt, että laadullisessa tutkimuksessa yleistettävyyden sijaan onkin tapana käsitellä tulosten suhteuttamista ja eritellä, miten tutkija voi analyysillaan osoittaa kertovansa aineistonsa lisäksi muustakin. Suhteuttamalla voidaan liittää havainnot tutkimusaiheeseen liittyviin teorioihin, ja itse aineistoa voidaan tarkastella laajemmin.

Tutkimuksessa kerättiin rajallinen mutta riittävä määrä aineistoa, jotta voitiin arvioida, mikä olisi tyypillistä edes osalle sijoittajista, miten nämä suhtautuvat osakkeiden arvonmääritykseen, ja kuinka näillä on tapana käyttäytyä osakemarkkinoilla. Tätä hankittua aineistoa vertailtiin aiempiin teorioihin ja tieteelliseen keskusteluun, ja aineistoa käsiteltiin osana laajempaa tarkasteluyhteyttä.

Erilaisiin tutkimusmenetelmiin tutustuttiin aiempien samankaltaisten tutkimusten kautta sekä hyödyntämällä opinnäytetyön ohjaajalta saatuja neuvoja. Lisäksi tutkija arvioi itse, miten työ olisi viisainta toteuttaa, ja mitkä menetelmät olivat tähän sopivimpia. Tutkimuksessa päädyttiin haastatteluun, jotta tarvittavaa tietoa saataisiin mahdollisimman tehokkaasti, sekä saataisiin sellaista aineistoa, jota olisi mielekäästä ja helppoa analysoida, vertailla ja yhdistellä.

Ennen haastatteluja kaikkiin haastateltaviin oltiin yhteydessä sekä LinkedIn:n että sähköpostin kautta. Tarkoituksena oli aluksi selvittää LinkedIn:n kautta potentiaalisten haastateltavien sähköpostiosoitteet ja se, ovatko nämä ylipäätään halukkaita ja kiinnostuneita osallistumaan tällaiseen tutkimukseen. Lisäksi haluttiin välttää sitä, että haastattelupyynnöt hukkuu kaikkien muiden sähköpostien joukkoon ja jää tällöin helpommin huomioimatta. Kun mahdolliset haastateltavat antoivat yhteystietonsa ja osoittivat kiinnostuksensa osallistua tutkimukseen, heihin oltiin yhteydessä sähköpostilla ja vasta tässä vaiheessa heille kerrottiin tarkemmin tutkimuksesta ja sen tavoitteista liitteen 3 mukaisesti.

Heille myös lähetettiin lista tutkimuksessa esitettävistä arvonmääritysmalleista, ja se on esitetty liitteessä 2.

Tutkimukseen osallistuneiden sijoittajien kontaktointi ja osallistumisinnostus yllättivät hieman. Tutkijalla oli tavoitteena saada haastattelut valmiiksi tiiviillä aikataululla, missä auttoikin suuresti se, että haastattelut saatiin sovittua vaivattomasti ja nopeasti. Kaikkiin ammattisijoittajiin oltiin yhteydessä, ja haastattelut sovittiin saman viikon aikana. Haastattelut toteutettiin kahden viikon aikana, ja niistä kolme oli puhelinhaastatteluina ja kaksi kasvokkain Helsingissä.

Varsinaisissa haastatteluissa ongelmia oli onneksi vain vähän. Kasvokkain haastattelussa haastavinta oli sopivan rauhallisen haastattelupaikan löytäminen, mutta sellaisetkin saatiin järjestettyä. Haastatteluja litteroidessa äänityksissä kuului vähän taustääniä, mutta ne eivät vaikuttaneet merkittävästi puheen ymmärtämiseen tai haastattelujen kulkuun ylipäätään.

5.2 Teemahaastattelun erityispiirteitä

Teemahaastattelu on puolistrukturoitu haastattelu, jolle on tyypillistä, että haastattelu kohdennetaan tiettyihin teemoihin. Puolistrukturoidussa haastattelussa haastateltaville esitettävät kysymykset on laadittu etukäteen, mutta niiden esittämiselle ei ole mitään tiettyä järjestystä. (Hirsjärvi ym. 2001, 47.)

Teemahaastattelulle on tyypillistä tietynlainen joustavuus – on olemassa hahmotelma siitä, mitä kysyä, mutta ei tarkkaa suunnitelmaa, miten kysyä. Haastattelutilanne muistuttaa tällöin enemmän keskustelua kuin tiukasti noudatettava kysymys kysymykseltä etenevää asioiden tiedustelua. Haastattelussa käytetäänkin apuna teemaluetteloa ja tarvittaessa kysymyksiä, jotka auttavat kohdistamaan keskustelua oikeisiin kysymyksiin ja ongelmiin, joihin tutkimuksessa pyritään etsimään vastauksia ja ratkaisuja. (Hirsjärvi ym. 2008, 102-103.) Joustavuudella viitataan myös siihen, että kysymyksien tulisi virittää samanlaisia merkityssuhteita kaikille haastateltaville, vaikkei niitä sanasta sanaan samalla tavalla esittäisikään (Denzin 1970, 128).

Haastattelijan tulee ottaa huomioon jo ennen haastatteluja, kuinka hän toteuttaa haastattelut, miten hän esittää kysymykset, kuinka tallentaa haastattelijoiden vastaukset, ja miten olisi sopivaa päättää varsinainen haastattelutilanne (Hirsjärvi ym. 2008, 73). Tässä tutkimuksessa haastattelut tehtiin arkipäivisin, pääasiassa normaalien työaikojen sisällä. Haastatellut saivat itse päättää, halusivatko tavata vai keskustella puhelimen välityksellä, sekä missä haastattelut pidettiin. Kaksi viidestä halusi tavata Helsingin keskustassa, ja loppujen kolmen kanssa haastattelut onnistuivat puhelimen kautta. Haastattelupaikka valittiin aina niin, että se oli mahdollisimman rauhallinen ja yksityinen.

Kysymysten esittämiseen haastattelijan kuuluu varautua tutustumalla materiaaliin hyvin etukäteen. Haastatteluissa ei ole soveliasta pelkästään tuijottaa omia muistiinpanoja, eikä se anna tästä asiantuntevaa ja kiinnostunutta mielikuvaakaan haastateltavalle. Haastattelujen kestoa on myös vaikeaa etukäteen arvioida, ja haastattelijan tulee varata riittävästi aikaa sekä varsinaiselle haastattelulle

että myös muulle mahdolliselle rupattelulle tai kahvittelulle haastattelua ennen tai sen jälkeen. (Hirsjärvi ym. 2008, 74-75.)

Haastattelut tallennettiin äänittämällä puhelimen avulla. Lisäksi haastattelijalla oli mahdollisuus tehdä omia muistiinpanojaan olennaisista seikoista, joita haastattelujen aikana ilmeni. Tämän jälkeen haastattelut litteroitiin eli kirjoitettiin puhtaaksi sana sanalta, lukuun ottamatta esimerkiksi epäolennaisia huokauksia tai taukoja.

Teemahaastattelussa olennaista on myös se, että haastateltavat vastaavat aina pyrkien ymmärtämään, mitä kysymyksillä ja tutkimuksella haetaan sekä mitkä asiat vastauksissa voivat olla tutkimusaiheen kannalta oleellisia. Tällainen tilanteenmäärittely orientoi haastateltavaa haastattelutilanteeseen, ja se näkyy myös siinä, mitä haastateltavat kertovat tai jättävät kertomatta. Jos haastattelija kysyy jotain uutta ja yllättävää, vastaaja joutuu tällöin uudestaan miettimään, mihin kysymyksellä pyritään, ja vastaa tulkintansa perusteella. Joskus haastateltava voi myös hämmentyä kysymyksestä niin paljon, että pyytää kertomaan, mitä kysymyksellä tarkoitetaan, ellei muuten ymmärrä kysyjän tarkoituksia. (Alasuutari 2001, 115.)

6 TUTKIMUKSEN TULOKSET

6.1 Yleistä

Tutkimuksessa haastateltiin viittä ammattisijoittajaa, jotka kertoivat kokemuksiaan ja näkemyksiään sijoittamisesta. He kaikki jakoivat avoimesti ajatuksiaan, miten arvostavat osakkeita, millä tekijöillä on vaikutusta sijoituspäätöksentekoon, miten he ovat kehittyneet sijoittajina, ja mitä ovat oppineet vuosien saatossa.

Tulokset esitetään niin, ettei ketään yksittäistä haastateltua voi tunnistaa vastausten tai muun tiedon perusteella. Haastateltujen henkilöllisyyden suojaamiseksi litteroitu aineisto on ollut ainoastaan tutkijan ja tutkimuksen ohjaajan luettavissa tutkimusta tehdessä. Haastatteluista on kuitenkin otettu katkelmia, joita esitellään tulosten perustana.

Kaikki haastatellut ovat suomalaisia ja asuvat pääkaupunkiseudulla. He kertoivat, että heillä on useamman vuoden kokemus ammattimaisesta sijoittamisesta ja ovat toimineet viime vuosina osakesijoittamistoiminnan lisäksi muun muassa mentoroinnin ja start-up-sijoitusten tukemisen parissa. Alla olevassa taulukossa 1 esitetään haastateltavat kirjaimin A–E ja kerrotaan yleisellä tasolla näiden koulutustaustasta ja sijoitustoiminnan kestosta.

TAULUKKO 1 Perustiedot haastatelluista

Haastateltavat (A-E)	Koulutus	Vuosia osakesijoittajana
A	KTM	20
B	Yo-merkonomi	noin 30
C	KTM	noin 30
D	DI	10
E	DI	18

Haastateltujen työkokemuksesta ei tunnistettavuuden estämiseksi voida kertoa tarkemmin. Yleisesti voi kuitenkin sanoa, että kaikki haastatellut ovat työskennelleet useita, jopa kymmeniä vuosia esimerkiksi teollisuuden ja

pankkitoiminnan parissa. Lähes kaikkien haastateltujen pääaine tai opintosuuntautuminen on ollut laskentatoimi, ja jotkut heistä ovat myös opiskelleet muun muassa rahoitusta, strategista johtamista ja laskentatoimea lisäksi oman mielenkiinnon vuoksi. Voi myös sanoa, että vaikka sijoituskokemusta haastatelluilla on jo pitkältä ajalta, niin taloudellisesti riippumattomasti useat heistä ovat toimineet vasta viime vuosien ajan.

Haastatteluiden avulla saadusta litteroidusta aineistosta on teemoittelulla johdettu teemoja, jotka ovat olleet tutkimuksen kannalta olennaisia, ja jotka ovat auttaneet tutkimuskysymyksiin vastauksien saamisessa. Teemoittelun avuksi tehtiin lista kaikista tutkimuksessa esille nousseista mahdollisista teemoista, ja se on esitetty liitteessä 1. Aineiston perusteella on tehty havaintoja, mitkä asiat ovat haastatelluille yhteisiä, ja minkä suhteen näillä on eriäviä mielipiteitä ja tapoja. Mielenkiintoiset ja olennaiset teemat, jotka aineiston avulla nostettiin esiin, ovat:

- Sijoitusstrategiat
- Markkinoihin reagointi
- Riskienhallinta
- Arvonmääritysmenetelmät
- Yrityksen tunteminen arvonmäärittelyn perustana
- Velkavipu sijoittamisessa

Näiden teemojen alle pystyttiin keräämään myös useita erilaisia suppeampia aiheita, jotka haastatteluissa toistuivat. Haastattelujen selkeän rungon avulla voitiin helposti poimia tärkeimmät kohdat jokaisesta teemasta. Teemat ovat siis melko laajoja sisällöltään, koska aineistossa oli paljon erilaisia, mielenkiintoisia kohtia. Vaikka esimerkiksi vastuullisuuden merkitys olikin yksi olennainen haastatteluissa kysyttävä aihe, niin se oli helpompi sisällyttää yrityksen tuntemiseen liittyvän teeman alle, jotta voitiin karsia teemojen määrää.

6.2 Tulokset

6.2.1 Sijoitusstrategiat

Ammattisijoittajat kertoivat, ja heidän puheestaan sai selvän käsityksen siitä, että heillä on selvä strategia, jonka mukaan he tekevät sijoituspäätöksiään. He haluavat noudattaa tiettyjä toimintatapojaan sijoittaessaan, ja ovat sitoutuneet niihin. Vaikka osa vähän epäröi oman sijoitusstrategiansa tarkkuutta tai selkeyttä, niin he kuitenkin myönsivät, että heillä on tietyt tavat, joilla he toimivat, sekä tietyt tavoitteet, joihin he pyrkivät.

Sitoutuminen omaan sijoitusstrategiaan näkyy siinä, että haastatellut kertovat sijoittamisestaan varsin varmalla ja tottuneella tavalla. Jokaisella sijoittajalla on oma strategiansa, ja he nimenomaan mainitsevat sen, että heillä on olemassa strategia, ja he tiedostavat sen, miten tekevät päätöksiään, ja miten strategiasta on siinä apua.

Sijoitusstrategiat eivät ole joka tilanteessa samanlaisia. Riippuen millaisessa markkinatilanteessa ollaan, sijoitusstrategioita muutetaan tietoisesti vastaamaan mahdollisimman hyvin kyseistä tilannetta. Oman noudattaminen on haastateltujen mukaan tärkeää, sillä tilanteiden muuttuessakin siinä kannattaisi pysyä. Erityisesti haastateltu E kertoi, miten tärkeää on kuitenkin noudattaa omaa strategiaansa ja luottaa siihen ja sen toimivuuteen, vaikka epäilyksiä markkinoiden tilanteesta ja oman strategian sekä omien analyysien toimivuudesta heräisi.

A: " Ja silloin [nuorempana], tuota, oli ehkä vähän erilainen sijoitusstrategia. Nykyään se [...] peli on siirtynyt niinkun hyökkäyksestä puolustamiseen."

B: " Joo, kyllä, jos semmonen on olemassa kun strategia. Mutta onhan mulla, kun mä oon tässä puhunut, niin jonkinlainen. Mut kyl se voimakkaasti elää. Ja yhtiökohtaisesti todellakin just."

E: "Joo, et kyl siinä mielessä mä oon uskaltanut luottaa, ja se on mun mielestä täs koko sijoittamisessa tavallaan tärkein juttu. Et se pahin vihollinen, niinku sijoituskirjainkin sanoo, on se sijoittaja itse. Et jos sulla on se strategia ja suunnitelma ja analyysi, niin sun on vaan pakko luottaa, et jos sä et luota siihen, niin sit tavallaan se pohja siltä sijoittamiselta kato. Mut sen mä sanon, et se on ollu niinkun vaikeeta näissä pahimmissa keisseissä."

Erityisesti E:llä on tarkka sijoitusprosessi, jonka mukaan hän tekee sijoituspäätöksiä, ja jota hän pyrkii noudattamaan hyvin järjestelmällisesti. Aluksi hän tunnuslukujen avulla selvittää, mitkä osakkeet ovat tarkemman tutkimisen arvoisia ja vasta sen jälkeen paneutuu niihin tarkemmin. Hän ei käytä aikaansa kaikkien yhtiöiden tarkasteluun yhtä tarkoilla tavoilla, vaan nimenomaan haluaa tutkia ainoastaan sellaisia yhtiöitä, jotka ovat varmasti tarpeeksi laadukkaita ja kiinnostavia.

E: "Se oikeestaan lähtee siitä, että ensin mä normaalisti 'screenaan' osakkeita, tavallaan tiettyjen tunnuslukujen mukaan. [...] tulee semmonen joukko suht houkuttelevia kohteita, ja sitten mä alan tutkimaan niitä tarkemmin."

Haastateltujen joukossa on sekä pitkä- että lyhytaikaisia sijoittajia, mutta vain yksi heistä profiloituu selvästi ainoastaan lyhytaikaiseksi sijoittajaksi. Pitkäaikaisella sijoittamisella näissä haastatteluissa viitattiin yleensä yli vuoden kestoiseen aikaväliin, jonka ajan osaketta pidettiin mukana salkussa. Haastattelussa B kertoi sijoitustapansa olevan hyvin poikkeava muihin haastateltuihin verrattuna, monessakin mielessä. Hän kertoo käyvänsä päiväkauppaa osakkeilla eli "treidaa" (engl. "day-trading"). Hän siis tavoittelee merkittäviä tuottoja lyhyessä ajassa, ja kertoo, että tähän osittain voi syynä olla hänen aikaisempi työkokemuksensa sijoittamisen parissa.

B: "[...] mulle kelpaa kyllä semmonen niinku parin tunnin tili. [...] Pisimmillään mulla on ollu osakkeet puoli vuotta. [...]"

Hän ei kuitenkaan tavoittele suoranaisesti pelkkiä nopeita voittoja, vaan pyrkii löytämään sellaisia osakkeita, jotka menevät mahdollisimman varmasti juuri siihen hänen toivomaansa suuntaan. Hänelle ei siis riitä, että on mahdollisuus

ansaita sopiva summa osakkeen arvonnousun yhteydessä lyhyessä ajassa, vaan hän kuitenkin määrätietoisesti miettii, missä sellaiseen olisi mahdollisuus hyvällä todennäköisyydellä. Viimeisen vuoden aikana hän on myös muuttanut strategiaansa hieman ja kertoo, ettei uskalla enää aivan samalla tavalla kuin aiemmin tavoitella lyhyitä voittoja. Tämä on näkynyt myös hänen salkkunsa kehityksen hidastumisena.

B: "No, mä oon ehkä markkinoista ollu tänä vuonna niinku negatiivinen, poikkeuksellisen negatiivinen, kun on kymmenen vuotta noustu, niin mä oon halunnu suojella sitä mun hyvää salkunkehitystä. Sen takia mulla ei oo tänä vuonna menny niin hyvin."

Muut neljä haastateltua sen sijaan ovat ainakin ensisijaisesti pitkäaikaisia sijoittajia. Osa kertoo olevansa sekä pitkä- että lyhytaikaisia. Heidänkin joukossaan on kuitenkin paljon vaihtelua siinä, miten pitkään osakkeita pidetään. A luopuu osakkeistaan hyvin harvoin, mutta uusia osakkeita hän ostaa mielellään. Hän myös kertoo haluavansa olla "ikuisesti osakkeissa". Hän sijoittaa joka kuukausi, eikä yritä ajoittaa sijoituksiaan millään tietyllä tavalla.

Erityisesti D toi esiin, kuinka tärkeä "korkea korolle"-ilmiö on sijoittaessa. Hän uskoo, että sillä on paljon merkitystä sijoittaessa, sillä pitkällä omistusajalla korkovaikutus on huomattava, ja vaurastumiseen tarvitaan hänen mukaansa muutakin kuin onnea. Hän ei usko "treidaamiseen", toisin kuin B, eikä pidä sitä ainakaan itselleen kannattavana toimintana.

D: "Ja sit jotkuthan tekee sellasta "daytreidausta", et niinkun ostaa ja myy päivän tai viikon sisällä koko ajan, ja se on ihan hauskaa ja näin, mut mä en usko siihen ollenkaan. Ja siihenhän menee sit koko aika, et pitäähän muutakin elämää tehdä, harrastaa. [...] Ei oo minusta ainakaan olemassa mitään oikotietä onneen, että nappaa jonkun osakkeen, joka sitten satakertaistuu, vaan se kyl se on ihan sitä harkintaa ja sijoittamista ja odottamista."

Monet pitkäaikaista sijoittamista kannattavat haastatellut korostivat tuota pitkäjänteisyyden ja harkitsemisen merkitystä sijoittamisessa. Pitkäaikaisen sijoittamisen nähdään vaativan sijoittajalta kykyä miettiä, kuinka markkinat ja osakkeet kehittyvät tulevaisuudessa. Jos markkinoille tulee uutta tai yllättävää tietoa, joka vaikuttaa tai voi vaikuttaa osakkeen hintaan, niin monen mielestä oli kannattavaa ensin odottaa. D kertoi, että hänelle on tyypillistä myydä nopeasti tappiollisia osakkeita, mutta myynnin jälkeen hän odottaa noin viikon ja miettii, kannattaisiko ostaa osakkeet takaisin.

E kertoi, miten tärkeää hänen sijoitusstrategiansa toimimisen kannalta on, että jaksaa olla pitkäjänteinen. Hän myös luottaa siihen, että odottaminen on vain arvoista.

E: "No, yleensä, useimmiten, mun se filosofia on se, et ei kannata hötkyillä. Eli mieluummin ehkä teen kumminkin niin, et odotan lisävahvistusta tai lisäinformaatiota ennen kuin toimin. Et mä en oo semmonen mitenkään nopealiikkeinen sijoittaja. [...] Et mä haluan tosi pitkiä positioita, ja lähtökohtaisesti ostaa ja omistaa pitkäjänteisesti. Ja jos uutta tietoa tulee, niin kyllä mä tavallaan katon silleen, että onko se tieto semmonen, mikä vaikuttaa oikeesti siihen yrityksen arvoon, eli niihin ihan perus fundamentteihin: kannattavuuteen, kasvunäkymiin, riskeihin..."

Tähän liittyen monet olivat samaa mieltä, että sijoituspäätöstä ei kannata tehdä hätäisesti tai kiireessä odottelematta ensin hetken aikaa. Voi olla järkevää miettiä hetken ennen kuin ryhtyy toimiin, ettei tekisi hätiköityjä ratkaisuja – kuten muutama olikin tehnyt.

Sijoituspäätösten tekemiseen haettiin tukea useista eri lähteistä omien analyysien lisäksi. Monet lukivat ahkerasti Kauppalehteä, Arvopaperia ja Helsingin Sanomien taloussivuja, joilla tarjotaan paljon ajankohtaista, laadukasta tietoa ja uusia näkökulmia sijoittamiseen liittyen. Lisäksi sijoittamisen ammattilaisten tekemät analyysit olivat hyvin suosittuja, ja näistä hyvinä esimerkkeinä toimivat osakeanalyysijä tarjoava Inderes sekä kansainvälisesti tunnettu liikemies Warren Buffett.

Kuitenkin sijoittajien mielestä on pidettävä mielessä, että koska tietoa on saatavilla niin helposti ja niin paljon, voi olla hankalaa poimia juuri olennaista tietoa tai edes arvioida, mihin tietoon tai näkökulmaan kannattaisi luottaa – vai luottaako mihinkään. D ja E kertoivat, että erityisesti ulkomaisten yritysten kohdalla tämä voi muodostua ongelmaksi.

Sijoittajat kokivatkin, että lukemalla toisten analyysieja ja hakemalla tietoa eri lähteistä voi saada kattavan ja monipuolisen kuvan koko markkinoista tai vain yhdestä tietystä osakkeesta. Ne myös tarjoavat hyvää vertailutietoa, jota kannattaa hyödyntää omien sijoituspäätöksien tukena.

Sijoittajat kertoivat, että heidän suurimmat osakeomistuksensa ovat suomalaisissa liikennepolttoaine-, rahoitus-, hissi- ja liukuporras-, tietoliikenne- ja energiayhtiöissä, joissa on ollut ja on vieläkin paljon kasvupotentiaalia ja mahdollisuudet hyviin tuottoihin. Osa yhtiöistä oli sijoittajille hyvin tärkeitä, jopa melkein rakkaita, mutta osaa oli hankittu lähinnä kokeilumielessä tai siksi, koska niiden hinnat olivat laskeneet sopivan matalalle tasolle. Näistä suosituimpia osakkeita olivat Neste, Fortum, KONE, Nordea ja Nokia.

6.2.2 Markkinoihin reagointi

B esitti, ettei hän välttämättä ole kovin nopea reagoimaan uuteen markkinoille tulleeseen ja osakkeiden hintoihin mahdollisesti vaikuttavaan tietoon. Lyhytaikaisena sijoittajana hän haluaa odottaa markkinoiden reaktiota ja nähdä ensin, kuinka markkinaennusteet toteutuvat, ja vastaavatko odotukset toteutumia. Silloin hän voi esimerkiksi saman päivän aikana toimia niin kuin parhaakseen näkee.

C sen sijaan kertoi, että hän on aina hyvin innokas näkemään välittömästi, miten markkinat ovat reagoineet, ja pyrkii tuolloin myös toimimaan itse mahdollisimman nopeasti. Hän on sitä mieltä, että harvoin kuitenkin markkinoilla koetaan tuollaisia nopeita muutoksia, ja niitä on hankalaa etsiä, mutta toisinaan ”tulee yksittäisiä helmiä”. Helmillä hän viittaa siis osakkeisiin, joiden hinta on yllättäen laskenut, ja joiden kokee olevan aliarvostettuja kyseisellä hetkellä jostakin syystä. Näiden yhtiöiden osakkeen kurssien hän uskoo nousevan tulevaisuudessa.

B:n ja C:n reaktiot uuteen informaatioon edustivat eri näkemyksiä. D myönsi myös, että hän on tehnyt nopeita päätöksiä uuden tiedon tullessa

markkinoille. Nykyään hän kuitenkin pyrkii suhtautumaan rauhallisemmin ja miettimään enemmän ennen kuin toimii.

Myös A ja E olivat sitä mieltä, että he eivät tee nopeita ratkaisuja vaan ha-
luavat odottaa hetken ennen kuin toimivat markkinoilla. E toimii samankaltais-
esti kuin B, mutta hänellä on tapana verrata toteutuneita lukuja omiin ennustei-
siinsa, jotka hän on analyysseissään määrittänyt. Hän myös kertoi, kuinka hän
pyrkii välttämään nopeita päätöksiä, joissa on riskinä tehdä hätiköityjä ratkaisuja.

E: ” Et kyl mä katon sitä itse yhtiötä ja sen yhtiön hintaa vertaan siihen arvoon,
minkä mä oon määrittänyt ja reagoin sen perusteella.”

Kaikki haastatellut kertoivat jossain vaiheessa sijoitusuraansa tehneensä virheitä.
C jopa esitti, että jos joku sijoittaja väittää välttyneensä virheiltä, tämä ei ole kos-
kaan edes oikeasti sijoittanut. Virheitä pidetään siis kaikille sijoittajille hyvin tyy-
pillisinä, eikä niiltä voi välttyä taitavimmat ja kokeneimmatkaan ammattilaiset.

Tehdyt virheet rinnastettiin usein markkinoihin ylireagointiin. Eri syistä
haastateltujen omat arviot olivat vahvasti poikenneet yritysten todellisesta tilan-
teesta, mikä johti siihen, etteivät analyysit ja odotukset vastanneet lopputulemaa.
Toisinaan haastatellut olivat kokeneet olleensa ylimielisiä omasta varmuudes-
taan ja taidoistaan, tai he olivat esimerkiksi hämääntyneet muista markkinoilla
vaikuttaneista tekijöistä. Etenkin B lyhytaikaisena sijoittajana oli kokenut, että
hänen ajoituksensa eivät olleet aina toimineet.

Haastatellut pitivät virheitään ja ylireagointejaan oppimisen hetkinä ja
mahdollisuuksina oppimiseen. He myös ainakin toivoivat oppineensa niistä jo-
tain. Vaikka kukaan ei halunnut tehdä virheitä tai myöntää olleensa väärässä
analysoidessaan sijoituksiaan, niin ymmärrettiin kuitenkin, että siihen on aina
mahdollisuus, ja riskit ovat olemassa. Ainoastaan A oli sitä mieltä, ettei hän ollut
sortunut ylireagointiin, vaikkei ollut aina onnistunutkaan sijoituksissaan. Vir-
heet hän koki myös mahdollisuuksina oppia sekä kokemusta kartuttavina het-
kinä.

A: ”En mä ylireagoinut oo, mut sinällään mä olin vähän pettynyt, koska mä aloitin
niinkun osakesijoittamisen täydellä painolla vuonna 2000. [...] Sitten pulkkamäke
niinku kolme vuotta alaspäin. Okei, sitten tuli niinku hirvee vipu korkealle. Sit tuli
karnea vuos 2008, ja mun salkku tippu sillon... Sillon pörssit tippu 50 prosenttia,
mulla 38. Sillon mun koko salkku meni miinukselle. Sä oot sijoittanu kaheksan
vuotta osakkeisiin, ja sä oot niinku tappiolla. Siinä alko vähän niinku uskoa koetella,
että mitenkähän tässä mahtaa käydä. Mut mä vaan edelleen jatkoin ja lisäsin panos-
tuksia, ja oltiin sillon niin sanotusti rotkon pohjalla vuoden 2009 alussa. Sieltä mun
osakesalkku on niinku 6,5-kertaistunut.”

B: ”No vähän, tota, oppirahoja tänäkin vuonna, et mä oon sijoittanu liian isoja määriä
vahvoihin yhtiöihin, joissa on sit ajoitus epäonnistunut. [...] Kyllä mä usein sen [yli-
reagoimisen] tiedostan. [...] Mutta ei aina voi tietysti niinku välttämättä ihan tarkkaa
analyysiä saada, mut kyl mä luulen, et mä tiedän, miks mä epäonnistuin. Ja jotain
ehkä opinkin niistä.”

C: ” Ja tää Admicom oli sellanen, et mä tein sen virheen, että mä hyppäsin kyydistä,
kun se oli niin vahvasti noussut, ja sen jälkeen se on vielä tuplaantunut. Et ”Let the
profits run” on yks, mitä pitäis pitää mielessä myös. [...] Et kyllä mä oon tehny

monenlaisia [virheitä], ja [...] kyllähän Talvivaara oli mun suuri mokani. [...] Et kylmä oon ylireagoinu, ja se oli ehkä se...”

D: Helmikuussa 2016 tuli tällöinen korjausliike markkinoille, et kurssit syöksyi ihan niin kuin aikoinaan 2008 syksyllä Lehman Brothersin kriisin aikaan. Niin mä totesin, että nyt se alko, ja myin noin 40 prosenttia salkusta parin päivän ikkunassa, ja tota se kertoo siitä, et mä niinkun päädyin siihen, voin sanoo, et mä myöskin hätäännyin, mut lähdin siitä, että nyt tulee markkinatahti romahtamaan rytinällä alas, et nyt pelastetaan pääomat. [...] Ja onnistuin myymään juuri niinä päivinä, kun kurssi, markkina, oli kaikkein alhaisimmillaan. Sit se toipu siitä, ja loppuvuoden 2016 palasin pikkuhiljaa muutama osto kuukaudessa takaisin. [...] Laskin jälkepäin, et oisko se ollu jotain 30 000 – 40 000 euroa, et joka ei nyt ihan hirveen paljoo lopulta nyt oo, mut oli sellanen pieni opetus, että...”

Virheiksi katsottiin myös ne hetket, kun osakeomistukset olivat olleet tuottoisia, mutta haastatellut eivät kuitenkaan olleet uskaltaneet panostaa enemmän, vaikka olisikin ollut tilaisuus. Jälkepäin erityisesti E on harmitellut, ettei aikoinaan sijoittanut enemmän sellaisissa tilanteissa, joissa osakkeiden arvo oli ollut jo hyvin matala, mutta arvo nousi myöhemmin huomattavasti.

E: ”Et pari semmosta keissiä on, että mä oon niinkun laskenut sen arvon ja ajatellut, et nyt on hyvä ostohinta, ja on tultu, sanotaanko vaikka 50 prosenttia vielä alle sen mun määrittämän ikään kuin oikeen arvon... On ollu tosi huono suhdanne finanssikriisin aikana. Niin silloin kävi niitä, et mä ostin muutaman kerran... Sain ihan suht halvalla, mut sit mä lopetin just ne ostot, et vaik jos mä oisin jatkanut ostoo, niin mähän oisin tehny ihan tuhottoman paljon paremmat tuotot. Et tuotot oli hyviä, mut olis voinu olla paljon parempia, jos mä oisin vaan uskaltanut ostaa siel ihan pohjalla.”

Virheiden tekeminen oli erityisesti D:n mielestä hyvin tärkeää. Hänellä on tapana joka kuukausi miettiä, miten hänen sijoituksensa ovat kehittyneet, ja missä hänellä olisi parannettavaa. Hän pyrkii välttämään pelkästään onnistumisensa muistelua, sillä hänen mielestään se ei auta kehittymään sijoittajana. Sen sijaan hän miettii myös, missä on epäonnistunut, ja erityisesti miksi. Hän pyrkii olemaan itsekriittinen ja kannustaa siihen, sillä silloin omista virheistään on mahdollisuus oppia parhaiten. Kun tietää ja ymmärtää, miksi sijoitus ei ole ollutkaan tuottoisa, voi jatkossa mahdollisesti osata välttää samankaltaiset epäonnistumiset.

D: ”Niin mä katson aina taaksepäin, että oliko tämä myynti fiksu, oliko tämä osto fiksu, ja sit mä muistan, et tossa mä mokasin. Ja joka kuukaus mä sit katson nää mokat läpi, etten mä vaan unohda. Et pitää olla... on hyvä olla brutaalin rehellinen itselleen kaikissa tällöisissä asioissa, ettei vaan muista, et tosi hyvä investointi, ja kyllä mä oon hyvä. Vaan katsoo, että tässä mä mokasin, ja miksi mä mokasin. Voi aina muistella, mikä pieleen meni.”

Myös E arvioi, että jatkossa hän osaa muistella aiempia virheitään ja uskaltaa rohkeammin sijoittaa silloin, kun osakkeiden hinnat ovat laskeneet huomattavasti analysoimiaan arvostustasoja alemmas. Kokemalla erilaisia tilanteita markkinoilla voi oppia paljonkin omasta käyttäytymisestään ja osaa ehkä muuttaa sitä tarvittaessa. Hänen mukaansa tärkeää on kuitenkin, ettei tekisi heikkoja päätöksiä vain sen takia, että pelkäisi, miten tilanne markkinoilla muuttuu, vaan uskaltaisi luottaa omiin analyysiin.

E: "No, nyt kun mä oon sit taas nähnyt näitä keissejä niin paljon, ja lähes aina se mun analyysi on sit lopulta kuitenkin ollut oikein, niin mä uskon, et se jopa kääntyy nyt sit niin päin, et mä uskaltaisin kyllä ostaa, vaikka mentäis todella, todella pohjalle. Et sitä mä en usko, et niin kävis koskaan, että myisin siellä pohjalla ja luovuttaisin. Mut totta kai voi olla niinkin, et sitten se sun analyysi on ollut väärä, ja sä huomaat vasta myöhemmin, et nyt sä tutkit tän yhtiön pieleen, ja tää firma ei ollutkaan niin hyvä kuin sä olit ajatellut. Niin totta kai sit sun on ihan fiksua myydä se vaikka tappiolla. Mut sitä pitää välttää, et tunteitten ja pelon vallassa hyvää yhtiötä myy pelkästään sen takia, et sen kurssi on laskenut. Koska se kurssi lyhyellä aikavälillä ei kerro mitään siitä, et onks se yhtiö hyvä vai huono."

Sijoittajilla on siis tapana pitää katsetta tulevaisuuden lisäksi menneisyydessä. Markkinoiden ymmärtämiseen tarvitaan myös ymmärrystä siitä, miten itsellä on tapana reagoida, ja mitä enemmän käyttää aikaa omien onnistumisten ja epäonnistumisten tarkasteluun, sitä paremmin voi myös kehittyä.

Haastatellut ottivat myös esiin sen, kuinka yleistä on, että markkinoilla yli-reagoidaan. Vaikka haastatellut itsekin myönsivät sortuvan siihen silloin tällöin, niin markkinoilla ylireagointi oli heidän mukaansa hyvin yleistä. Markkinat olivat heidän mielestään hyvin taipuvaisia ylireagoimaan uuteen tai yllättävään tietoon, mikä oli puolestaan heidän mielestään hyvä asia silloin, kun osakkeiden hinnat laskivat. Tällöin sijoittajille tarjoutui mahdollisuuksia ostaa osakkeita maltammalla hinnalla, vaikkei yhtiöiden suorituskyky, kannattavuus tai kasvunäkymät olleet välttämättä juurikaan muuttuneet todellisuudessa.

C: " Mä pystyn heti reagoimaan, toimimaan, kun markkinat ylireagoi. Koska markkinat ylireagoi, ne on ihan sata siltä."

Tätä samaa ilmiötä hyödynnettiin myös silloin, kun osakkeiden hintojen lasku johtui pääasiassa pelkästään suhdannelaskusta. Haastatellut olivat mielissään, jos osakkeita pystyi ostamaan edullisemmalla hinnalla, vaikkei varsinaisesti osakkeen arvo itsessään ollut muuttunut.

E: "Eli mä pyrin hyödyntämään jotain tällasia poikkeustilanteita markkinoilla. Ne voi olla suhdannevetoisia, eli jos suhdanne yhtäkkiä heikkenee, ja sitä kautta osakkeitten hinnat laskee, niin yleensä silloin mä pyrin ostamaan tosi aggressiivisesti. Koska mehän tiedetään, et suhdanteet tulee ja menee. Välillä mennään suhdannevetoisesti alas, välillä mennään ylös. Eli jos sen yrityksen niinkun rakenteelliset ominaisuudet on edelleen kunnossa, ja tulee suhdannetaantuma, ja hinta laskee, niin se on sillon semmonen signaali, et sillon mä ostan oikeestaan aina. [...] usempi sijoittaja on aika lyhytnäköinen, ja ne ei jaksaa kattoo sitä, että se ongelma korjaantuu, ja lähtee myymään osakkeita. Tai kun osakkeet laskee, niin myös sillon mä yleensä ostan, koska mä katson hyvinkin pitkällä jänteellä näit juttuja."

E kokikin tärkeäksi painottaa, että täytyy ymmärtää, etteivät arvopaperin hinta ja arvo ole sama asia. Tämä olisi hyvä myös jokaisen sijoittajan tajuta, jotta olisi pystyisi ymmärtämään paremmin myös sijoituskohteiden hintojenvaihtelun ja arvonmäärityksen merkityksiä.

6.2.3 Riskienhallinta

Haastatellut osoittivat, että he miettivät riskienhallintaa jokapäiväisessä sijoitustoiminnassaan. Riskienhallinta on kuitenkin paljon näkyvämmässä roolissa, kun

sijoittajat miettivät, miten he rakentavat sijoitussalkkuaan, ja kuinka he haluavat jakaa varallisuuttaan eri kohteisiin.

Sijoittajat kertoivat, kuinka tärkeää hajauttaminen on heidän sijoitusstrategioissaan. Heidän osakesalkkunsu koostuivat noin 10–30 osakkeesta, ja monet kertoivat, että eivät halua kasvattaa salkkuaan, koska hajauttaminen ei enää heitä hyödyttäisi. Kaikkia panoksia ei kannata laittaa missään nimessä yhteen kohteeseen, muttei myöskään ole järkevää hankkia liikaa osakkeita, koska hajauttaminen ei enää tällöin auta riskienhallinnassa. Sen lisäksi koettiin, että salkun hallinta muuttuisi hankalammaksi, jos olisi enemmän osakkeita hallittavina ja tarkasteltavina.

Haastatellut nostivat esiin, kuinka tärkeää heille on, että heidän salkkunsu koostuvat eri toimialojen ja eri maissa toimivien yritysten osakkeista. He kertoivat, että heidän sijoitusstrategioissaan on merkitystä sillä, miten yksittäinen osake sopii koko portfolioon, ja onnistuuko se aidosti täydentämään sitä sekä auttaako se riskin hallitsemisessa ja madaltamisessa. Lisäksi E kertoi, miten hän on erityisen tarkka osakkeiden valinnassa, eikä juuri koskaan lisäisi salkkuunsa toista samankaltaista, saman toimialan, yhtiötä, vaan pyrkii ainoastaan valitsemaan jokaisen toimialan parhaan yrityksen.

E: " [...] sitä mä pyrin kattomaan kyllä, et mun salkussa ne liiketoiminnat pyrkis olemaan eri maista: Euroopasta, USA:sta, kehittyviltä... Et sitä mä seuraan. Ja tietysti kyl mä sitäkin seuraan, että ne on niinkun eri toimialoilta. Et jos mun salkussa on vaikka mun mielestä Suomen paras konepaja, niin mä en mielellään ottais sinne toista konepajayhtiötä, paitsi hyvin poikkeustilanteessa, jos hinta on vaikka tosi halpa. Mut lähtökohtaisesti mulla on aina jokaisen toimialan se paras yritys siellä salkussa. Se on se ajatus."

Sijoituskohteiden riskienhallinnassa pidettiin tärkeänä kansainvälistä hajautusta. Yllättäen kukaan sijoittajista ei kuitenkaan erityisesti puhunut ulkomaisiin osakkeisiin sijoittamisen puolesta, vaan he toivat esiin sen, miten hyvin pelkästään kotimaisiin osakkeisiin sijoittamalla voi saada portfolioon kansainvälisen hajauttamisen hyötyjä. Haastatellut kertoivat, kuinka monet suomalaiset yritykset pörssilistatut yritykset toimivat hyvin kansainvälisesti, ja siksi niihin sijoittamalla on mahdollista saada kansainvälisen liiketoiminnan tarjoamaa hajautushyötyä. E jopa kertoi kritisoivansa ajatusta siitä, että pitäisi hajauttaa sijoituksia kansainvälisesti.

C: " [...] jos haluaa kansainvälistä positiota ja hajautusta, niin silloinhan pitää jollain tapaa hajauttaa, ja mun mielestä tässä niinku keskiverto sijoittaja kyllä saa sitä hajautusta ihan tarpeeks sijoittamalla suomalaisiin firmoihin... [...] Niil on se markkinapreesenssi olemassa, että ne on vahvoja. Jos sä haluat esimerkiks Kiina-positiota, osta Konetta, jolla on 30 prosenttia liikevaihdosta, joka tulee Kiinasta."

D: " Näissä on vähän se juttu, et onks se eurooppalainen tai jenkki, niin ne näkee tuolla alan lehdissä, ja niissä kerrotaan sitä ja tätä, mut siellä on niin valtava määrä analyttikkoja ja, tota, omistajia, että siellä on niinkun yks joukossa. Et kyl mä oon lähteny siihen, et aika lailla pysyn täällä Suomessa. Näissä saa kansainvälistä hajautusta, koska kaikissa suomalaisissa yrityksissä, varsinkin konepajat. [...] niin niissä liikevaihdosta muutama prosentti on Suomessa, ja ne toimii kansainvälisesti."

E: " [...] mä itse kritisoin sitä ajattelua, mitä taas monet sanoo, et pitäis ihan oikeesti sijoittaa eri maitten yhtiöihin paljon. Mä nään sen ite silleen, että kylhän salkkuun saa vaikka pelkästään suomalaisia yhtiöitä, jos ne itse yhtiöt toimii globaalisti. Koska sen yhtiö hajauttaa sen liiketoiminnan kautta riskiä."

A ja E mainitsivat erityisesti kotikenttäedun, jolla he tarkoittivat, miten suomalaisina he tuntevat Suomessa toimivia yrityksiä ja Helsingin pörssin toimintaa. Kotimaisiin yrityksiin, joiden toimintaa voidaan paremmin seurata, ja joiden toiminnasta on helppoa saada tietoa, on myös mahdollisesti helpompaa, tai ainakin edukkaampaa, sijoittaa kuin ulkomaisiin. Myös C kertoi, miten kotimaisia yrityksiä on helpompi seurata ja ymmärtää kuin ulkomaisia.

A: "Mä hyödynnän tätä kotikenttäetua [...] koska mä asun Helsingissä [...] et mä pystyn tapaamaan niinku pörssi-yhtiöitten johtoa."

E: " [...] painotan Suomea just sen takia, et mä nyt nään, että mulla on tietty kotikenttäetu; mä tunnen ne yhtiöt paremmin ja pystyn seuraamaan niitä paremmin."

C: " [...] jos me nyt otetaan nää kotimaiset, suomalaiset, globaalit firmat, [...] niin niillä on pitkät perinteet menestyjinä joka mantereella, et kylä ne sinänsä on vähärisiksiä. Jos toisaalta miettii, että haluaa kehittyviltä markkinoilta, esimerkiks sieltä bongaa jonkun firman ja sen osakkeen, niin ne on sitten niillä muutamilla tietyillä markkinoilla läsnä, ja niiltä puuttuu sitten se globaali positio taas useimmilta, jolloinka siinä mielessä ne on paljon turvallisempia suomalaiset, globaalit, isot firmat, ja sitten siinä on tietty se, että kun aktiivisesti seuraa näitä suomalaisia firmoja, niin kyl siinä pystyy kehittämään aika vahvan ymmärryksen niistä firmoista, niitten tuotteista, potentiaalista, firmojen uusiutumiskyvystä ja..."

Osa sijoittajista suhtautui jopa varauksellisesti ulkomaisiin osakkeisiin, ja he ainakin pitivät niihin sijoittamista tarpeettomana. B ja D kertoivat, kuinka ulkomaisten osakkeiden omistaminen ei ollut ollut heille kannattavaa. He molemmat kertoivat, että heillä oli ollut aiemmin huonoja kokemuksia ja epäonnistumisia, kun he olivat sijoittaneet USA:n markkinoille. Ulkomaille sijoittamista pidettiin haasteellisena, koska ulkomaiset markkinat eivät ole yhtä tutut kuin kotimaiset, eikä niistä aina saa tietoaakaan yhtä helposti.

Sijoittajilla oli ollut ongelmia myös sijoitusten ajoittamisen ja osakepoimintojen kanssa, eivätkä he siksi olleet saaneet sellaisia tuottoja kuin mitä olivat tavoitelleet. C myös kertoi esimerkkitapauksen, jossa suorat sijoitukset kiinalaisten yritysten osakkeisiin olivat olleet tappiollisia, kun taas suomalaisen, Kiinassa toimivan yhtiön kautta sijoittajat ovat saaneet voittoa.

B: "Noo, sanotaanko, että mä oon niinku tehny tuotot Suomi-osakkeissa. Että mä oon sijoittanu myöskin jenkkeihin, sellaista pientä peliä, mutta niillä mä en oo kylä pärjännyt. Tappioita on tullut sieltä tänä ja viime vuonna, vaikka pörssi on noussu. [...] Et mä oon tehny rahaa niinku niillä yhtiöillä, jotka mä oon paremmin tuntenu. Ja sitten, tota, ehkä se on vähän enemmän peliä sitten vaan ollu se jenkkiosakkeiden kauppa mulle. Et ei kannata minun."

D: " [...] mulla oli [...] 2014-2016, oli aika iso osa, ehkä 30 prosenttia salkussa, niin Euro Stoxx 50:ssä. Mä poimin sieltä hyviä eurooppalaisia yrityksiä, jotka eivät menestyneet ollenkaan, ja Suomi meni niinkun tosi hyvin. Se oli niinkun semmonen typerä seikkailuretki. Ja sitten viimeisimpinä oli... Ostin vielä sitten Apple, siis tämä iPhone-firma, Apple, ja yhdysvaltalainen pankki Goldman Sachs, jotka sitten, kun ne oli laskenut 20 "pinnaa", jopa vähän enemmänkin toi Goldman Sachs näköjään, niin

myin pois, joka ei ollut ollenkaan fiksu homma, koska Apple on noussut siitä vielä 60 prosenttia, kun mä myin.”

E: ”Et vaik näit venäläisiä firmoja, niin jotenkin mä en tunne niitä yhtään. No, totta kai netissä on aina tietoo, ja näin, ja englanniks pystyy lukeekin. Mä sen ymmärrän, mut se kuitenkin vaatii semmosta enemmän työtä, et sulla ei oo semmosta niin hyvää näppituntumaa niistä. Ja just se riski on se toinen, et mieluummin sitten tyytyy siihen sen kyseisen markkinan keskituottoon, et vaikka Venäjällä ostaa sitä indeksirahastoa.”

C: ”Ja kuten esimerkiksi Vesa Puttonen kerran eräässä tilaisuudessa mainitsi, että ne, jotka on sijoittanu kiinalaisfirmoihin viimeisen kymmenen vuoden osalta, niin ei ne oo saanu minkäänlaista tuottoa. Mutta ne, jotka on Kiina-positioon panostaneet, esimerkiksi nyt mainitun Koneen osalta, niin nehän on menestyneet mainiosti.”

Hajauttamisessa tärkeänä pidettiin sitä, että ylipäättään ymmärrettiin, miksi on järkevää hajauttaa, ja miten kuka tahansa sijoittaja voi saada portfolioonsa hajautusta. Sen sijaan että poimisi mahdollisimman paljon osakkeita maailman eri kolkista, olisi kannattavaa keskittyä sellaiseen markkinaan, jonka tuntee parhaiten, ja jossa on mahdollista sijoittaa eri toimialoihin ja maihin tuttujen yhtiöiden kautta. Sillä tavalla riskiä voidaan järkevästi hallita ainakin jossain määrin ja yleisesti riittävällä tasolla.

Riskienhallinta liittyy vahvasti myös sijoittajien strategioihin. Sijoittajien kertomuksista voi päätellä, että kun strategia muuttuu, myös tavat hallita riskiä muuttuvat. A kertoi nuorempana ottaneensa paljon riskiä, kun hän kävi osakkeiden lisäksi kauppaa johdannaisilla.

Haastatelluille sijoittajille oli tyypillistä kertoa, kuinka he jakavat varallisuuttaan eri muotoihin. Sen lisäksi, että varallisuutta oli jaettu muun muassa osakkeisiin, indeksirahastoihin, sijoitusasuntoihin, kesämökkeihin, autoihin ja käteisomistuksiin, niin he vielä tarkensivat, missä suhteessa varoja oli jaettu. He myös kertoivat, miten jakavat osakeomistuksissaan varansa esimerkiksi pitkä- ja lyhytaikaisiin sijoituksiin, jos molempia oli, tai kasvu- ja laatuyrityksiin.

Monet kokivat, että on järkevää jakaa varallisuuttaan erityyppisiin sijoituskohteisiin. Monelle oli myös selvää, kuinka paljon he sijoittavat tiettytyyppisiin kohteisiin, ja miten he muuttavat suhdetta, jos markkinatilanne muuttuu. Vuosien 2018–2019 markkinatilannetta on pidetty epävarmana, mikä näkyi myös haastateltujen vastauksissa; osakkeista oli osittain luovuttu, ja käteiskassan kasvattamista heikkoa markkinasuhdetta varten pidettiin tarpeellisena.

E esitti, että haastatteluhetkellä hänellä oli vain puolet varallisuudesta kiinni osakkeissa, ja puolet hän piti käteisenä, ikään kuin säästössä, sellaista hetkeä varten, kun tulee laskusuhdanne, ja markkinoilla hinnat laskevat. Lisäksi B ja C olivat muuttaneet sekä osake- että asuntosijoitussalkkujensa rakennetta vastaamaan paremmin mahdollisiin omiin tarpeisiin ja nopeisiin markkinamuutoksiin.

B: ” No, mä oon vähentänyt niinkun osakkeen, osakesalkun, osuutta koko varallisuudesta. Et mä oon niinku ostanu mökin ja ostanu jossain vaiheessa niinku jonkun tontin ja muutaman auton. Mä koen, et mitä ylempäs mennään, niin sitä pienemmäs pitää niinkun se riski jollain tavalla saada.”

C: " [...] mä oon 70-prosenttinen "holdari" ja sit sillä 30 prosentilla mä kerään näitä käänneyhtiöitä, tällä hetkellä aliarvostettuja, joilla on se vahva tulospotentiaali, kursipotentiali ja osinkopotentiali. [...] mä oon tehny yhden tämmösen ison perusrempan. Koska mä oon myös asunosijoittaja, osakesijoittaja ja sitten pienessä mittakaavassa start-up-sijoittaja [...] Mutta se remontti, minkä mä mainitsin, niin mä oon tänä vuonna myynyt kaks kolmiota, tilalle mä oon ostanut kolme yksiötä, 70 ja 80 prosentin velkavivuilla, ja karkeasti puolet, mitä mä sain niistä kolmioista, mä oon kasvattanut mun osakesijoituksiani. Osa siitä on vielä tuossa kassassa odottamassa sopivia niinku hunajatorppia. Et se on semmonen iso remppa, minkä mä oon tehnyt, ja kyl voin sanoa, et mun pitää koko aika olla se merkittävä sotakassa tossa, että mä voin iskee välittömästi, kun mä näen jotain mielenkiintoista."

E: "Ja sitten mulla on siellä pohjalla myös indeksirahastoja vähän eri markkinoilta, et mulla on se ajatus, että ne indeksirahastot tuo sitä perushajautusta ja tavallaan sitä turvaa [...] Ja se mun tavoitealokaatio on varmaan se, et noin 80 prosenttia ois niinkun suoria sijoituksia, et loput voi olla sit indeksiä, eli se 20 prosenttia. Ja suorista sijoituksista Suomessa on selkeesti yli puolet, tällä hetkellä ehkä 70 prosenttia, suurin piirtein.

Toisaalta A ja D ovat säilyttäneet osakeomistuksensa samalla tasolla kuin aiemminkin. A ei ole tapojensa mukaisesti myynyt osakkeitaan. D kuitenkin esitti, että hänellä voisi olla kaksi vaihtoehtoista strategiaa jakaa osakeomistuksiaan, jos suhdanne muuttuu. Hänellä on osakeomistuksien lisäksi muutakin varallisuutta, kuten sijoitusasuntoja, joten hän oli kokenut, että riskienhallinnan kannalta ainakin haastatteluhetkeen asti oli sopivaa säilyttää kaikki varansa osakkeissa 100-prosenttisesti. Mutta jos tilanne muuttuisi, hän olisi valmis muuttamaan strategiaansa tarvittaessa. Näissäkin on siis eroja, eikä sijoittajilla ole yhtenäistä kantaa.

D: "[...] jos tulee sit semmonen, et pitää ostaa jotain isompaa, tehdä vaikka rantasauna niinku tehtiin, tai ostaa uus auto tai muuta, niin sit mä realisoin sieltä niinkun näkemykseni mukaan heikommasta päästä pois, ja sit siitä tulee se käteinen, jota kaipaa. Mut muuten mulla on niin kyllä 100 prosenttia rahasta kiinni osakkeissa. [...] niin siinä vaihtoehtoina se, että myy jonkun verran, jotta saa pelikassaa, sitä pelaamispuolema, mutta [...] käteistä, jolla voi sitten ostaa niitä todella edullisesti hinnoiteltuja laatuosakkeita. [...] toinen vaihtoehto on se, että ei tee mitään ja ottaa sitten pankista sijoituslainaa [...] ja ostaa sit sillä sisään."

Riskienhallinnan kannalta olennaista haastateltujen mielestä on, että pyrkii näkemään salkkunsuunittelun kokonaisuutena. Hajauttamalla eri toimialoihin ja markkinoihin sekä jakamalla varallisuutta eri kohteisiin voi suojata omaa salkkua äkillisiltä heilahteluilta.

6.2.4 Arvonmääritysmenetelmät

Haastatelluilla oli erilaisia tapoja määrittää osakkeen arvoa, mutta heidän toiminnassaan oli myös paljon samankaltaisia piirteitä. Osakkeiden arvonmääritykseen myös suhtauduttiin eri tavoilla; toisille siihen oli tarkka prosessi suunniteltuna ja hyväksi todettuna, kun taas toisille sijoittajille sillä oli paljon vähemmän merkitystä osakkeiden valinnassa. Osalle tarkat suunnitelmat ja analyysimenetelmät toivat varmuuden ja kontrollin tunnetta, kun taas osa ei kokenut arvonmääritysmallien olevan juuri lainkaan tarpeellisia tai informatiivisia heille.

Arvonmäärittäsmallien käyttö osakesijoittamisessa oli hyvin yleistä, ja vain yksi haastatelluista sijoittajista, B, kertoi, ettei käytä niitä oikeastaan ollenkaan. Hänelle on tärkeää seurata, toteutuvatko markkinaennusteet, ja tehdä niiden tulosten pohjalta ratkaisuja. Hän ei ole kiinnostunut siitä, onko osake tällä hetkellä kalliiksi arvostettu, vaan ainoastaan siitä, että onko arvon mahdollista nousta lähitulevaisuudessa.

B: " No mä en välttämättä niin tarkkaan omaa analyysiä tee tai arvosta osakkeita. Mää seuraan niinku markkinaennusteita ja sitten suorituksen poikkeamia niihin. Ja kun mä oon tämmönen lyhytaikainen sijoittaja, niin mä en välitä siitä, onko osake kallis tai halpa. [...] Kunhan se trendi on niinkun sillä hetkellä hyvä ja tarjoaa mahdollisuuksia."

B nosti esille "momentumin" tärkeyden, eli kun yhtiön osake on jatkanut vahvistumistaan, ja se on tullut yllätyksenä markkinoille. Yrityksiä, joilla on tuollaista potentiaalia, hän pyrkii ensisijaisesti hankkimaan. Hän kertoi myös, ettei käytä aikaansa esimerkiksi excelissä analyysien tekoon, vaan sijoituspäätökset hän tekee hyvin spontaanisti ja nopeasti.

B:n mielestä arvonmäärittäsmallien käyttäminen on turhaa, eikä hän koe saavansa niistä mitään hyötyä. Hän mieluummin seuraa, millaista työtä muut tekevät, ja lukee näiden tuloksista ja analyyseistä netin kautta. Hän siis kuitenkin seuraa tarkasti, mitä esimerkiksi sijoitusanalyysijä tarjoava Inderes, muut sijoittajat ja yhtiöt itse kertovat yhtiöiden toiminnasta ja tulevaisuuden näkymistä, mutta ei halua itse nähdä vaivaa erikseen itse tiedon tuottamiseen.

B: " Se on mulle turhaa, et mä en niinkun koe, et mä niinkun hyödyn siitä. [...] No joko yhtiön kommenttien sanamuodot merkitsee... [...] Yhtiön johdon esiintyminen merkitsee... Inderesiä mä seuraan paljon, Inderesin kommentit... ja tota, sitten tota semmonen niinkun ruudun tuoma mielikuva. Et jos siellä on vahva vaihto osakursseihin, ja tietyt välittäjät on aktiivisimpia, isot kansainväliset, niin sit mä saatan siinä mennä."

Muut sijoittajat olivat kuitenkin eri mieltä arvonmäärittäsmallien tärkeydestä. Erityisesti tunnuslukujen käyttö oli kaikille muille haastatelluille yhteistä, ja niitä hyödynnettiin ahkerasti sijoituspäätöksenteossa. Yleisimmät tunnusluvut, jotka haastatellut mainitsivat, olivat P/E ja P/B. Lisäksi jonkin verran käytettyjä arvonmäärittäsmalleja olivat Gordonin kaava, Grahamin luku, osinkotuotto prosentti ja vapaiden kassavirtojen mallit, mutta niiden käyttö oli paljon harvinaisempaa tai niitä ei ainakaan enää käytetä niin paljon sijoittajien varsinaisessa arvonmäärittäsprosessissa.

Varsinkin tunnuslukuja pidettiin helppokäyttöisinä ja nopeina mittareina, jotka kertovat, kuinka hyvin yritys toimii, ja miten se on kehittynyt vuosien aikana nykyhetkeen saakka. Niiden avulla pystytään myös ennustamaan, miten tulevaisuudessa esimerkiksi osinkotuotot kehittyvät, ja onko yritys mahdollisesti jatkossa kannattava, tai onko sillä kasvupotentiaalia.

A: " No mä käytän noita tunnuslukuja lähinnä, eli P/E:tä, P/B:tä ja sitten osinkoprosenttia. Noin niinku, tuota, mun omassa sijoitusstrategiassa ne pisteytän ja haen niinkun mua kiinnostavat pörssi-yhtiöt. Ne tunnarit mä pisteytän ja laitan ne yhtiöt niinkun sitä mukaa paremmuusjärjestykseen ja sijoitan silloin niinkun yläkvartiiliin. Että

tietysti niinkun osinko on hirveen tärkeä ja sen kasvunäkymät. Mä oon niinkun arvo- ja laatusijoittaja, et mä sijoitan niinkun lähtökohtaisesti semmosiin, mitkä tunnareiden valossa on tuota niinkun järkeviä ja halpoja.”

C: ” [...] P/E on semmonen tyypillinen luku, joka sit kertoo. Esimerkkinä 20:ssä tänä päivänä ja kahden tai kolmen vuoden kuluttua kymmissä, niin se taas niinku on vahva viittaus siihen, että firma on niinku kehittymässä monella tapaa positiivisesti.”

D: ”Niin mä katon nää, mitä sulla tässä onkin, niin tää P/E, P/B ja sit mä lasken niistä sen Grahamin luvun, eli kerron ne keskenään. Se on vaan P/E kertaa P/B. [...] ja sit mä katson ennusteista, tai mä otan arviot lehdestä aina, niin EPS- ja ”dividend per share”-arviot aina seuraavalle vuodelle. [...] Ja sit näistä voi laskee, tai laskenkin, ihan excel-pohjaisesti sen päivän kurssin, tai päivitän ehkä kerran viikossa, mut sen hetkisen niinkun ”yieldin”, osinkotuoton, ja sit P/E, eli mikä osakkeen hinta on per yrityksen tase.”

E: ” Käytännössä kaikki ne tunnusluvut, mitkä sulla siinä listassa oli, lähtien ihan sieltä P/E-luvusta ja P/B-luku, osinkotuotto, nää perusmittarit, ROE, ROI, niin pois-päin...”

E kertoi myös, että hänellä on tapana käyttää muitakin malleja kuin mitä haastattelua ennen jaetussa arvonmääritysmallien listassa oli esitetty. Hän on tottunut käyttämään EPV-mallia, joka on eräänlainen johdannaiskaava Gordonin kaavasta, ja jossa otetaan huomioon yhtiön kilpailuetu.

Lisäksi hänelle on tyypillistä käyttää arvonmäärityksessä apuna skenaarioanalyysijä, joissa simuloidaan erilaisia tilanteita ja määritetään todennäköisin osakkeen arvo, joka eri muuttujia vaihtelemalla saadaan. Hän kokee, että mitä paremmin pystyy arvioimaan sekä hyvin huonoja että hyviä tilanteita, sitä paremmin hän pystyy hahmottamaan, minkä arvon voisi osakkeelle määrittää.

E: ”Niin siitä mä oon kokenut, et se [simulointimalli] on aika hyödyllinen, koska sillä mä pystyn ikään kuin saamaan sen laajemman arvojoukon, millä välillä se osakkeen arvo voi vaihdella. Koska niinkun me molemmat tiedetään, niin tää ei oo mitään absoluuttista tiedettä, vaan on paljon näkemyksiä, missä simulointimallilla tavallaan pystyy saamaan suuremman joukon, semmosen arvohaarukan, missä se oikea arvo sitten asettuu sitten siihen väliin.”

Arvonmääritysmallien koettiin tuovan apua sijoituspäätöksien tekemiseen, sillä niiden käyttö erityisesti helpotti ja yksinkertaisti osakkeiden arvojen tulkitsemista. Haastatellut, B:tä lukuun ottamatta, olivat yksimielisiä siitä, että mallien käytölle on tarvetta. Moni myös mainitsi erikseen, miten he saavat tunnuslukuja suoraan esimerkiksi Kauppalehdestä siirrettyä suoraan omiin laskentataulukoihinsa. Lisäksi koska kyseisiä tietoja löytyy jo pidemmän ajan takaa, niin vertailutietojen hankkiminenkin on suht vaivatonta ja nopeaa.

Eryteisesti yrityksen perusfundamenttien, kuten kannattavuuden ja tulevaisuuden kasvunäkymien ja riskien, arvioimisessa arvonmääritysmalleja pidettiin hyödyllisinä. E korosti niiden tärkeyden arvioimista, sillä ne lopulta vaikuttavat eniten yrityksen arvoonkin.

Arvonmääritysmalleja kuitenkin myös kritisoitiin, sillä ne voivat helposti oikoa liikaa, jolloin ne eivät ota huomioon kaikkea sellaista, mitä pitäisi arvonmäärityksen laadukkuuden kannalta huomioida. Vaikka mallit itsessään ovat sijoittajille arvokkaita työvälineitä, niin niihin ei haluta luottaa sokeasti. Eryteisesti

C, D ja E esittivät, että he ovat hieman kriittisiä arvonmäärittäsmallien tarjoamaan informaatioon. C oli näistä kolmesta kenties skeptisin uskomaan ja tukeutumaan mallien tarjoamaan tietoon. Hän koki, että ne eivät kuitenkaan nykyhetkessä kerro hänelle yrityksen arvosta ja tulevaisuuden kehityksestä juuri mitään tai ainakaan tarpeeksi.

C: " Et tämmöset P/B ja P/E, et sit nykyhetkessä ne ei kerro mulle... tai sanotaan, ne kertoo hyvin vähän."

D ja E puolestaan pyrkivät muistamaan, että arvonmäärittäsmallit ovat nimenomaan yksinkertaisia, teknisiä malleja, jotka eivät ota kaikkea huomioon, vaikka tarve olisi. Siksi he ovat pyrkineet ymmärtämään malleja hieman laajemmin ja muistamaan niiden heikkoudet. D mainitsi, että nykyään pörssikaupoista suurin osa toteutuu robottien algoritmipohjaisten analyysien avulla, mikä tekee arbitraasimahdollisuuksien hyödyntämisen käytännössä mahdottomaksi. Siitä syystä erilaisia arvonmäärittäsmalleja hyödyntämällä ei välttämättä hyödy juuri ollenkaan, jos yrittää vain teknisesti analysoida ja kilpailla tehokkaita koneita vastaan.

E taas kertoi, että hän pyrkii suhteuttamaan tunnuslukuja niin, että niiden antamat lukuja voisi paremmin vertailla ja arvioida kyseisessä suhdannetilanteessa ja kyseisen yrityksen kohdalla. Hän ei siis sokeasti luota lukuihin, vaan pyrkii selittämään, miksi luku on, mitä on, ja onko se hyvin todellisuutta vastaava vai ei.

D: Se on ehkä noin 70 prosenttia pörssikaupasta, jonka tekee algoritmipohjaiset robotit, ja niillä on melko massiiviset tietokannat siellä takana, ja sit niihin on ohjelmoitu kaikki mahdolliset erilaiset algoritmit. Niinku tää Matti Suominen, joka on kauppa- korkeakoulun professori plus Mandatumin tämmönen neuvonantaja, niin hän aika hyvin jossain artikkelissa ja keskuisteluissa, mitä oon häntä kuullut, niin on todennut, että yksittäinen sijoittaja ei näitä pysty voittamaan, eikä nekään enää toisiaan voita, koska kaikki algoritmin tutkijat käyttää niitä samoja tutkimuksia, ja sillon se arbitraasi häviää sieltä.

E: "Mä itse pyrin tavallaan laskemaan sille yhtiölle sen fundamenttien perusteella hyväksyttävän P/E-luvun ja vertaan sitä markkinaperusteista P/E-lukua sitten siihen. [...] jos joku yhtiö vaikka on pääoman tuotoltaan todella hyvä, vaikka joku ROE-luku on nyt 30 prosenttia tai enemmän, niin sille pystyy hyväksyä paljon korkeamman P/E-luvun, yli 20 P/E-luvun, ja se voi olla silti halpa. Vaikka niinkun äkkiseltään näyttää, et P/E 20 on tosi kallis, mut se ei välttämättä sitä ole. Mut tämmöstä ajattelua pyrin niinkun käyttämään."

6.2.5 Yrityksen tunteminen arvonmäärittäksen perustana

Arvonmäärittäsmalleja huomattavasti tärkeämpi asia osakkeen arvonmäärittäksen kannalta haastatelluille sijoittajille oli se, kuinka tuttu yhtiö oli heille, ja kuinka laadukkaana yhtiötä pidettiin. Yrityksiin pyrittiin tutustumaan mahdollisimman hyvin, ja joissakin tapauksissa yritykset olivat sijoittajille hyvinkin tuttuja esimerkiksi aiemman työelämän tai yrityksen johdossa työskentelevien tuttavien kautta. Yrityksen laadukkuutta arvioitiin ja perusteltiin muun muassa sen

tulevaisuuden näkymillä, kannattavuudella, markkina-asemalla, kilpailukyvyllä, heikkouksien ja mahdollisuuksien arvioinnilla sekä osingonmaksukyvyllä.

Monelle sijoittajalle arvonmäärittämissä mallien merkitys oli loppujen lopuksi hyvin pieni, ja ne lähinnä tukivat sijoituspäätöksiä tai auttoivat nopeasti antamaan jotakin tietoa yrityksen toiminnasta. Sen sijaan yritysten toimintaan pyrittiin tutustumaan mahdollisimman hyvin, jolloin sen tulevaisuuden näkymistä muodostui selvästi tärkein asia, jota haluttiin seurata. Tulevaisuuden näkymissä korostuu erityisesti yrityksen ja sen johdon asema päätöksenteossa, sillä kaiken, mitä yrityksen sisällä päätettiin, koettiin vaikuttavan merkittävästi yrityksen arvoon nyt ja tulevaisuudessa. Mitä paremmat kasvunäkymät yrityksellä on, sitä laadukkaampana sitä myös pidetään.

Yrityksen laadukkuuden käsite on jokaisen sijoittajan omalla tavallaan tulkitsema ja esittämä, joten aivan yhtenäistä selitettä yrityksen laadukkuudelle ei voida antaa. Kuitenkin laadukkuuteen liitettiin paljon yhteneviä yritysten piirteitä ja ominaisuuksia.

Haastatellut kertoivat, että he muodostavat kuvan yrityksistä useiden eri tekijöiden avulla. Sijoituspäätökseen vaikuttavia asioita ovat muun muassa yrityksen johto, suorituskyky, liiketoiminnan laadukkuus ja tulevaisuuden kasvunäkymät. Yritykseen haluttiin tutustua paremmin kuin pelkästään numeroiden kautta, sillä koettiin, että laadullisella analyysillä saatiin kattavammin tietoa sekä myös kilpailuetua muihin sijoittajiin.

D: "Mutta tota, se mitä nää robotit ei pysty tekemään, on tietenkin tämmöset kvalitatiiviset ajattelut, eli megatrendit, plus sitten yrityksen johdon ja yrityksen, sanotaan, suorituskyvyn arviointi."

Varsinkin yrityksen johdolla vaikutti olevan suuri merkitys sijoittajille. Haastatellut sanoivat seuraavansa tarkkaan, ketä yrityksen johdossa on, miten johtoryhmä ja erityisesti toimitusjohtaja toimivat sekä mitä ja miten toimitusjohtaja kertoo yrityksen toiminnasta esimerkiksi osavuositarkastusten yhteydessä.

D ja E mainitsivat toimitusjohtajan kehonkielen kertovan paljon sekä johtajasta että liiketoiminnasta, mutta myös siitä, miten toimitusjohtajan puheisiin tulisi suhtautua. Lisäksi D kertoi, että hän pyrkii huomioimaan, mihin toimitusjohtaja keskittyy puheissaan, ja mitä asioita tämä jättää mahdollisesti kertomatta. Sillä tavoin hän pyrkii ymmärtämään paremmin, miten yritys toimii, ja onko sen toiminta kannattavaa nyt ja tulevaisuudessa.

D: " Et kyl mä katson, et jos... ja sitten liikkeenjohtotautaisena mä luulen ymmärtäväni näitä johtoryhmien käyttäytymisiä ja, tota, dynamiikkaa. [...] aika usein mä katson näitä osavuositarkastuksia, tai ainakin yhtiökokouksia [...] Niin kyl mä siitä niin toimitusjohtajan esityksestä, "body language"-puolesta nään, missä mennään, plus että... tai luulen näkeväni. Plus että mä yritän aina katsoa ja kuunnella, että mitä ei sanota, koska yleensä kerrotaan aina... Niinku nyt ottaa vaikka sen Nokian, niin Rajeev kertoi kovasti siitä materiaalisuudesta, et kuinka hyvin tää kustannusleikkausohjelma on edennyt. Ericsson, pääkilpailija, niin kertoi taas siitä, et kuinka hyvin heidän käyttökate, "cost margin" on kehittynyt. Ja siinä on... tää kertoo mulle siitä, et missä yhtiön ylimmän johdon fokus on."

Tutkimuksessa haluttiin selvittää myös, miten paljon yrityksen vastuullisuudella on merkitystä sijoituspäätöksentekoon. Kukaan haastateltavista ei kertonut suoranaisesti sijoittavansa mihinkään pelkästään sen takia, että yritys toimisi vastuullisesti. Vastuullisuuden kuitenkin koettiin olevan melko tärkeä asia, joka tukee yrityksen tulevaisuuden näkymiä; jos yhtiö ei toimi nykyaikana ja varsinkin tulevaisuudessa vastuullisesti, ei se mahdollisesti toimi muutenkaan kannattavasti.

Vaikkei vastuullisuus ollut kenellekään pääsyy sijoittaa, niin se koettiin tärkeäksi asiaksi, joka otettiin huomioon. Lyhytaikainen sijoittaja B kertoi, että hänelle vastuullisuudella ei ole kovin suurta merkitystä, mutta hän ei kuitenkaan koe, että olisi sijoittanut vastuuttomiin yhtiöihin. Muutkin sijoittajat miettivät, että Helsingin pörssissä ei taida olla sellaisia yrityksiä, jotka eivät tietoisesti pyrkisi toimimaan vastuullisesti. Ainakaan heidän omista sijoituksistaan ei ole sellaisia yrityksiä, jotka toimisivat vastuuttomasti.

A: "No totta kai mulla ensisijainen kriteeri on se osinkojen niinkun eksponentiaalinen kasvu, mut totta kai mä sen rinnalla otan huomioon sen niinkun eettisyyden ja vastuullisuuden. Mutta jos on joku semmonen niinkun eettisesti tai vastuuttomasti toimiva yritys, niin en mä nyt tietenkään semmoseen sijoita. Mut en mä oikeen tunnista semmosia mun omistamistani."

B: "Noo, en mä nyt välttämättä tiedä, onks sillä [vastuullisuudella] niin suuri merkitys, kun lyhytaikaisia sijoituksia teen. Mut en mä tiedä, löytyykö tuolta ees kovin vastuuttomia yhtiöitä, et en mä koe, että mä sijoittaisin semmosiin, jotka on niinku kovin vähän vastuunkantavia. [...] En mä tiä, mikä pörssi-yhtiö toimii huonosti niinkun noissa asioissa."

C: "No, mä mietin siitä vinkkelistä, et miten se vaikuttaa firmojen toimintaympäristöön, bisnesympäristöön, bisnesmahdollisuuksiin... [...] jos mä nään, että joku tämän "global driver" nyt suosii tai avaa mahdollisuuksia tietyille yhtiölle, niin sit mä kiinnostun siitä yhtiöstä. Ja toisaalta jos mä nään, että se on uhka, niin sitten mä oon varuillani. [...] Mutta mä en oo semmonen sijoittaja, et kun joku idis on tuolla vihree, niin mä sit sokeana ostaisin sen takia tiettyä firmaa. Vaan se on nimenomaan, mä mietin, et miten se ympäristökijä vaikuttaa siihen firmaan ja sitä kautta firman potentiaaliin, niin se muuttuu entistä mielenkiintoisemmaks tai uhkaavaks."

D: " [...] mä voisin sanoa, että esimerkiks Neste, uusiutuvat polttoaineet ja nämä, niin se on ympäristöteko ja kaikkee tällasta, mut tota... Mut sitä mä en oo tehny, et mä oisin lähteny noihin bitcoin-tyyppisiin sijoituksiin, en myöskään aseisiin tai tupakkaan, tai sit oli näitä marijuanaosakkeita, jotka kyl näki, et nää tulee varmaan menestymään. Niin ei sellasiin. [...] Mut se eettisyys tulee ehkä siitä, et meillä on pörssi-osakkeista niin, sijoituksista, ootas, kun mä mietin, lasken täs päässäni, niin... Lähemmäs kymmenen prosenttia on start-up-sijoituksiin, suomalaisiin, tai yks on eestiläinenkin. Mut start-upeihin, et se on semmonen niinkun "giving back"-osasto. Mä en oleta saavani sieltä euroakaan takaisin, mut mä uskon, että se meni niinkun hyvään tarkoitukseen."

E: " [...] joka ikinen firma saa näyttämään itsensä tosi vastuulliselta, kun niitä [vastuullisuutta mittaavia] mittareita säätää, ja vähän niin kuin näennäisesti ja teknisesti pääsee niihin. Mutta se ei tarkoita sitä, et mä en arvostais noita asioita. Ne asiat on ihan älyttömän tärkeitä, ja mä otan ne huomioon tavallaan siinä kokonaisuudessa, kun mä tutkin sitä, et onks se yhtiö laadukas. Niin siihen laadukkuuteen kuuluu, et se ajattelee henkilöstöä, se ajattelee ympäristöä, se ajattelee yhteiskuntaa, kaikkia sidosryhmiä... Ja siit kokonaisuudesta muodostuu se laatu. [...] ei löydy salkusta mitään ase-yhtiötä tai tupakkayhtiöitä. Kyl mä sen voin melkein, vaikka en mä totakaan

oo niin miettinyt, et ei mulla oo semmosta kriteeriä, et mä en nyt vois missään ni-messä sijoittaa aseyyhtiöön. Mutta tota, mä aattelen, et maailma on kumminkin täynnä hyviä yrityksiä, niin ei mun tarvi sijoittaa tämmösiin yhtiöihin, koska on niin-kun parempiakin.”

E kertoi, kuinka hän kokee, ettei hänellä ole tarvetta sijoittaa vastuuttomasti toi-miviin yrityksiin. Maailmassa on paljon hienoja, vastuullisesti toimivia, kannat-tavia yrityksiä, joihin voi sijoittaa, eikä hänen siksi tarvitse miettiä sijoittavansa epävastuullisiin toimijoihin.

Lisäksi D nosti haastattelussaan esiin sen, miten hän kokee toimivansa yh-teiskuntavastuullisesti sijoittaessaan erilaisiin start-up-yrityksiin. Hän haluaa tu-kea alkuvaiheen yrityksiä pääomittamalla niitä, muttei odota välttämättä saa-vansa niistä mitään takaisin. Tärkeää on se, että hän voi auttaa muita ja kantaa sillä tavalla kortensa kekoon. Hän myös kertoi hetkestä, kun oli huomannut, ett-eivät hänen ja erään vertaislainoja tarjoavan yrityksen arvot kohdanneet, minkä takia oli päättänyt myydä nopeasti kyseisen yrityksen osakkeensa. Tuolloin hän ajatteli, ettei kyseinen toiminta ollut sellaista, mitä hän haluaisi tukea, ja päätti välittömästi luopua omistuksistaan.

D: ” Se oli listautuminen, ja sit mä ostin sen lisäksi vähän tota lisää sitä ja sijoitin sinne myös lainarahaa ja rupesin katsomaan, että kuinka tää toimii. [...] sit kun mä yllätyk-sekseni näin, että mähän pystyn katsomaan näitä lainanhakijoita, sekä ihmisiä että yrityksiä, mitä niistä kerrotaan siellä. Ei nimiä, mut niinku tulot ja menot, ja tota, oli-kohan se, että taloudessa, montaks ihmistä siinä on ja jotain tämmöstä... Niin mulle tuli aika huono olo siitä, semmonen ikävä maku siitä, niin mä luovuin heti osak-keista, ja mä luovuin niistä lainoista myös niin nopeesti kuin pääsin, että tota se, tää on sen tyyppistä toimintaa, mitä me emme halua tehdä.”

A korosti, kuinka tärkeää hänelle on, että hänen osakesalkussaan menestyneet yritykset, kuten Neste, UPM ja Huhtamäki, ovat toimineet vastuullisesti. Hän vaikutti ylpeältä kertoessaan, miten hienosti yritykset ovat menestyneet taistel-lessaan ilmastonmuutosta vastaan, ja miten juuri vastuullisen toiminnan kautta on menestytty.

A: ”Se [Neste] on tän maapallon, niinkun, ilmastonmuutoksen näkökulmasta niin-kun äärimmäisen vastuullinen yritys. Sehän valittiin niinkun maailman vastuullisim-maksi energiayhtiöksi. Ja valittiin maailman toisiks vastuullisimmaks yhtiöks, koska se pystyy vähentää noita hiilidioksidipäästöjä niin paljon. [...] [UPM] on niinkun mil-joona puuta istuttanu tonne Uruguayhin, ja tuota... Se on niinku valtavan suuri hiili-nielu. Et se tekee tosi hyvää niinkun tälle maapallolle niinkun sitä kautta. [...] Sehän [Huhtamäki], tuota, on hirveen vahvoilla, kun on tämmönen megatrendi maail-massa, että muovista pitää päästä pois. Huhtamäki kehittelee just niinkun näitä kor-vaavia ratkaisuja. [...] Huhtamäellä on niinkun kaikkee muutakin yhteiskuntavas-tuullista.”

Varsinkin suurimmat yritykset ovat sellaisen paineen ulkoisen paineen alla toi-mia vastuullisesti, ettei niillä ole yksinkertaisesti varaa olla vastuuttomia, kertoi C. Hän on aikanaan työskennellyt yleisesti vastuuttomana pidetyn alan parissa, eikä näe siinä olleen ongelmaa. Kuitenkin kyseinen ala on nykyään sellainen, että se ei ole kannattavaa toimintaa, sillä alalla kysyntää ei ole enää yhtä paljon, eikä se enää viehätä kuluttajia samalla tavalla kuin aiemmin.

A, D ja E nostivat esiin myös sen, mikä vaikutus megatrendeillä on heidän sijoittamiseensa. Ne ovat maailmanlaajuisia ilmiöitä, joista puhutaan, ja joilla on suuri vaikutus yhteiskuntaan, ja niiden nähdään myös vaikuttavan suoraan yritysten tulevaisuuden näkymiin ja laadukkuuteen. Ne voivat nostaa tietyn alan tai yksittäisen yrityksen nousuun.

A: " [...] yhteinen nimittäjä näissä on ilmastonmuutos megatrendinä. Siinä on Neste, UPM ja Fortum. Et kaikilla niinkun tällöinen kantava megatrendi, koska tota ne niinkun taistelee sitä muutosta vastaan."

D: " Ja sit niinku sanoin, et se megatrendi on vähän semmonen, et se kantaa huonoakin yritystä. Ja sit on hyvä yritys, niin se on vielä parempi."

E: "Onko siellä taustalla jotain megatrendejä, tai ylipäätään onko sen tulevaisuuden näkömä hyvä?"

D myös kertoi, että megatrendien huomioon ottaminen sijoituspäätöksissä on yksi niistä asioista, joihin robotit eivät ainakaan toistaiseksi kykene. Se tarjoaa tietynlaista etumatkaa, kun halutaan päihittää suurin osa markkinoilla kauppaa käyvistä koneista. Ylipäätään yritysten laadullinen ajattelu ja vertailu oli hänen mielestään järkevää, sillä se on toimintaa, jota eivät kaikki markkinoilla toimijat voi tehdä, tai jota ei jostain syystä haluta tai jakseta tehdä.

6.2.6 Velkavipu sijoittamisessa

Sijoittaminen ei aina vaadi omaa pääomaa, vaan on tietysti mahdollista myös sijoittaa velkarahaa, eli velkavivulla. Haastatellut sijoittajat eivät kuitenkaan olleet yhtään yksimielisiä siitä, onko se kannattavaa tai järkevää toimintaa. Siinä nähtiin olevan sekä hyötyjä ja mahdollisuuksia että riskejä. Niiden joukossa, jotka olivat vierastaneet velalla sijoittamista, ajatusta velkavivusta ei kuitenkaan pidetty täysin mahdottomana, vaan sen ajateltiin olevan mahdollinen joskus tulevaisuudessa, jos tulisi hyvä tilanne.

Osalle velalla sijoittaminen oli aivan tavallista, kun taas toiset halusivat pysyä siitä kaukana. Sen koettiin olevan hyvin riskistä toimintaa, jossa vaaditaan sijoittajalta itseltään hyvää riskienhallintaa mutta myös portfolionsa hallintaa. Vaikka osa olikin sijoittanut velalla, velkavivusta puhuttiin varoitteluvaan sävyyn ja sen riskit tiedostettiin. B oli sijoittanut merkittäviäkin summia velkarahalla, ja hänen salkkunsu on jossakin vaiheessa koostunut suurimmaksi osaksi velasta. Nykyään salkun arvo on kuitenkin noussut, ja oman pääoman osuus on kasvanut.

B: "No sen mä voin todeta, että velan käyttäminen on vaarallista puuhaa. Sen osalta niinku huonossa... tai no laskevia kurseja ei varsinkaan sillä rahalla kannata ostaa, koska usein se lasku jatkuu, ja sitten kun velkaa on paljon, niin kohta se oma pääoma on niinkun entinen. Et se on aina huono tilanne, mun arvion mukaan. Et pitää olla varovainen. [...] Tässä nousussa varsinkin... Nyt ei oo oikeestaan vuoteen ollu kovin paljoo velkaa, mutta aiemmin mulla oli velkaa välillä enemmän kuin omaa pääomaa."

C:llä myös oli pitkäaikaista kokemusta velkavivuttamisesta. Hän suhtautui lainalla sijoittamiseen kaikista haastatelluista positiivisimmin, ja hän näki, että siinä on paljon hyviä mahdollisuuksia. Erityisesti hän korosti, miten lainalla sijoittamisessa omaa pääomaa tarvitaan vähemmän, mutta kaikki tuotot kuitenkin jäävät itselle.

C: " [...] kasvatin lainavipuanikin tänä vuonna. Se oli tippunut 20 prosenttiin, mä oon 20 vuotta nyt pyörittänyt merkittävää lainavipua kans. Koska se lainavivun potentiaali on siinä, että se osittain muitten rahoilla pyörität, mut sä saat sen koko tuoton itselle. Et kyl se niinkun, puhutaan, että korkoa korolle, niin tää vipu on katalyysaattorina siinä, että se vaan kasvaa nopeammin."

A, D ja E kertoivat, etteivät ole koskaan sijoittaneet osakkeisiin velkarahalla. He eivät olleet kokeneet sitä itselleen tarpeelliseksi ainakaan toistaiseksi. Etenkin D ja E esittivät, etteivät usko velkavivun olevan heille kannattavaa suurten riskien takia. D vastaa myös vaimonsa sijoituksista, minkä takia hän puhuu me-muodossa varallisuudesta, joka kuuluu heille molemmille. Heillä on velkarahaa asuntosijoituksissa, mikä on sopinut heille, mutta osakkeisiin velkavipua ei ole koettu tarpeelliseksi.

A: " En oo koskaan velalla sijoittanut, velat on maksettu niinkun 20 vuotta sitten. Mutta jos tulis sellanen, sanotaan pörssiromahdus, ei sellasia romahduksia varmaan tulekaan... Sit mä kyllä hyödyntäisin sen, rohkeesti vaan."

D: " [...] velkaa me on otettu sijoitusasuntoihin, niinku sanoin siellä on kolmannes suurin piirtein velkavipua, mut pörssi-osakkeisiin ei ollenkaan. Tää on semantiikkaa, koska se raha on ihan samannäköistä, että näin, mutta se on kohdistettu aina sijoitusasunnon ostamiseen joskus aikanaan silloin. En niinkun oo lähteny siihen. Mä tiedän, et on aika paljon ihmisiä, mitkä käyttää, esimerkiks Nordnetis, mut tota, jonka tiedän, mut en käytä, et sieltä saa semmosen jonkunnäköisen luottolimiitin, ja ihan hyvillä ehdoillakin ilmeisesti. Ja sitä monet käyttää sit tämmöseen niinkun, ei nyt pelaamiseen, mut sanotaan tämmöseen aktiiviseen sijoittamiseen, missä sä ostat ja myyt, ja sit kun se on noussut, niin sä myyt, kotiutat voitot ja sit sä teet taas jotain muuta. Mut en mä sellaseen oo nähny tarpeelliseksi mennä."

E: "Sitä [velkavipua] en oo koskaan hyödyntänyt, et se on mun yks semmonen ehkä... Tai vois sanoo, et se on siinä, et se mun riskinsietokyky menee siinä, et normitilanteessa mulla on kaikki osakkeissa 100 prosenttia. No, pieni semmonen vararahasto aina pitää tietysti olla yllättäviä menoja varten, mut käytännössä kaikki on osakkeissa, kun on normitilanne. Mut siitä yli mä en mee, yli 100 prosentin sijoitusasteen, eli en käytä velkavipua."

Kuitenkin näistäkin sijoittajat E ja E myönsivät, että olisi mahdollista, että he hyödyntäisivät velkavivuttamista joissakin tilanteissa. A kertoi, että jos osakekurssit romahtaisivat, se voisi olla hänelle hyvä syy ja tilanne nostaa pankista lainaa, jonka sijoittaisi osakkeisiin. E puolestaan ajatteli, että jotta hän sijoittaisi osakkeisiin velalla, sijoitusten tulisi olla hyvin varmasti tuottoisia. Tämän hän perusteli sillä, että riski kasvaa suhteellisesti niin paljon velkarahalla sijoittaessa, että mahdollisuuden tappioihin tulisi olla hyvin pieni, jotta sijoituksissa onnistuisi.

A: "Jos tulis tämmönen oikein isokin korjausliike, sanotaan suuruusluokkaa 30 prosenttia, niin sit mä tekisin ekaa kertaa sillai, et mä ottaisin oikein kunnon semmosen

velkavivun. Eli omasta pankista ottaisın semmosen ison bullet-luoton ja sijoittaisin sen osakkeisiin.”

E: ”Ei mulla tohonkaan mitään sellasta kiveenhakattua sääntöä oo, et älä käytä velkavivua, mutta kumminkin se perusajatus, et sillon sen sijoituskeissin pitäis olla jotenkin tosi, tosi varma, tai sen hinnan pitäis olla ihan poikkeuksellisen halpa, et mä läh-tisin vivuttamaan, koska se riski kumminkin kasvaa tosi, tosi paljon sen jälkeen, jos käyttää velkaa.”

Velalla sijoittaminen ei ole sijoittajien mielestä kovinkaan yksiselitteistä, ja sen käyttöä pitäisi pystyä hyvin miettimään ennen siihen ryhtymistä. Kuten D:kin sanoi, niin sijoittaessa ei kannata kuvitella hankkivansa millään tavalla oikotietä onneen, vaan ennemmin tekee pitkäjänteistä ja harkittua työtä.

7 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

7.1 Johtopäätökset

Tässä luvussa esitellään, mitä on voitu päätellä tutkimuksen tuloksista, ja millaisia tulkintoja niistä on tehty. Tässä on yhdistetty aiemmin esiteltyä teoriaa, jotta voidaan kertoa, mitä ammattisijoittajien osakkeiden arvonmäärityksestä ja sijoituskäyttäytymisestä on voitu päätellä.

Tulosten teemoittelun myötä myös johtopäätökset on jaettu samantapaisesti, jotta ne ovat helposti luettavissa ja jäseneltävissä. Ne on jaettu viiteen aiheeseen, jotka ovat:

- Strategiset ja sivistyneet sijoittajat
- Tärkeintä tuntea yritys
- Yrityksen arvon määrittäminen
- Vastuullisuuden merkitys sijoittaessa
- Riskitekijät

Lyhyesti voi tiivistää ammattisijoittajien olevan strategisesti toimivia sijoittajia, jotka haluavat tuntea yritykset, joihin sijoittavat. He myös seuraavat markkinoita aktiivisesti, toimivat vastuullisesti eivätkä pelkää markkinoilla riskiä turhaan.

7.1.1 Strategiset ja sivistyneet sijoittajat

Haastateltujen sijoituspäätökset eivät perustuneet satunnaiseen osakepöimintaan, vaan kaikilla haastatelluilla oli ainakin suht selvä näkemys omasta sijoitusstrategiastaan. Sijoituspäätöksiä perusteltiin omilla kattavilla analyyseillä ja useista eri hankitun tiedon yhdistelemisellä ja arvioimisella. Hankittua tietoa haluttiin soveltaa omaan strategiaan sopivaksi. Sijoittajat olivat myös keskenään varsin erilaisia, kuten Musciutto ym. (2016) olivat havainneet suomalaisia sijoittajia tutkiessaan.

Sijoittajat eivät ole rationaalisia, passiivisilla sijoitusstrategioilla markkinoilla kauppaa käyviä kuten Faman (1970) tehokkaiden markkinoiden hypoteesissa oletetaan. Kuten DeBondt & Thaler (1995) ovat esittäneet, sijoittajat ovat sen

sijaan aktiivisia toimijoita, jotka myös toimivat systemaattisen epärationaalisesti. Myös haastatteluisissa sijoittajat kertoivat, että käyvät markkinoilla kauppaa aktiivisesti ja tekevät virheitä ajoittain.

Suurin osa sijoittajista ostaa ja myy osakkeita aktiivisesti, ja yksi haastatelluista kertoi myyvänsä vain hyvin harvoin, vaikka ostaakin useammin. Haastatellut kertoivat sijoittavansa pääasiassa pitkäaikaisesti, ja vain yksi kertoi sijoittavansa ainoastaan lyhytaikaisesti. Pitkäaikaisella sijoitustoiminnalla sijoittajat pyrkivät hyötymään valitsemiensa yritysten osakkeiden arvonnoususta. He ovat ennen sijoittamistaan olettaneet, että yrityksellä on kasvupotentiaalia ja hyvät tulevaisuuden näkymät, jotka toteutuessaan näkyvät yrityksen osakekurssin hinnan nousemisena. Myös lyhytaikainen sijoittaja näki osakkeissa samoja mahdollisuuksia, mutta hän ei itse aktiivisesti pyrkinyt määrittämään osakkeen arvoa.

”Osta ja pidä”-strategian mukaisesti toimiessaan sijoittajilla olivat valinneet portfolioonsa sellaisia osakkeita, joita he haluavat säilyttää salkussaan pitkän ajan, sillä he odottavat niiden kasvattavan arvoaan pitkällä aikavälillä. Myös Malkiel (1973, 145) esitti, että sijoittajalle on kannattavaa noudattaa kyseistä sijoitustapaa, koska osakkeiden on havaittu viime vuosikymmenten aikana kasvattaneen arvoa pitkällä aikavälillä hyvällä todennäköisyydellä. Pitkäaikaiset sijoittajat pyrkivätkin siis hyödyntämään tätä ilmiötä. He myös vihjasivat, että se toimii, ja kaikkien sijoittajien kannattaisi lähtökohtaisesti noudattaa sitä.

Sijoittajat mainitsivat haastatteluisissa yllättäen samat yhtiöt, jotka Norvestia (2016) oli nimennyt suomalaisten sijoittajien suosituimmiksi osakkeiksi sijoituskäyttäytymisestä kertovassa raportissaan. Kyseiset yhtiöt olivat joko haastateltujen lempiosakkeita tai muilla tavoilla heitä kiinnostavia. Tämä voi kertoa siitä, että haastatellut ovat seuranneet Helsingin pörssiä kuten muutkin suomalaiset sijoittajat ja pitäneet kyseisiä yhtiöitä kiinnostavina. Yhtiöt on voitu myös mainita siksi, koska ne ovat niin tunnettuja, ja ne ovat olleet hyvin paljon esillä menestyksensä tai saamansa mediahuomion vuoksi.

Jokainen sijoittaja kertoi tehneensä virheitä ja ylireagoineensa markkinoihin joskus. Ylireagointi on Keynesin (1936, 219) mukaan hyvin yleistä markkinoilla, ja markkinoiden muutoksiin suhtaudutaan usein liian herkästi. Kurssinousuihin ja -laskuihin ei yleensä osata varautua, ja niihin reagoidaan turhan voimakkaasti. Black (1986) esitti markkinoilla myös olevan kohinasijoittajia, jotka helposti ylireagoivat ja tekevät irrationaalisia sijoituspäätöksiä markkinoilla, koska heillä ei ole sisäpiiritietoa saatavilla. Myös haastatellut kertoivat, miten he ovat ylireagoineet ja uskoneet epävarmaan tietoon, jota ovat markkinoilta ja eri lähteistä saaneet, ja siksi päätyneet tekemään huonoja sijoituspäätöksiä.

Näiden sijoittajien mielestä sijoittamisessa tärkeää ja järkevää olisi muistaa säilyttää sekä maltti että hermot, eikä reagoida liian nopeasti tai herkästi muutoksiin. Usein liian nopeat reaktiot ja hetken mielijohteesta tehdyt päätökset johtivat heillä virheisiin ja ylireagointeihin. Sen sijaan, kun he olivat hetken aikaa miettineet ja pähkäilleet muutoksia ja uutta tietoa, he pystyivät paremmin ja selkeämmin ymmärtämään, mitä on tapahtunut, ja onko tarvetta muuttaa omia toimintatapoja tai käydä kauppaa. Joissakin tapauksissa, ja etenkin lyhytaikaisen sijoittajan mielestä, nopeat päätökset olivat myös johtaneet hyviin tuloksiin,

mutta pitkäjänteisyyttä ja harkintaa korostettiin vastauksissa kuitenkin enemmän.

Ylireagoinnin ja virheiden merkitystä kuitenkin korostettiin melkein positiivisella tavalla. Niitä pidettiin oman oppimisen ja kriittisen itsearvioinnin kannalta hyvin tärkeinä, sillä ne myös toivat kokemusta ja näkemystä markkinoiden ja yritysten toiminnasta. Etenkin tulevaisuuden ymmärtämiseksi ja arvioimiseksi moni sijoittaja kertoi, miten tehtyjen virheiden kautta voi jatkossa ehkä menestyä vieläkin paremmin ja uskaltaa ottaa ja sietää riskiä.

On mielenkiintoista, että haastatellut sijoittajat halusivat kertoa omista virheistään näin avoimesti. He kertoivat, kuinka olivat olleet samalla tavalla ylimielisiä ja liian itsevarmoja ajoittain, kuten Daniel ym. (1998) kertoivat sijoittajien tyypillisesti käyttäytyvän. Haastatellut myös nostivat esiin, miten toimivat itse-kriittisesti, jotta voivat oppia sijoituskäyttäytymisestään. He korostivat, kuinka tärkeää on miettiä, missä on onnistunut ja epäonnistunut.

Ammattisijoittajissa on ainakin jollakin tasolla samanlaisia piirteitä kuin institutionaalisissa sijoittajissa, jotka Grinblatt'n & Keloharjun (2000) tutkimuksen mukaan ovat tavallisia kotitalouksia sivistyneempiä sijoittajia. Toisin kuin suomalaisissa kotitalouksissa yleensä toimitaan, haastatellut sijoittajat pyrkivät välttämään Shefrinin & Statmanin (1985) esittämää dispositioefektiä. Haastatellut pyrkivät siis luopumaan nopeasti heikosti tuottavista tai tappiollisista osakkeista ja säilyttämään osakesalkussaan arvoaan kasvattaneet osakkeet. Vaikka osa sijoittajista myönsi, etteivät olleet aina onnistuneet siinä, niin he kuitenkin tietoisesti toimivat vastoin tuota yleistä ilmiötä.

Sivistynyt ja asiantunteva sijoittaja osaakin miettiä ja tarkastella omaa sijoittamistaan kuin ulkopuolisen silmin. Hän pystyy näkemään paremmin, milloin on tehnyt virheitä, ja miten voisi jatkossa toimia toisin ja estää niiden tapahtumisen. On totta, että siihen vaaditaan varmasti useita epäonnistumisiakin ennen kuin siihen oppii, mutta sillä tavalla voi kehittää itseään sijoittajana ja oppia ymmärtämään, miten ja miksi toimii niin.

7.1.2 Tärkeintä tuntee yritys

Suomalaisille epäammattimaisesti toimiville sijoittajille on tyypillistä suosia entuudestaan tuttuja yrityksiä (Grinblatt & Keloharju 2001). Tässä tutkimuksessa haastatellut eivät kertoneet saaneensa juuri mitään arvoa siitä, jos yritys on yleisesti hyvin nimekäs tai tunnettu. Päinvastoin he halusivat itse tutustua yhtiöihin ja ottaa niistä selvää mahdollisimman tarkasti ennen kuin tekivät sijoituspäätöksiä. He myös tahtoivat selvittää, kuinka laadukas yhtiö on heidän mielestään, ja onko se mahdollisesti aliarvostettu markkinoilla.

Haastatellut kertoivat, että heille tärkeintä on yrityksen arvoa määrittäessään pyrkiä tuntemaan yrityksen toiminta mahdollisimman hyvin. Pelkästään kulttuuristen ja sosiaalisten tekijöiden, kuten yrityksen kielen, arvojen ja toimintatapojen, tunteminen ei kuitenkaan riitä heille, vaan he pyrkivät ymmärtämään, miten yritys toimii, mitkä ovat sen vahvuuksia ja heikkouksia, ja miten se mahdollisesti tulevaisuudessa menestyy.

Tämä on linjassa Clark-Murphyn ym. (2004) havaintojen kanssa, sillä he haavoitsivat sijoittajien pitävän tärkeinä sijoitusperusteina yrityksen johtoa ja yrityksen toiminnan tuntemista ylipäätään. Kuten haastatellut sijoittajat kertoivat, heille on tärkeintä tuntee, miten yritys toimii, ja ketkä siellä tekevät päätöksiä. He kertoivat myös, että pitivät yrityksen vahvaa, toimivaa johtoa hyvänä indikaattorina yrityksen tulevaisuuden näkymistä.

Johdon voidaan ajatellakin toimivan yrityksen näkyvimpänä edustajana, joka voi hyvin toimiessaan tarjota sijoittajille tärkeää tietoa yrityksen suoriutumisesta ja kilpailukyvystä nyt ja tulevaisuudessa (Clark-Murphy ym. 2004). Johdon tuntemiseksi haastatellut kertoivat arvioivansa esimerkiksi johdon puheita ja kehonkieltä, jotka voivat kertoa siitä, miten näiden henkilöiden puheisiin yrityksen tilasta tulisi suhtautua. He myös saivat johdolta tärkeitä tietoja markkinoiden tilasta ylipäätään, ja pystyivät vertaamaan tätä tietoa muuhun hankkimaansa informaatioon.

Haastatellut ammattimaisesti toimivat ja menestyneet sijoittajat eroavat suurimmasta osasta suomalaisia sijoittajia kenties siitä syystä, että he ovat hyvin kiinnostuneita syventymään yritysten toimintaan. Heillä voi myös olla enemmän aikaa tutustua ja keskittyä yhtiöihin kuin tavallisilla sijoittajilla, joista suurin osa kuitenkin käy päivätöissä toisin kuin suurin osa tässä tutkimuksessa haastatelluista sijoittajista.

Kahneman & Tversky (1974) esittivät, että sijoittaminen on vahvasti todennäköisyyksien arvioimista arvonmäärityksen suhteen. Sijoittaja miettii, kuinka osakkeen hinta ja arvo voivat tulevaisuudessa kehittyä, ja millaisia ennusteita hän voi tehdä, vai voiko ylipäätään ennustaa mitään markkinoiden kehityksestä. Osa sijoittajista kertoi muodostavansa esitetyn ja hankkimansa tiedon avulla erilaisia markkinaennusteita ja mahdollisia lopputulemia. Baker ym. (1973) olivat esittäneet, että sijoittajille onkin hyvin tärkeää miettiä, miten yritys kehittyy tulevaisuudessa, ja miten historiallista dataa voi hyödyntää tulevaisuuden näkymien arvioimisessa. Tätä tukee myös Willinger'n ym. (1999) havainto siitä, että historiallisella tiedolla on mahdollista tehdä markkinaennusteita, sillä markkinat eivät aina toimi tehokkaasti.

Kahneman & Tversky (1974) esittivät, että ongelmallista voi olla, jos yksilöt eivät välttämättä tiedosta, kuinka luotettavaa tai tarkkaa heidän tietonsa on, tai jos he eivät myöskään osaa arvioida tai ennustaa annetun tiedon pohjalta. Kuitenkin tämänkin suhteen haastatellut sijoittajat yllättivät positiivisesti ja osoittivat, että he todella miettivät, mistä heidän tietonsa on peräisin, ja keräävät sitä monipuolisesti eri lähteistä ottaen huomioon mahdollisimman monia eri asioita ennen kuin tekevät sijoituspäätöksiään. Moni tavallinen sijoittaja ei ehkä osaisi tai jaksaisi nähdä yhtä paljon vaivaa tiedon analysointiin, mutta sitä kuitenkin voidaan pitää hyvin olennaisena tekijänä todennäköisyyksien arvioimisessa.

Haastatellut kertoivat olevansa aktiivisempia toimijoita kotimaan osakemarkkinoilla kuin ulkomailla ja hyödyntävänsä kotikenttätietoa, jossa sijoittajat hyötyvät kotimaisten yritysten tuntemisesta ja mahdollisesti helpommasta tiedonsaannista. Sijoittajille onkin tyypillistä toimia pääasiassa pelkästään kotimaansa markkinoilla (French ym. 1991; Cooper ym. 1994; Tesar ym. 1995). Kuten

Haastatellut kertoivat, ettei kansainvälisen portfolion luomiseen tarvita ulkomaisia sijoituksia, sillä samaa kansainvälisen hajauttamisen hyötyä voi saada myös sijoittamalla suomalaisiin kansainvälisesti toimiviin yrityksiin, kuten Cooper ym. (1994) ovat myös esittäneet.

Osalla haastatelluista oli kontakteja suomalaisten pörssiyritysten johtoon ja hallituksen jäseniin. Tämä voi tehdä haastatelluista sijoittajista pätevämpiä ja tietoisempia verrattuna tavallisiin piensijoittajiin, joilla tuollaisia kontakteja tuskin on. Ammattisijoittajilla voikin olla mahdollisuus tietää enemmän ja paremmin sijoituskohteistaan, mikä voi myös vaikuttaa näiden mahdollisuuksiin saada tavallista parempia tuottoja. Tällöin Faman (1970) esittämä teoria tehokkaista markkinoista ei toteutuisi, sillä kaikki arvopapereihin liittyvä tieto ei olisi kaikkien sijoittajien saatavilla yhtäläisesti, vaan osa markkinoilla toimijoista pystyisi hankkimaan tietoa, jota ei muiden saatavilla olisi. Vaikka sijoittajat eivät kerro neet, että heillä olisi varsinaista Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ((EU) N:o 596/2014) mukaista sisäpiiritietoa mistään yrityksestä, ainakin osalla heistä on tavallista sijoittajaa enemmän tietoa yritysten toiminnasta.

Yrityksen tuntemiseen liittyy myös se, millainen kuva yrityksestä välittyy sen ulkopuolisille sidosryhmille. Yrityksellä on myös itsellään mahdollisuus yrittää vaikuttaa siihen, millaisen kuvan se antaa itsestään ulkopuolelleen. (Abratt 1989.) Usea haastateltu sijoittaja kertoi seuraavansa useiden eri medioiden kautta yritysten toimintaa ja muodostavansa niiden kautta kuvan yrityksistä. Jotkut sijoittajat kuvailivat haastatteluissa nimenomaan sitä, millaisen kuvan he olivat saaneet yrityksistä. Harvoilla on varmaa tietoa siitä, miten yrityksillä todellisuudessa menee, koska yritykset eivät voi eivätkä halua paljastaa kaikkea julkisuuteen, joten sijoittajillekin jää usein ainoaksi vaihtoehdoksi luoda oma näkemys yrityksestä.

Joillekin sijoittajille tietyt yritykset olivat sellaisia, etteivät haluaisi sijoittaa niihin mielellään tai ollenkaan. Nämä yritykset olivat toimineet esimerkiksi vastoin sijoittajien arvoja tai muulla tavalla osoittaneet, ettei niiden toiminta ole näiden sijoittajien mielestä kannattavaa. Hyvinä esimerkkeinä tällaisista yrityksistä mainittiin kulutusluottoja myöntävät ja tupakka- ja aseollisuuksiin liittyvät yritykset.

7.1.3 Yrityksen arvon määrittäminen

Sijoittajilla oli erilaisia tapoja määrittää yrityksen arvoa, ja osa koki sen tärkeämmäksi kuin toiset. Kaikki haastatellut sijoittajat analysoivat ainakin jollain tasolla, miten yritys toimii markkinoilla, ja millainen asema sillä on kilpailijoihinsa verrattuna.

Osa haastatelluista koki, ettei yrityksen arvon määrittämisessä merkitystä ole sillä, mikä yrityksen arvo on kyseisellä hetkellä, vaan merkitystä on ainoastaan sillä, onko arvon mahdollista nousta tulevaisuudessa. Arvonmäärittämiselle hyödyntämätön sekä eräs toinen sijoittaja kertoivatkin, että mallien avulla on vaikeaa arvioida, miltä yrityksen tulevaisuus näyttää, koska yksittäiset luvut eivät vielä kerro paljon yrityksen tilasta ja tulevaisuuden näkymistä. Myös moni tunnuslukuja arvonmäärittämisessä hyödyntävä sijoittaja huomautti, ettei

lukuihin saa luottaa sokeasti, ja niitä pitäisi osata tulkita sekä kyseiseen yritykseen että senhetkiseen markkinatilanteeseen suhteuttaen.

Yrityksen arvon määrittämisessä selkeästi eniten hyödynnettiin yrityksen kannattavuudesta sekä liikevaihdosta ja -tuloksesta kertovia tunnuslukuja, kuten P/B ja P/E. Niiden suosiota perusteltiin helppokäyttöisyydellä ja sillä, että niistä saa nopeasti tarvittavan tiedon yksinkertaisessa muodossa. Niitä on myös helpoa vertailla keskenään, ja haastatellut kertoivat voivansa tehdä niistä itse analyysyjä. Tilinpäätöstietojen koettiin myös heijastavan yrityksen arvoa hyvin, kuten Ou ym. (1989) olivat esittäneet.

Toisin kuin Malkiel (1973, 24) esitti Random Walk -teoriassaan, että lyhyen aikavälin osakkeen hinnan muutosta ei voi arvioida, eikä mistään arvonmäärittäsmalleista tai tuottoennusteista ole apua sijoittamisessa, haastatellut sijoittajat pitivät niitä tärkeinä osina sijoitusstrategioissaan. Myös Kendall ym. (1953) esittivät, ettei osakkeen historiallisella tiedolla voida arvioida, miten osakkeen hinta tulevaisuudessa kehittyä. Monet haastatellut ymmärsivät, että lyhyellä aikavälillä on vaikeaa ennustaa, miten osakkeen hinta muuttuu, mutta he kuitenkin olivat pääsääntöisesti sitä mieltä, että arvon määrittäminen kannattaa, etenkin pitkällä aikavälillä. Heidän omien kokemuksiensa mukaan osakkeiden hintakehityksen seuraaminen ja aktiivinen salkunhallinta edesauttavat sekä yksittäisten osakkeiden että koko salkun tuottokehityksiä.

Sijoittajat myös kertoivat, että heidän saamansa tuotot eivät ole välttämättä johtuneet pelkästään onnistuneista arvonmäärittäyksistä. He myönsivät, että ostamalla ja pitämällä osakkeita pitkän aikaa voi saada hyviä tuottoja. Malkiel (1973, 145) on myös esittänyt, että usein markkinoilla sijoittajilla on tapana erehtyä luulemaan osakkeiden tuottaneen hyvin juuri teknisen analyysin ansiosta, vaikka tuotot ovat voineet johtua vain kyseisestä ”osta ja pidä”-strategiasta. Jossakin määrin haastateltujen onnistuneet sijoitukset ovat voineet johtua tuurista ja onnesta markkinoilla, mutta kaikkea he eivät kuitenkaan laittaisi niiden piikkiin, vaan myös arvon määrittämisestä he uskovat olleen hyötyä.

Aiemmassa kandidaatintutkielmassani (Pölkki 2017) neljä piensijoittajaa kertoi, etteivät he juurikaan käytä arvonmäärittäsmalleja, mikä oli varsin yllättävä tulos. Tässä tutkimuksessa haastatelluille ammattisijoittajille arvonmäärittäsmallit olivat kuitenkin huomattavasti merkittävämmässä roolissa, ja ne olivat tärkeä osa sijoituspäätöksentekoa. Arvonmäärittäsmalleja hyödynsivätkin ainakin jossain määrin yhtä lukuun ottamatta kaikki haastatellut.

Bhattacharya (1979) on esittänyt, että sijoittajat voivat pitää osinkotuottoja vahvana näyttönä yrityksen kilpailukyvyn säilyttämisestä ja menestyksestä. Sijoittajien saama informaatio yrityksistä on epätäydellistä, joten osinkotuotot toimivat hyvänä ennusteena odotettavista rahavirroista. Osinkotuottoja pidettiin mahdollisina hyvinä indikaattoreina siitä, miten yrityksen arvo voi tulevaisuudessa kehittyä, ja minkälaisen kuvan yrityksen johto osinkoja maksamalla antaa sen toiminnasta. Vaikka osinkotuotto ei ollut ensisijainen arvonmäärittäksen mittari, niin osinkoihin kiinnitettiin silti huomiota, ja niitä arvostettiin. Saadut osingot olivat aina sijoittajille tervetulleita, ja toisinaan niitä myös pyrittiin hankkimaan järkevillä sijoituspäätöksillä.

Arvonmäärityksessä osinkotuotoilla ei tässä tutkimuksessa haastateltujen mukaan ollut suurta roolia. Neljä piensijoittajaa kandidaatintutkielmassani (Pölkki 2017) kuitenkin kertoi, että juuri osinkotuotoilla on eniten merkitystä osakkeiden arvonmäärityksen kannalta. On hieman erikoista, että suhtautuminen osinkotuottoihin eroaa näin vahvasti näiden haastattelujen osalta. Voi olla, että ammattisijoittajat pyrkivät hyötymään enemmän yrityksen pitkän tähtäimen arvonnoususta kuin usein maksettavista osingoista, ja silloin osinkotuotot ovat suhteessa mahdolliseen arvonnousuun niin pieniä, että niiden merkityskin on vähäistä.

Haastatellut kertoivat, että he realisoivat osakkeissa kiinni olevaa omaisuuttaan yleensä vain silloin, kun heillä on pääoman tarvetta esimerkiksi auton tai kesämökin ostoa varten. Osa heistä myös sanoi, että usein sijoittaa osingoista saadut tuotot suoraan osakkeisiin eikä nosta niitä tililleen likvidiin muotoon, käytettävissä olevaksi rahaksi. Voikin olla, että kyseisille piensijoittajille osinkotuotot ovat nimenomaan käyttörahaksi päätyvää, kun taas näillä haastatelluilla ammattisijoittajilla osingot päätyvätkin portfolion lisäykseksi, eivätkä saadut osingot siksi ole niin merkittäviä heille.

7.1.4 Vastuullisuuden merkitys sijoittaessa

Miller (1992) on esittänyt, että sijoittajaa voi kiinnostaa sijoittaa sellaisiin yrityksiin, jotka ovat yhteiskunnallisesti vastuullisia. Haastatteluissa kuitenkin yllätti se, miten vähän yritystoiminnan vastuullisuutta loppujen lopuksi korostettiin osana sijoituspäätöksiä. Koska vastuullisuus on nykyään niin tunnettu ja voimakkaasti esiin nostettu teema, sen olisi voinut kuvitella painottuvan hieman enemmän myös haastateltavien vastauksissa.

Yrityksen markkina-arvon ja markkinoilla hyvin suoriutumisen on havaittu korreloivan positiivisesti yrityksen sosiaalisesti vastuullisen toiminnan kanssa (Luo & Bhattacharya 2006; Barnett & Salomon 2006; Carter, Kale & Grimm 2000). Myös monet sijoittajat olivat havainneet tämän, ja he näkivät esimerkiksi ilmastomuutoksen olevan yksi tämän hetken megatrendeistä. Koska ympäristön kannalta vastuullisesti toimiminen on tärkeää, ja sen merkitys koko ajan kasvaa, on myös tästä megatrendistä hyötyä kannattavien ja tuottoisien yritysten valinnassa. Voi siis sanoa, että vastuullisesti toimiva yritys on markkinoilla kannattavampi, koska sen arvo kasvaa ja yritys suoriutuu paremmin kuin kilpailijansa.

Vastuullisesti toimivat yritykset ovat Davis'n (1973) mukaan sellaisia, jotka voivat toimia sosiaalisesti tai ympäristöllisesti hyvällä tavalla vaikuttaen. Osa sijoittajista oli tästä samaa mieltä ja kertoi, miten heidän sijoituskohteissaan on sellaisia yrityksiä, jotka ovat voineet vaikuttaa positiivisesti muun muassa ympäristöön ja sen kehittämiseen.

Sijoittajat kokivat, ettei vastuullisuus muuten ollut heille mitenkään ratkaiseva tekijä sijoituspäätöksenteossa. Ensisijaisesti sijoittajat halusivat valita vain yrityksiä, jotka ovat tuottoisia, tai joilla on hyvät tulevaisuudennäkymät, mutta monet kuitenkin olivat tietoisia yritysten vastuullisesta toiminnasta. Moni myös kertoi hieman yllpeästi, kuinka vastuullisia osa heidän omistamistaan yrityksistä on.

Ympäristöministeriön (2001, 7) selvityksen mukaan sijoittajat ovat entistä kiinnostuneempia yritysten ympäristöstrategioista ja toiminnan vaikutuksista, ja he saattavat välttää yrityksiä, joiden toiminta ei ole ympäristöystävällistä. Sijoittajista huomasi, että he olivat valveutuneita, ja heitä kiinnosti, miten yritykset voivat vaikuttaa vastuullisesti. Moni oli myös selvittänyt tarkemmin, miten tämä vastuullisuus näkyy yritysten toiminnassa, ja miten sitä jatkossa kehitetään niissä. Lisäksi monet kertoivat, että eivät ole halunneet sijoittaa ympäristön kannalta haitallisesti toimiviin yrityksiin.

Ympäristöllä voi olla merkittävä rooli sijoituspäätöksenteossa. Sijoittajien kiinnostus yritysten ympäristöstrategioita ja toiminnan vaikutuksia kohtaan on kasvanut. Heille voi olla tärkeää sijoittaa sellaiseen yritykseen, joka panostaa ympäristöllisestikin kannattavaan liiketoimintaan, ja he saattavat välttää sellaisia yrityksiä, joiden toiminta ei ole ympäristöystävällistä. Lisäksi on mahdollista, että sijoittaja keskittyy erityisesti ympäristölähtöiseen sijoittamiseen. (Ympäristöministeriö 2001, 7.)

Yrityksen vastuuttomuus oli kuitenkin selvästi ratkaisevammassa roolissa kuin vastuullisuus, jota vaikutettiin pidettävän jopa oletusarvoisena asiana jokaiselle kannattavasti toimivalle suomalaiselle yritykselle. Jos yritys toimi sijoittajien mielestä vastuuttomasti, sijoittajat eivät halunneet sijoittaa siihen, vaikka se olisikin voinut olla kannattava sijoitus. Haastatellut myös kertoivat, että usein tällaiset vastuuttomasti toimivat yritykset eivät edes toimi kannattavasti, mikä näkyy esimerkiksi tupakkateollisuudessa, kun tupakointi ei ole enää yhtä suosittua kuluttajien keskuudessa. Tässäkin siis näkyy, kuinka trendit voivat vaikuttaa yritysten kannattavuuteen.

Sijoittajat vaikuttivat ajattelevan, että yritykset itse ovat vastuussa oman toimintansa vastuullisuudesta, eikä heidän tehtävänään ole sijoituspäätöksillä vaikuttaa tai painostaa yrityksiä toimimaan vastuullisemmin. Sijoituspäätöksillä ei siis koettu ehkä olevan samanlaista vaikutusta kuin normaaleilla kulutustottumuksilla, kuten ruoka- tai vaateostoksilla. Tässä sijoittajat olivat eri mieltä kuin Aspara ym. (2008) havainnoissaan yrityksen tuotteiden tai palveluiden ja osakkeen yhtenevästä vastuullisuusnäkökulmasta. Tutkimuksessaan he esittivät sijoittajien pyrkivän kuluttamaan sellaisen yrityksen tuotteita tai palveluita, jotka ovat vastuullisesti tuotettuja ja vastuullisia valintoja, sekä myös suosivan näitä yrityksiä osakkeita poimiessaan, koska yritystä myös pidetään vastuullisena.

Kaikki haastatellut sijoittajat myönsivätkin kysyttäessä, että vastuullisuus ei koskaan heille ole sellainen tekijä, joka olisi tärkeämpi kuin yrityksen tuottavuus tai kannattavuus. Harva haluaisikaan sijoittaa osakkeisiin pelkästään sijoittamisen ja vastuullisuuden ilosta varsinkaan, jos tarkoituksena on tavoitella tuotteita. Eräät haastatellut kuitenkin kertoivat, että start-up-sijoituksissaan he kuitenkin toimivat niin, että sijoittajat varallisuuttaan ilman tuotto-odotuksia. He jopa kokivat sen hyvin vastuulliseksi ja hyvää tekeväksi toiminnaksi, jossa he, joilla on siihen mahdollisuus, voivat auttaa muita yhteiskunnassa.

Kaikessa sijoitustoiminnassa ei siis ole samat tuottovaatimukset ja -odotukset, vaan ne voivat vaihdella riippuen siitä, millaisesta sijoitustoiminnasta on kyse. Osakemarkkinoilla tällainen hyväntekeväisyystoiminta ei ehkä ole niin

näkyvää ja olennaista, koska pörssiyritysten on mahdollista kerätä pääomaa paljon helpommin sekä saada näkyvyyttä toiminnalleen. Siksi myös sijoittajilla voi olla kovemmat vaatimukset, ja tuottojen merkitys korostuu.

7.1.5 Riskitekijät

Haastatteluissa ilmeni sijoittajien kokevan, ettei riskiltä voi välttyä, mutta markkinoita ja siellä tapahtuvia muutoksia ei kannata turhaan pelätä. Riski on aina läsnä osakemarkkinoilla, mutta sitä voi hallita, ja ennen kaikkea siihen suhtautumista tulisi hallita sijoittajien mukaan. Riskienhallinta on mukana sijoittajien strategioissa, ja he miettivät sitä päivittäin kauppaa käydessään sekä mahdollisia ja nykyisiä sijoituksia arvioidessaan.

Sharpe (1964) esitti, että mitä todennäköisemmin arvopaperin hinta voi vaihdella, eli mitä suurempi riski on, sitä korkeampaa tuottoa sijoittaja vaatii arvopaperilta. Tämä näkyi myös sijoittajien vastauksissa, sillä he vaativat korkeaa tuottoa, mutta olivat myös valmiita sietämään osakkeiden mahdollista, suurtakin, hintojen vaihtelua. Useat sijoittajat kertoivat, että heille on tärkeää saada riittävän tasoista tuottoa osakemarkkinoilta. Osa heistä tavoitteli samansuuruista tuottoa kuin indeksi, mutta osa asetti tavoitteensa vielä sitäkin korkeammalle.

Hinnan vaihtelun sietäminen ja ymmärtäminen näkyi ehkä myös siinä, miten osa sijoittajista korosti pitkäjänteisyyden merkitystä sijoittaessaan. He olivat sitoutuneet pysymään omissa sijoitusstrategioissaan ja -päätöksissään, ja ymmärsivät, että saadakseen mahdollisia tuottoja heidän vain täytyy säilyttää malttinsa markkinoilla ja sietää markkinoiden muutoksia.

Osa haastatelluista kuitenkin ilmaisi huolensa mahdollisesta tulevasta rahoitusmarkkinoiden laskukaudesta, josta myös Suomen Pankki (2019) on kertonut raportissaan. Maailmantalouden kasvu on jo hidastunut, kauppasodan vaikutukset ovat nähtävillä, ja epävarmuus markkinoilla on lisääntynyt. Sijoittajat kokivat markkinoiden olevan riskipitoisemmat kuin aiemmin ja olivat varautuneet mahdolliseen laskuun muun muassa nostamalla varallisuuttaan pois osakkeista. Tämä kertoo vahvasti siitä, miten sijoittajat ovat varautuneet osakkeiden hintojen laskuun, ja miten he hallitsevat riskiä markkinoilla. Markkinoiden laskua sijoittajat eivät kuitenkaan kertoneet pelkäävänsä, vaan päinvastoin sitä odotetaan, sillä sen koetaan tarjoavan hyviä mahdollisuuksia ostaa hyviä yrityksiä matalammilla hinnoilla.

Haastatellut sijoittajat ottivat myös hyvin huomioon sen, miten eri tavoilla erityyppiset ja eri vaiheissa olevat yritykset kantavat riskiä ja reagoivat markkinoiden heilahduksiin. Treynor, Priest Jr, Fisher & Higgins (1968) esittivät, miten jotkin markkinoilla toimijat, kuten nopeasti kasvavat ja erittäin velkaantuneet yritykset, voivat olla hyvin herkkiä arvon nopealle muuttumiselle. Ne ovat tavallisesti yrityksiä, joissa sijoittajat ymmärtävät riskin olevan tavallista korkeampi, mutta joista he myös vaativat korkeampaa vastinetta sijoittamalleen pääomalle.

Kuten Markowitz (1952) on esittänyt, sijoittaja voi hallita sijoitustensa kokonaisriskiä hajauttamalla. Sijoittajat kokivatkin, että tärkein keino hallita sijoitustensa riskiä on hajauttaa varallisuuttaan eri osakkeisiin, eri toimialoille sekä erityyppisiin sijoituskohteisiin. Kaikki haastateltavat suosittelivat hajauttamaan

osakesalkun riittävälle tasolle, mutta he myös totesivat, että tiettyyn määrään asti hajauttaminen toimii, kunnes hajauttamisesta saatava hyöty ei enää ole tarpeellinen. Tällöin salkun kokoa ei välttämättä enää kannata kasvattaa, jotta sen hallinta ei käy liian hankalaksi.

Sijoittajat kertoivat hajauttavansa sijoituksiaan ja pyrkivänsä pitämään huolta, että heidän osakesalkkunsu on tarpeeksi hajautettu. Goetzmann & Kumar (2008) esittivät ammattisijoittajien olevan epäammattimaisesti toimivia sijoittajia parempia hajauttamaan salkkuaan, mikä vaikuttaa pitävän paikkaansa myös näiden haastateltujen kohdalla. Sijoitusten hajauttaminen otettiin huomioon sijoituspäätöksiä tehdessä, ja esimerkiksi samalle toimialalle ei mielellään sijoitettu useaan samankaltaisen yrityksen kautta, ellei siihen ollut jotakin poikkeuksellista syytä tai tarvetta.

Velalla sijoittamiseen suhtauduttiin melko varovaisesti, sillä sen koettiin olevan hyvin riskipitoista toimintaa. Sijoittajat ymmärsivät, miten riski kasvaa eksponentiaalisesti velkapääoman kasvaessa, kuten Baxter (1967) oli esittänyt. He myös ymmärsivät, kuinka velkapääomalla sijoittaessa on mahdollista saada parempaa tuottoa omalle pääomalle, kun oman pääoman tarve pienenee, mutta suhtautuivat silti varauksella velkavivuttamiseen.

Osalla haastatelluista ei ollut velkavivuttamisesta mitään kokemusta, kun taas osa oli jo vuosia harjoittanut lainarahalla sijoittamista. Sijoittajat kertoivat, että velalla sijoittaminen voi kannattaa, jos ymmärtää, mitä riskejä siinä on, ja jos osaa pitää huolta velastaan. Lisäksi moni velkavipua hyödyntämätön sijoittaja ajatteli pitävänsä sitä mahdollisuutena joskus tulevaisuudessa, jos markkinoilla lainan korot ovat matalia, ja vierasta pääomaa saa tavallista edullisemmin.

Haastatellut muistuttivat, että velasta täytyy pystyä itse huolehtimaan, jotta ei ajaudu ongelmiin velkojan kanssa. Ylipäättään sijoittamisessa pidettiin kenties tärkeimpänä asiana muistaa, mitkä ovat sijoittajan omat mahdollisuudet ja rajoitteet, ja keskittyä sijoittamaan niin kuin itselle sopii – ei kuten muut tekevät tai neuvovat. Kuten Sharpe (1964) on esittänytkin, sijoittaja itse arvioi ja päättää, miten hän sietää sijoitustensa arvojen heilahteluja ja mahdollista epävarmuuden tunnettaan.

7.2 Tutkimuksen arviointia

Tutkimuksessa haluttiin selvittää, miten ammattimaisesti toimivat sijoittajat arvostavat osakkeita, mitkä asiat vaikuttavat sijoituspäätökseen, ja miksi he toimivat sijoittaessaan niin. Tutkijan kuuluu arvioida, kuinka hän on onnistunut tutkimuksessaan, ja onko tutkimus toteutettu riittävän hyvin.

Tässä luvussa arvioidaan, kuinka tutkimuksessa on onnistuttu kokonaisvaltaisesti, ja pohditaan, mitä olisi ehkä voitu tehdä toisin. Vaikka tutkimuksen arvioinnissa jaetaan analyysi useampaan osaan, laadullisessa analyysissä osat kuitenkin liittyvät vahvasti toisiinsa ja tapahtuvat usein osittain päällekkäinkin (Hyvärinen, Nikander & Ruusuvoori 2010, 9-10).

Tätä tutkimusta oli hyvin mielenkiintoista tehdä, ja se toivottavasti näkyikin. Tutkija käytti tähän aikaansa loppujen lopuksi alkuperäistä tarkoitustaan enemmän, mutta koska aihe ja haastatellut sijoittajat kiehtoivat, tähän oli mielenkiintoista syventyä.

7.2.1 Aineisto

Laadullisessa analyysissä aineistoa kohdellaan kokonaisuutena. Sen ajatellaan muodostavan jonkin yhtenäisen loogisen kokonaisuuden, jolle pyritään selvittämään yksittäisiä havaintoja ja tulkintoja yhdistäviä ominaisuuksia. Tällöin vaaditaan absoluuttisuutta, jossa kaikki luotettavina pidetyt ja selvitetävät seikat tulee kyetä selvittämään niin, etteivät ne ole ristiriidassa esitetyn tulkinnan kanssa. (Alasuutari 2011, 31.)

Laadullinen analyysi koostuu kahdesta toisiaan täydentävästä ja myös yhtenevästä vaiheesta: havaintojen pelkistämisestä ja arvoituksen ratkaisemisesta. Ensimmäisessä vaiheessa aineistoa tarkastellaan vain yhdestä tietystä näkökulmasta, jolloin keskitytään tutkimaan aineistoa teoreettisen viitekehyksen ja kulloisenkin kysymyksenasettelun puitteissa ja erottamaan olennaiset asiat. Näin ollen tekstistä voidaan tehdä "raakahavaintoja", jotka auttavat hahmottamaan ja hallitsemaan aineistoa paremmin. Tämän jälkeen näitä havaintoja yhdistellään, jotta saadaan karsittua havaintojen määrää ja etsimällä niille yhteisiä piirteitä tai muita tekijöitä. Jälkimmäisessä vaiheessa aineistosta tuotetuista johtolangoista ja käytettävissä olevista vihjeistä voidaan tulkita merkityksiä tutkittavasta ilmiöstä. (Alasuutari 2011, 31-35.) Muodostettavassa rakennekokonaisuudessa osatekijöihin kuuluu tietty keskinäinen yhteenkuuluvuus, jota on pakko noudattaa myös niitä järjestettäessä, jottei hävitetä tätä perustavanlaatuisia ominaisuuksia (Renvall 1983, 138).

Tässä tutkimuksessa aineistoa alettiin tarkastella aluksi juuri tutkimuskysymysten kannalta. Koska osa haastatteluissa esitetyistä kysymyksistä olikin hyvin samankaltaisia kuin tutkimuskysymykset, ne auttoivat poimimaan haastatteluista tärkeimmät kohdat ja tulokset. Esimerkiksi sijoittajien osakkeen arvonnäilymenetelmiin oli helppoa saada selkeitä vastauksia, koska niistä voitiin kysyä suoraan haastatteluissa. Kuitenkin aineistosta saatiin tuohonkin kysymykseen paljon tukea ja muita vastauksia muualtakin, eikä pelkästään niistä kohdista, joissa haastatellut suoraan vastasivat kyseiseen kysymykseen.

Aineistoa useaan kertaan lukiessa oli helppoa tehdä raakahavaintoja, poimia yhteneväisyyksiä ja eroavaisuuksia sekä kirjata ylös toistuvia teemoja. Omien merkintöjen tekeminen ja tekstistä tärkeiden asioiden korostaminen yli- viivaustussilla olivat tutkijalle aineiston käsittelyssä merkittävässä roolissa. Ne selkeyttivät aineiston hallintaa ja auttoivat nostamaan esiin tärkeitä kohtia.

Luborsky (1994) määrittelee teeman tietynä toistuvana asiana tietyn haastateltavan haastattelussa. Teemoittelulla tarkoitetaan aineistosta saatavia toistuvia piirteitä, jotka ovat yhteisiä usealle haastateltavalle – tai yhdelle, jos haastateltavia on vain tämä yksi. Nämä teemoittelemalla saadut piirteet voivat olla samoja kuin teemahaastattelussa käytetyt teemat, ja odotettavissa onkin niiden

nousevan esiin. Niiden lisäksi kuitenkin tyypillisesti tutkija saa aineistosta muitakin teemoja, jotka ovat varsinaisia lähtöteemoja usein myös mielenkiintoisempia. (Hirsjärvi ym. 2008, 173.)

Teemoittelu toteutettiin tässä tutkimuksessa poimimalla aineistosta aluksi kaikki sellaiset seikat, jotka toistuivat aineistossa, ja joissa tutkija havaitsi olevan tutkimuksen kannalta olennaista tietoa. Ne on myös esitetty liitteessä 1. Kaikista näistä asioista koottiin lista, johon aluksi vain kirjattiin kaikki ylös satunnaisessa järjestyksessä aineiston ja merkintöjen pohjalta. Sen jälkeen mietittiin, kuinka niitä voi yhdistellä, ja mitkä kohdat liittyvät toisiinsa. Näistä muodostettiin alustava lista tutkimuksen tärkeimmistä teemoista, joka esitetään tutkimuksen lopussa liitteessä 1.

Kvalitatiivista tutkimusta tehdessä tutkija ottaa huomioon muun muassa aineiston merkittävyyden, riittävyden, kattavuuden sekä arvioitavuuden ja toistettavuuden (Mäkelä 1990, 47-48). Tutkimuksen merkittävyyden kannalta on oleellista huomioida haastateltujen ammatit ja haastattelijan ja haastateltujen väliset suhteet; kaikki haastatellut ovat toimineet sijoittamisen parissa ammattimaisesti vuosikymmenien kokemuksella, ja he olivat entuudestaan haastattelijalle tuntemattomia. Haastateltuja pystyi pitämään pätevinä vastaamaan tähän tutkimukseen, eikä heidän sijoituskokemuksiaan ole ollut syytä epäillä.

Aineisto on kylläinen, kun se on riittävä, jolloin uusia haastatteluita tai havaintoja lisätessä niistä ei enää synny aineistoon uusia piirteitä, eivätkä tehdyt tulkinnat muutu. (Mäkelä, 1990, 52.) Tässä tutkimuksessa viiden haastateltavan uskottiin riittävän tutkimuksen toteuttamiseen ja johtopäätösten tekemiseen, jotta saatiin hyviä tutkimustuloksia. Riittävän aineiston määrästä tässä ei voitu olla varmoja, mutta lopputuleman mukaan aineistoa saatiin sopiva määrä. Tuloksia ei ole ollut tarkoitus yleistää koskemaan kaikkia sijoittajia, vaan haluttiin keskittyä tutkimaan ainoastaan, mitä nämä haastateltavat kertoivat, ja kuinka heillä oli tapana käyttäytyä osakemarkkinoilla.

Mäkelä (1990, 53) tarkoittaa analyysin kattavuudella sitä, ettei tutkija tulkitse asioita satunnaisten poimintojen perusteella. Haastatteluissa käsiteltiin samantyyppisiä kysymyksiä ja teemoja kaikkien haastateltavien kanssa. Kvalitatiivisen aineiston hallittavuuden ja käsittelyn helppouden kannalta oli olennaista, että haastattelija pystyi pysymään hyvin tutkimusaiheessaan koko haastattelujen ajan, ja hän esitti kaikille ainakin suurimmaksi osaksi samanlaisia tai samaan aiheeseen liittyviä kysymyksiä.

Arvioitavuus on sitä, että lukija voi seurata tutkimusta ja tutkijan päättelyn etenemistä hyvin edellytyksin. Lukijalla tulee olla tarvittavat tiedot, jotta hän voi ymmärtää tutkimusta, ja että hän pystyy arvioimaan itse, onko samaa vai eri mieltä tutkijan kanssa. Toistettavuudella taas viitataan siihen, voiko toinen tutkija kyseisiä luokittelu- ja tulkintasääntöjä noudattaen päätyä samoihin tuloksiin. (Mäkelä, 1990, 53.) Tässä tutkimuksessa toimittiin johdonmukaisesti niin, että lukijalla on saatavilla riittävät tiedot tutkimuksen etenemisen seuraamiseen, ja hänelle selitetään ymmärrettävästi tutkimuksen tavoitteet, teoria, tulokset ja johtopäätökset analyysineen. Tulosten ja johtopäätösten esittämiseen hyödynnettiin

mahdollisimman hyvin saatavilla olevia tieteellisiä artikkeleita ja keskustelua, jotta analyysi olisi kriittistä ja monipuolista.

Aineistoa analysoidessa on tärkeää ymmärtää sen vaikutus; merkitysten tulkinnassa ja ymmärtämisessä syntyy ongelmia, jos haastattelija ei osaa kiinnittää tarpeeksi huomiota niihin (Hirsjärvi ym. 2008, 18). Haastattelijan tuli olla tarkkaavainen ja yrittää ymmärtää mahdollisimman hyvin, mitä haastateltu tarkoitti tai halusi tarkoittaa sanavalinnoillaan. Jos hän ei olisi ymmärtänyt haastateltuja, asioiden merkitykset olisivat voineet muuttua, jotakin tärkeää olisi voinut jäädä ymmärtämättä, ja pahimmillaan tutkimustulokset ja johtopäätökset olisivat voineet vääristyä. Haastattelija kokikin tarpeelliseksi välillä haastattelujen aikana esittää lisäkysymyksiä, jotta pystyi vahvistamaan aineistoa analysoidessaan, että aineiston palasista koostui ehjä kokonaisuus, jossa merkitykset olivat voineet muuttua mahdollisimman vähän.

Tähän liittyy myös Rommetveit'n (1978) esittämä teoria intersubjektivisuudesta. Jokainen luo oman käsityksensä maailmasta, eikä siksi koskaan voida olla täysin varmoja toisten käsityksistä. Täytyy voida kuitenkin olettaa, että asioita voi ymmärtää samoilla tavoilla kuin toiset, jotta pystytään toimimaan ylipäätään.

Tutkijalla on merkittävä rooli tutkimuksen eri vaiheissa. Hän vaikuttaa muun muassa tutkimuksen rakenteeseen, käsitteiden valintaan ja tulkintaan, aineiston keräämiseen ja analysointiin sekä johtopäätösten luomiseen, eli hänellä on hyvin suuri merkitys koko tutkimuksen kannalta. Tästä syystä tutkijaa voidaan pitää yhtenä tutkimusvälineenä. Vaikka tutkija onkin osa tutkimusprosessia, ja hänen subjektiiviset näkemyksensä vaikuttavat tutkimukseen, tutkimuksen on pyrittävä heijastamaan tutkittavien todellisuutta ja maailmankuvaa. (Hirsjärvi ym. 2008, 18.) Kvantitatiivisessa tutkimuksessa tutkijan roolina on pysytellä ulkopuolisena, objektiivisena, etäisenä ja puolueettomana. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa huomattavaa on puolestaan se, että tutkija ei ainoastaan osallistu tutkimukseen henkilökohtaisesti vaikuttaen siihen persoonallisuudellaan ja tunteillaan, vaan hän myös pyrkii empaattiseen ymmärtämiseen. (Glesne & Pehskin 1991.)

Tässä tutkimuksessa tutkijan rooli oli jo aineiston keräämisen kannalta hyvin olennainen ja näkyvä. Tutkimusaiheen valinnasta varsinaisen työn valmistamiseen ja jakamiseen asti tutkija oli näkyvillä ja vaikutti työn kulkuun. Tutkija yritti olla valinnoissaan mahdollisimman kriittinen ja perusteleva alusta lähtien, mutta hänen omat näkemyksensä näkyvät varmasti tässä. Tutkijalle merkittävintä ja mielekkäintä tässä tutkimuksessa kuitenkin oli juuri se, että hän pystyi itse vaikuttamaan aika paljon siihen, millaista aineistoa hän pystyi saamaan sekä haastateltavien valitsemisella että haastattelujen keskusteluja ohjaamalla. Hän pystyi tuomaan omia näkemyksiään esiin, jos niin halusi ja koki sen tutkimuksen kannalta olennaiseksi ja asialliseksi. Lähtökohtaisesti hän kuitenkin toimi aina tutkimuksen tavoitteiden saavuttamiseksi oikeaksi näkemällään tavalla, jotta tutkimus olisi tieteellisesti arvokas ja hyvin laadittu.

7.2.2 Validiteetti ja reliabiliteetti

Validiteetilla tarkoitetaan, kuinka hyvin tutkimuksessa on onnistuttu tutkimaan niitä asioita, joita siinä on ollut tarkoitus tutkia. Se siis kertoo tutkimuksen luotettavuudesta ja pätevyydestä. Sitä ei pystytä arvioimaan vain teknisellä kysymyksellä tai yksinkertaisella laskentakaavalla, vaan tietojen luotettavuutta tulee arvioida kysymyskohtaisesti. (Alasuutari 2011, 78.) Tutkimuksessa tutkija on esimerkiksi voinut kysyä epäolennaisia kysymyksiä, luoda virheellisiä suhteita tai periaatteita – tai olla luomatta niitä, vaikka ne olisivat olleet oleellisia. Nämä seikat heikentävät tutkimuksen validiteettia. (Kirk & Miller 1986, 29-30.)

Tutkimuksessa onnistuttiin hyvin syventymään tutkimuksen kannalta olennaisiin kysymyksiin ammattisijoittajien osakkeen arvonmääritysmenetelmistä ja sijoituskäyttäytymisestä. Kaikilta haastateltavilta saatiin vastaukset esitettyihin kysymyksiin, ja varsinaisessa aiheessa pysyttiin erittäin hyvin. Jotkut haastatellut olivat oma-aloitteisempia vastaamaan kysymyksiin jo ennen niiden varsinaista haastattelutilanteessa esittämistäkin, mutta se ei haitannut haastattelujen etenemistä, sillä tutkimuksessa oltiin enemmän kiinnostuneita haastatelussa saadun aineiston sisällöstä kuin sen muodosta.

Tutkimuksen validiteettia tuki myös se, miten hyviä haastatellut ja haastatellut olivat. Haastatellut sijoittajat sopivat erinomaisesti tutkimukseen, sillä he täyttivät ennalta-asetetut kriteerit tutkimukseen sopivista henkilöistä. Sen lisäksi he myös olivat hyvin kiinnostuneita osallistumaan tutkimukseen ja omalta osaltaan helpottivat haastattelijan työtä tutustumalla haastattelukysymyksiin hyvin etukäteen ja olemalla haastatelussa aktiivisia ja avoimia. Heidän kanssaan oli helppoa ja rentoa keskustella.

Tutkimuksen validiteettia analysoidessa tulee Eskolan & Suorannan (1998, 210-211) mukaan tutkijan itse ottaa huomioon avoin subjektiviteettinsa ja sen myöntäminen. Tällä tarkoitetaan, että tutkija ymmärtää omien tekojensa, sanavalintojensa ja tulkintojensa vaikuttavan tutkimukseen, ja että tutkija on työssään tutkimusvälineenä.

Tutkijan rooli oli vielä haastattelijalle aika uusi, eikä inhimillisiltä virheiltiltä vältytty täysin tässäkin tutkimuksessa. Aineistoa läpikäydessä pystyi huomamaan, miten kysymysten esittämisessä haastattelija oli hieman epäselvä tai varma. Kysymysten muotoilua olisi voinut miettiä etukäteen paremmin, jotta kysymykset olisivat olleet selkeämpiä. Toisaalta siinä olisi saatettu menettää haastattelunkulun rentoutta, jos kysymykset olisivat olleet liian tarkkaan mietittyjä. Lisäksi koska mitään varsinaista runkoa keskusteluille ei ollut, on myös ymmärrettävää, että ajoittain haastattelijan piti miettiä, mitä asiaa haluaisi tarkentaa, tai miten jonkin asian haluaisi esittää.

Haastatteluiden aikana oli silloin tällöin hieman hankalaa päättää, milloin olisi sopivaa siirtyä seuraavaan aiheeseen, tai olisiko epäkohteliasta keskeyttää haastateltava joissakin tilanteissa. Pääasiassa kuitenkin haastattelut sujuivat hyvin, ja varsinkin aloittamisen jälkeen melko nopeasti yhteinen sävel löytyi, ja haastattelut hoidettiin kunnolla loppuun.

Ennen haastattelujen alkua kaikille haastateltaville kerrottiin, että haastattelut äänitettiin, ja siihen pyydettiin erikseen lupa jokaiselta. Suostumukset on myös tallennettu. Vastaukset käsiteltiin luottamuksellisesti, eikä kenenkään haastattelun vastauksia voi yhdistää kehenkään. Nämä seikat vahvistavat tutkimuksen validiteettia, sillä haastateltavat ovat voineet luottaa haastattelijaan ja vastata mahdollisimman rehellisesti.

Tutkimuksen validiteetin voi myös jakaa sisäiseen ja ulkoiseen validiteettiin, joista edeltävä tarkoittaa, kuinka hyvin teoreettiset ja käsitteelliset määritellyt ovat sopusuunnissa. Jälkimmäinen taas viittaa siihen, kuinka hyvin tehdyt tulkinnat ja johtopäätökset ovat suhteessa aineistoon. (Grönfors 1982, 174.) Tässä tutkimuksessa hyödynnettiin laajasti rahoituksen ja laskentatoimen sekä merkittävimpiä, kansainvälisesti tieteellisesti noteerattuja lähteitä että tuoreempia, myös vertaisarvioituja tieteellisiä julkaisuja, jotka loivat vahvan teoriapohjan tutkimukselle. Haastattelu tutkimusmenetelmänä oli puolestaan toimiva tähän tutkimukseen, ja aineiston analyysissä vahva teoriapohja tuki erittäin hyvin aineiston tarkastelua, analyysiä ja tulkintaa. Tutkijan mielestä tutkimuksessa esitetyt tulkinnat ja johtopäätökset on laadukkaasti johdettu, sillä ne perustuvat teoriaan, ja havaintoja on tuettu mahdollisimman monipuolisesti ja tieteellisesti pätevästi.

Reliabiliteetilla tarkoitetaan tulosten ja väitteiden luotettavuutta ja toistettavuutta. Sen avulla voidaan arvioida, voidaanko tutkimustuloksiin luottaa, ja mitä niistä voidaan päätellä. (Kirk ja Miller 1986, 41-42.) Tässä tutkimuksessa reliabiliteetin kannalta ongelmallisinta oli haastattelukysymysten asettelu, joka varsinaisissa haastattelutilanteissa oli toisinaan epäselvää, mikä saattoi johtaa ongelmiin kysymysten ymmärtämisessä ja oikeanlaisten, haluttujen vastausten saamisessa. Koska haastattelut etenivät eri tavoilla, kysymyksien esittäminen oli jokaiselle hieman erilaista, ja itse haastattelutilanteet olivat myös haastateltujen ominaisuuksien ja haastattelupaikkojen takia erilaisia, oli niillä myös vaikutusta tulosten johdonmukaisuuteen. Aineisto ei ollut täysin vertailukelpoista, vaan se vaati haastattelijalta kykyä syventyä siihen kunnolla ja etsiä sieltä olennaiset asiat, mutta siinäkin onneksi onnistuttiin hyvin.

Eskolan ym. (1998, 210) mukaan luotettavuus on laadullisen tutkimuksen analyysissä ehkä hieman huono käsite arvioimaan tutkimusta. Sille parempia vastineita voisivat olla uskottavuus, siirrettävyys, varmuus ja vahvistuvuus, joilla halutaan kuvata, kuinka hyvin tutkimuksen väitteet on perusteltu, ja ovatko ne totuudenmukaisia. Uskottavuudella viitataan siihen, että tutkijan on tarkistettava, vastaavatko hänen käsitteellistyksensä ja tulkintansa tutkittavien käsityksiä. Siirrettävyys on tutkimustulosten mahdollista yleistämistä tietyin ehdoin, vaikka todellisuudessa tiedetään, etteivät yleistyksyet useinkaan ole mahdollisia. Varmuutta voidaan arvioida huomioimalla myös tutkimukseen ennustamattomasti vaikuttavat ennakkoehdot. Vahvistuvuutta puolestaan voidaan saada tukemalla tehtyjä tulkintoja muilla vastaavaan ilmiöön liittyvillä tieteellisillä julkaisuilla.

Tässä tutkimuksessa tärkeintä oli, että kaikki tieto ja tulkinnat on esitetty selkeästi sekä oikein, ja kaikille väitteille ja tulkinnoille on tieteelliset tai haastateltujen näkemyksien mukaiset perustelut. Tutkimustuloksista ja

johtopäätöksistä voi johtaa ja tulkita uusia ajatuksia ja kysymyksiä, mutta varsinaisesti tutkimuksesta ei voi mitään yleistää. Lisäksi tutkimuksessa haluttiin säilyttää järkevä kriittisyys koko tutkimusprosessin ajan, ja kaikkia tutkimuksen rakenteeseen ja etenemiseen liittyviä päätöksiä on arvioitu, jotta tutkimus olisi laadukas, mielenkiintoinen ja ajankohtainen.

7.2.3 Etiikka

Etenkin tutkimuksissa, joissa ollaan läheisesti tekemisissä toisten ihmisten kanssa, on syytä kiinnittää huomiota tutkimuksen etiikkaan. Etiikka ei rajoitu pelkästään yhteen osioon tutkimusta, vaan se kulkee mukana koko tutkimuksen läpi. (Hirsjärvi ym. 2008, 19.)

Kvale (1996, 111) esitti eettiset kysymykset jokaiselle tutkimuksen eri vaiheelle: tarkoitus, suunnitelma, haastattelutilanne, purkaminen (litterointi), analyysi, todentaminen ja raportointi. Jo ennen varsinaista tutkimusprosessin aloittamista tulisi miettiä, mikä tutkimuksen tarkoitus on, varsinaisen tieteellisen tiedon hankkimisen lisäksi, ja miten se parantaa tutkittavaa inhimillistä tilannetta. Tässä tutkimuksessa haluttiin selvittää, miten ammattisijoittajat toimivat. Heillä on kokemusta ja käytänteitä, joita ei välttämättä muilla ole, joten tämän tutkimuksen avulla voidaan mahdollisesti jakaa heidän oppejaan muille. Lisäksi tämän tutkimuksen avulla voidaan oppia lisää heidän tekemästään osakkeiden arvonmääritystyöstä.

Suunnitelmalla tarkoitetaan, että tutkittavilta saadaan näiden suostumukset tutkimukseen osallistumiseen, taataan tiedon luottamuksellisuus ja otetaan huomioon mahdolliset seuraukset, joita tutkimuksesta voi aiheutua näille (Kvale 1996, 111). Kaikilta tähän tutkimukseen osallistuneilta pyydettiin suostumus sekä tutkimukseen osallistumiseen että haastattelujen tallentamiseen. Heille myös kerrottiin, että kaikki heidän antamansa tieto on täysin luottamuksellista, eikä yksittäistä henkilöä tai tämän sanomisia voi tunnistaa. Tämä tutkimus toteutettiin kaikin puolin niin, ettei ketään voi tunnistaa tästä, ja siksi esimerkiksi tuloksissa on esitetty haastatteluista vain sellaisia lainauksia, jotka eivät paljasta mitään haastateltavan henkilöllisyydestä. Tämä tutkimus on julkinen, ja kuka tahansa voi lukea tämän. Siksi on pyritty mahdollisimman huolellisesti varmistamaan, ettei tästä voi ketään yksittäistä henkilöä tunnistaa, eikä kenellekään aiheutuisi tästä mitään seurauksia.

Haastattelutilanteessa haastateltaville kuuluu selventää, että kaikki tieto on luottamuksellista. Lisäksi on tärkeää ottaa huomioon, mitä tuntemuksia tai reaktioita haastattelutilanne voi aikaansaada haastateltavissa. (Kvale 1996, 111.) Jotta haastattelutilanne tuntui molemmiin puolin luottamukselliselta, oli tärkeää vahvistaa vielä tilanteen luonne. Haastattelijan täytyi myös pitää huolta, ettei tilanne ollut esimerkiksi liian stressaava tai ahdistava, mikä olisi voinut aiheuttaa haastateltavalle epämielisen olon ja vaikuttaa tämän vastauksiin. Jos tilanne olisi ollut epämielinen tai -miellyttävä kummalle tahansa osapuolelle, olisi haastattelijana täytynyt pystyä tulkitsemaan sitä ja tarvittaessa esimerkiksi keskeyttää se tai pitää taukoa. Tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan käsitelty sellaisia asioita, jotka olisivat voineet johtaa kuvattuihin vakavasti ahdistaviin tai stressaaviin reaktioihin,

eikä ollut tarvetta missään vaiheessa keskeyttää haastatteluita. Kaikki haastattelut sujuivat hyvin.

Litteroinnissa, eli haastattelujen purkamisessa äänityksistä tekstimuotoon, etiikka on olennaisesti mukana; haastattelun luottamuksellisuuden täytyy säilyä. Samoin tulee miettiä, kuinka uskollisesti halutaan kirjallisen litteroinnin noudattavan haastateltavien suullisia sanomia. (Kvale 1996, 111.) Tutkijan näkökulmasta oli tärkeää, että haastateltavien kanssa pystyttiin säilyttämään luottamuksellisuus. Litteroinnit toteutettiin aivan sanasta sanaan haastattelujen mukaisesti, mutta koska niitä ei jaeta julkisesti, niin aineiston sanantarkka litterointi oli sopivaa ja noudatti tieteellisen tutkimuksen eettisiä ohjeita.

Analyysivaiheessa tutkijan täytyy miettiä, kuinka syvällisesti ja kriittisesti hän voi analysoida haastateltaviensa sanomia asioita. Tähän liittyy myös se, onko haastatelluilla itsellään mahdollisuutta sanoa, miten heidän sanomiaan on tulkittu. (Kvale 1996, 111.) Tämä oli mahdollisesti osiosta vaikeimmin eettisesti pohdittava asia, sillä tutkija tekee omat tulkintansa haastatteluissa ilmenneistä asioista. Tutkijan tehtävänä oli selvittää tutkimusongelmaansa ratkaisu ja miettiä, kuinka pääsisi siihen parhaiten käsiksi. Tutkija on voinut tehdä virheellisiä johtopäätöksiä, joihin haastateltava ei ole mahdollisesti ehtinyt tai kyennyt vaikuttamaan. Tässä on piillyt suurin riski, joka tutkimuksen onnistumisen tai epäonnistumisen kannalta on voinut toteutua. Tutkija on kuitenkin tehnyt parhaansa ollakseen mahdollisimman objektiivinen ja kriittinen, jotta tutkimustulokset ja johtopäätökset edustavat aineistoa ja vastaavat tutkimuskysymyksiin. Tutkijalla on ollut suurin vastuu tutkimuksen onnistumisesta, joten hänellä on ollut myös oikeus ja velvollisuus perehtyä tarpeeksi syvällisesti saamaansa tietoon ja käsitellä sitä oikeiksi näkemillään tavoilla.

Todentamisella Kvale (1996, 111) viittaa tutkijan velvollisuuteen esittää niin varmaa ja todennettua tietoa kuin mahdollista. Tutkija ei ole voinut arvailla tai esittää omia ajatuksiaan totuutena. Tämä näkyi esimerkiksi siinä, että tiedon saamiseksi hyödynnettiin useita erilaisia, monipuolisia lähteitä sekä tutkimuksen teoriassa että empiriassa, jotta voitiin arvioida, oliko hankittu tieto pätevää ja asiantuntemukaista.

Raportoinnilla tarkoitetaan luottamuksellisuutta ja niitä seurauksia, joita tutkimuksen julkaisulla voi olla sekä haastateltuihin että myös näitä koskeviin ryhmiin tai instituutioihin (Kvale 1996, 111). Haastatellut ammattisijoittajat olivat voineet olla osana erilaisia ryhmiä tai instituutioita, ja velvollisuutenani oli myös varmistaa, ettei näihinkään voi kohdistua minkäänlaisia seurauksia. Esimerkiksi haastateltavien entisiin työnantajiiin liittyviä, tunnistettavia tietoja ei ole julkaistu, ja pidettiin huolta, ettei ketään voida yhdistää mihinkään muuhun ulkopuoliseen toimeen.

Näiden kysymysten lisäksi eettisiä kysymyksiä ovat myös vallankäyttö, tutkijan toiminta ammatti-ihmisenä, laillisuus kysymykset sekä tutkimuksen rahoitus ja sponsorointi (Hirsjärvi ym. 2008, 20). Näistä oli tärkeää pohtia vielä tutkimuksen tekijän asemaa tutkijana ja ammatti-ihmisenä. Koska tutkija työskentelee itsekin pääomasijoittamisalalla, voi olla syytä miettiä, oliko hän pätevä ja tarpeeksi objektiivinen henkilö tutkimaan, kuinka ammattisijoittajat toimivat.

Tärkeintä tässä kysymyksessä kuitenkin oli, että tutkija säilytti luottamuksellisuuden koko tutkimusprosessin ajan ja toimi ammattimaisesti ja eettisesti tutkijana. Tutkimusta tehdessään tutkija piti koko ajan erillään ammattiinsa liittyvät ja henkilökohtaiset sekä tähän tutkimukseen liittyvät asiat ja intressinsä.

7.3 Mahdolliset jatkotutkimusaiheet

Tässä luvussa vielä esitellään, mitä mahdollisia jatkotutkimusaiheita tämän tutkimuksen pohjalta nousee esiin. Yksityisten sijoittajien toimintaan osakemarkkinoilla olisi mielenkiintoista syventyä paremmin. Olisi tärkeää ja kiinnostavaa saada selville, miten Suomessa sekä muualla maailmalla rahoitusmarkkinoilla käyttäydytään, ja miten arvopapereita arvostetaan. Monia mielenkiintoisia aiheita tulee mieleen:

- Kuinka robotiikkaa hyödynnetään osakemarkkinoilla?
- Kriittisen itsearvioinnin tärkeys sijoittamisessa
- Mitkä tekijät voivat erottaa hyvin ja heikommin menestyvät sijoittajat markkinoilla?

Näistä kiinnostavin ja ajankohtaisin voisi olla ensimmäisenä mainittu, robotiikka. Sen nosti esiin myös yksi haastatelluista, joka kertoi lyhyesti sen vaikutuksista omaan sijoituskäyttämiseensä.

Rahoitusalalla, kuten monella muullakin alalla, robotiikkaa on alettu hyödyntää osana työntekoa. Osakemarkkinat ovat automatisoituneet, ja kuten eräs haastatelluista kertoikin, niin suurin osa pörssin kaupoista tehdään robottien avulla. Kaur'n & Singh'n (2017) mukaan robottivarainhoitajat ovat alkaneet yleistyä 2010-luvun aikana. Niiden tehtävinä on voinut olla esimerkiksi automatisoitujen profiloitien avulla tarjota sijoittajille sopivia portfolioita tai analysoida markkinoita verraten odotuksia ja toteumia. Alun perin robotteja hyödynnettiin nimenomaan neuvoa antavassa roolissa, ja niiden tehtävä oli auttaa erityisesti piensijoittajia sijoituspäätösten tekemisessä (Fein 2015).

Suomalaisista yrityksistä osakeanalyysijä tarjoava Inderes on ottanut koekäyttöön Rane Robotin, jonka avulla yritys pystyy hyvinkin nopeasti ja kustannustehokkaasti tulosjulkistuksen jälkeen tarjoamaan sijoittajille laadukasta sisältöä ja ensikommentteja. Myöhemmin varsinainen analyytikko julkaisee tarkemman ja syvällisemmän näkemyksen tulosraportista. (Inderes 2019.)

Olisikin mielenkiintoista tutkia, miten robotiikkaa voidaan hyödyntää sijoittamisessa entistä paremmin ja monipuolisemmin. Lisäksi erityisesti sijoittajien näkökulmasta olisi hyödyllistä tietää, miten hyvin robotiikka toimii sijoittajan kannalta. Lisäksi voisi selvittää, miten robotiikkaa voisi hyödyntää markkinaja osakeanalyysissä, ja miten sijoittajat itse suhtautuvat tähän toimintaan. Onko robotin tarjoama analyysi tarpeeksi luotettavaa, informatiivista ja ymmärrettävää?

Toiseksi voisi tutkia, ovatko jotkut sijoittajat jo hyödyntäneet automatiikkaa sijoittamisessaan. Lin, Yang & Song (2011) ovat esittäneet, että sijoittajan on

mahdollista hyödyntää automaatiota teknisessä analyysissä. Tällöin voidaan seurata osakemarkkinoita, ja automaatio tunnistaa ja ehdottaa sijoittajalle, milloin olisi järkevää ostaa ja myydä osakkeita. Markkinat ovat kuitenkin niin monimutkaisia ja vaihtelevia, että sopivien parametrien valinta on vaikeaa, mikä tekee automaation ja teknisen analyysin yhdistämisestäkin vaikeaa.

Kolmas hyvin mielenkiintoinen aihe, joka myös nousi esiin haastatteluissa, on sijoittajan itsekriittisyys sekä tämän kyky ja halu arvioida omaa sijoitustoimintaansa kuin ulkopuolisen silmin. Jokaisen sijoittajan tulisi miettiä, missä sijoituksissaan he ovat onnistuneet tai epäonnistuneet, ja miksi niin on käynyt. Jos ei koskaan pysähdy miettimään sitä, ei välttämättä ikinä opi virheistään tai ymmärrä omaa käyttäytymistään. Tiedostamalla oman toimintansa voi katsoa itseään kuin ulkopuolisen silmin ja ehkä nähdä selvästi, missä ja miksi on mennyt hyvin tai huonosti.

Daniel ym. (1998) esittivätkin, että sijoittajat ovat tyypillisesti liian itsevarmoja ja jopa ylimielisiä. He reagoivat uuteen tietoon epäsymmetrisesti suhtautuen myönteisesti sellaiseen tietoon, joka tukee heidän näkemyksiään. Kriittisempi suhtautuminen omaan sijoituskäyttämiseen tekisi sijoittajista avoimempia uudelle tiedolle, ja voisi saada heidät myös menestymään paremmin sijoittajina.

Lisäksi olisi kiinnostavaa perehtyä menestyvien sijoittajien sijoituskäyttämiseen vielä paremmin ja mahdollisesti vertailla heidän tapojaan muiden sijoittajien tapoihin. Onko heillä joitakin tiettyjä, yhteisiä tapoja? Mitä kannattaisi välttää tekemästä markkinoilla? Tämä tutkimus vaatisi paljon suuremman tutkimusaineiston, jota voisi analysoida mahdollisesti kvantitatiivisesti eri tavoilla, mutta tutkimustulokset voisivat olla hyvinkin mielenkiintoisia. Moni aloitteleva sijoittajakin voisi saada siitä vinkkejä sijoitustoimintaansa.

LÄHTEET

- Abratt, R. 1989. A new approach to the corporate image management process. *Journal of Marketing Management*, 5(1), 63-76.
- Adler, M., & Dumas, B. 1983. International portfolio choice and corporation finance: A synthesis. *The Journal of Finance*, 38(3), 925-984.
- Alasuutari, P. 2011. Laadullinen tutkimus 2.0. Tampere: Vastapaino. Jyväskylän yliopisto, e-kirja, kirjaston kokoelma. Saatavilla sähköisesti: <https://www.ellibslibrary.com/fi/book/978-951-768-385-2>.
- Arvopaperimarkkinalaki. 2012/746. Annettu Helsingissä 14.12.2012. Saatavilla sähköisesti: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746#O1L1P4>.
- Aspara, J., & Tikkanen, H. 2008. Interactions of individuals' company-related attitudes and their buying of companies' stocks and products. *The Journal of Behavioral Finance*, 9(2), 85-94.
- Bachelier, L. 1900. Théorie de la spéculation. *Annales scientifiques de l'École normale supérieure*, 17, 21-86.
- Badrinath, S. G., & Lewellen, W. G. 1991. Evidence on tax-motivated securities trading behavior. *The Journal of Finance*, 46(1), 369-382.
- Baker, H. K., & Haslem, J. A. 1973. Information needs of individual investors. *Journal of Accountancy*, 64-69.
- Balassa, B. 1964. The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72(6), 584-596.
- Ball, R., & Brown, P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- Ball, R., & Brown, P. 1969. Portfolio theory and accounting. *Journal of Accounting Research*, 300-323.
- Banz, R. W. 1981. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. 1998. A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- Barberis, N., & Thaler, R. 2003. A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. 2006. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.
- Basu, S. 1977. Investment performance of common stocks in relation to their price - earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Baxter, N. D. 1967. Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 22(3), 395-403.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Berk, J. B., Green, R. C., & Naik, V. 1999. Optimal investment, growth options, and security returns. *The Journal of Finance*, 54(5), 1553-1607.

- Black, F., & Scholes, M. 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
- Black, F. 1986. Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 528-543.
- Blume, M. E., & Stambaugh, R. F. 1983. Biases in computed returns: An application to the size effect. *Journal of Financial Economics*, 12(3), 387-404.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. 2005. *Investments*. New York: McGraw-Hill.
- Bradshaw, M. T. 2002. The use of target prices to justify sell-side analysts' stock recommendations. *Accounting Horizons*, 16(1), 27-41.
- Brenner, M. 1978. Interviewing: The social phenomenology of a research instrument. Teoksessa M. Brenner, P. Marsh & M. Brenner (toim.) *The Social Contexts of Method*. Lontoo: Croom Helm, 122-139.
- Carter, C. R., Kale, R., & Grimm, C. M. 2000. Environmental purchasing and firm performance: an empirical investigation. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 36(3), 219-228.
- Cassel, G. 1918. Abnormal deviations in international exchanges. *The Economic Journal*, 28(112), 413-415.
- Chan, L. K., Lakonishok, J., & Sougiannis, T. 2001. The stock market valuation of research and development expenditures. *The Journal of Finance*, 56(6), 2431-2456.
- Chau, M., & Vayanos, D. 2006. Strong-form efficiency with monopolistic insiders. *The Review of Financial Studies*, 21(5), 2275-2306.
- Clark-Murphy, M., & Soutar, G. N. 2004. What individual investors value: Some Australian evidence. *Journal of Economic Psychology*, 25(4), 539-555.
- Coeurdacier, N., & Guibaud, S. 2011. International portfolio diversification is better than you think. *Journal of International Money and Finance*, 30(2), 289-308.
- Cooper, I., & Kaplanis, E. 1994. Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium. *The Review of Financial Studies*, 7(1), 45-60.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. 1998. Investor psychology and security market under- and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885.
- Danielsson, J. 2002. The emperor has no clothes: Limits to risk modelling. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, 1273-1296.
- Davis, K. 1973. The case for and against business assumption of social responsibilities. *Academy of Management Journal*, 16(2), 312-322.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. 1985. Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. 1990. Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738.
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. 2004. What valuation models do analysts use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221-240.
- Denzin, N. K. 1970. *The research act in sociology: A theoretical introduction to sociological methods*. Chicago: Aldine Pub. Co.

- Dong, M., Robinson, C., & Veld, C. 2005. Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 121-158.
- Duffie, D., & Pan, J. 1997. An overview of value at risk. *Journal of Derivatives*, 4(3), 7-49.
- Dyl, E. A. 1977. Capital gains taxation and year-end stock market behavior. *The Journal of Finance*, 32(1), 165-175.
- Eskola, J., & Suoranta, J. 1998. *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. Tampere: Vastapaino.
- Fama, E. F. 1965. The behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama, E. F. 1991. Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. 1969. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fama, E. F., & French, K. R. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & Malkiel, B. G. 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fein, M. L. 2015. Robo-advisors: a closer look. SSRN Working Paper. Saatavilla sähköisesti: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2658701>.
- Finanssivalvonta. 27.8.2018. Pörssi ja muut kauppapaikat. Luettu 17.12.2019. Saatavilla sähköisesti: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/porssi-ja-muut-kauppapaikat/>.
- Finanssivalvonta. 10.9.2018. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. Luettu 16.5.2019. Saatavilla sähköisesti: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>.
- French, K. R., & Poterba, J. M. 1991. Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81, 222-226.
- Glesne, C., & Peshkin, A. 1991. *Becoming qualitative researchers*. New York: Longman.
- God, L. 1986. Suomen osakemarkkinoiden tehokkuus: empiirinen tutkimus rahastoantien ja yrityksen vuosituloksen vaikutuksesta osakkeiden hintoihin. Julkaisematon tutkielma. Vaasan Korkeakoulu.
- Goetzmann, W. N., & Kumar, A. 2008. Equity portfolio diversification. *Review of Finance*, 12(3), 433-463.
- Gordon, M. J. & Shapiro, E. 1956. Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102-110.
- Graham, B. & Dodd, D. L. 1962. *Security analysis: Principles and technique*. 2. painos. New York: McGraw-Hill.
- Graham, B. 1973. *The Intelligent Investor*. 4. Painos. New York: Harper and Row.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. 2000. The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of financial economics*, 55(1), 43-67.

- Grinblatt, M., & Keloharju, M. 2001. How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. *The Journal of Finance*, 56(3), 1053-1073.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. 1980. On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- Grönfors, M. 1982. *Kvalitatiiviset kenttätömenetelmät*. Juva: WSOY.
- Heikkilä, Toni. 1996. *The Information Conveyd by Cash Dividend and Simultaneous Earnings Announcement*. Sarja Keskustelua ja raportteja 4:1996. Turun Kauppakorkeakoulu.
- Hirsjärvi, S., & Hurme, H. 2001. *Teemahaastattelu: teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Helsinki: Yliopistopaino.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2008. *Tutkimushaastattelu: Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.
- Hirsjärvi, S., Remes, P., & Sajavaara, P. 1997. *Tutki ja kirjoita*. Helsinki: Tammi.
- Hommes, C. H. 2001. Financial markets as nonlinear adaptive evolutionary systems. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, 01-014(1), 149-167.
- Hull, J. C. 2012. *Options, Futures, And Other Derivatives*. 8th Edition. New Jersey: Prentice Hall.
- Hummels, H. & Timmer, D. 2004. Investors in need of social, ethical, and environmental information. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 73-84.
- Hyvärinen, M., Nikander, P. & Ruusuvoori, J. 2010. *Haastattelun analyysi*. Tampere: Vastapaino.
- Inderes. 2019. Inderesin robotti aloitti työnsä tänään: kirjoittaa kommentteja pörssiyrityksistä. Saatavilla sähköisesti: <https://www.inderes.fi/>.
- Jaffe, J. F. 1974. Special information and insider trading. *The Journal of Business*, 47(3), 410-428.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jorion, P. 2001. *Value at Risk: A new benchmark for managing financial risk*. New York: McGraw-Hill.
- Kahneman, D., & Tversky, A. 1973. Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232.
- Kahneman, D., & Tversky, A. 1974. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.
- Kaur, N., & Singh, I. 2017. Wealth management through robo advisory. *International Journal of Research*, 5(6), 33-43.
- Keim, D. B. 1983. Size-related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 13-32.
- Ke, D., Ng, L., & Wang, Q. 2010. Home bias in foreign investment decisions. *Journal of International Business Studies*, 41(6), 960-979.

- Kendall, M. G., & Hill, A. B. 1953. The analysis of economic time-series-part i: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, 116(1), 11-34.
- Keynes, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Lontoo: Harcourt Brace Jovanovich.
- Kirk, J., & Miller, M. L. 1986. Reliability and validity in qualitative research. 1. painos. Lontoo: Sage.
- Kvale, S. 1996. *InterViews: an introduction to qualitative research interviewing*. Lontoo: Sage.
- Lakonishok, J., & Smidt, S. 1986. Volume for winners and losers: Taxation and other motives for stock trading. *The Journal of Finance*, 41(4), 951-974.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. 2003. International financial integration. *IMF Staff Papers*, 50(1), 82-113.
- Le Sourd, V. 2007. Performance measurement for traditional investment. *Raportti. EDHEC Business School*, 1-66.
- Lev, B. & Thiagarajan, S. R. 1993. Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 190-215.
- Lev, B. 2019. Ending the accounting-for-intangibles status quo. *European Accounting Review*, 28(4), 713-736.
- Lin, X., Yang, Z., & Song, Y. 2011. Intelligent stock trading system based on improved technical analysis and Echo State Network. *Expert Systems with Applications*, 38(9), 11347-11354.
- Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. 2002. *A non-random walk down Wall Street*. Princeton: Princeton University Press.
- Luborsky, M. R. 1994. The identification and analysis of themes and patterns. Teoksessa J. F. Gubrium & A. Sankar (toim.) *Qualitative methods in aging research*. Lontoo: Sage, 189-210.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.
- MacKinlay, A. C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Malkiel, B. G. 1973. *A random walk down Wall Street*. New York: Norton.
- Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014 (MAR).
- Markowitz, H. 1952. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Martin, P., & Rey, H. 2004. Financial super-markets: size matters for asset trade. *Journal of International Economics*, 64(2), 335-361.
- Merton, R. C. 1998. Applications of option-pricing theory: Twenty-five years later. *The American Economic Review*, 88(3), 323-349.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

- Miller, A. 1992. Green investment. Teoksessa Owen, D. (toim.) Green reporting: accountancy and the challenge of the nineties. Lontoo: Chapman & Hall, 242-255.
- Mossin, J. 1966. Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 768-783.
- Musciotto F., Marotta L., Miccichè S., Piilo J., & Mantegna R. N. 2016. Patterns of trading profiles at the Nordic Stock Exchange. A correlation-based approach. *Chaos, Solitons & Fractals*, 88, 267-278.
- Mäkelä, K. 1990. Kvalitatiivisen analyysin arviointiperusteet. Teoksessa Mäkelä, K. (toim.) Kvalitatiivisen aineiston analyysi ja tulkinta. Helsinki: Gaudeamus, 42-61.
- Nagy, R. A., & Obenberger, R. W. 1994. Factors influencing individual investor behavior. *Financial Analysts Journal*, 50(4), 63-68.
- Niemi, J. 2003. Pääomarahoituksen tarjonnan lisääminen Suomessa. Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto.
- Nikkinen, J., T. Rothovius & P. Sahlström. 2002. Arvopaperisijoittaminen. 1. painos. Helsinki: WSOY.
- Norvestia. 2016. Norvestian Sijoitusbarometri 2016: Raportti. Viitattu 6.8.2019. Saatavilla sähköisesti: <https://docplayer.fi/41524868-Norvestian-sijoitusbarometri-raportti-norvestian-sijoitusbarometri-2016.html>.
- Odean, T. 1998. Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- Ou, J. A. & Penman, S. H. 1989. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11(4), 295-329.
- Puttonen, V. 2004. Onko omistamisella väliä? Helsinki: Taloustieto.
- Pölkki, S. 2017. Osakkeen arvonnäytitys ja sijoittamispäätös piensijoittajan näkökulmasta. Jyväskylän yliopisto. Kauppatieteiden kandidaatintutkielma.
- Pörssisäätiö. 2019. Sijoittajan vero-opas 2019. Viitattu 7.8.2019. Saatavilla sähköisesti: http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2017/05/vero_opas_2019_172x250_fin_final_web.pdf.
- Renvall, P. 1983. Nykyajan historian tutkimus. 2. painos. Juva: WSOY.
- Ritter, J. R. 2003. Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- Rommetveit, R. 1978. On negative rationalism in scholarly studies of verbal communication and dynamic residuals in the construction of human intersubjectivity. *The Social Contexts of Method*, 16-32.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jordan, B.D. 2008. *Corporate Finance Fundamentals*. New York: McGraw-Hill.
- Rozeff, M. S., & Kinney Jr, W. R. 1976. Capital market seasonality: The case of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 379-402.
- Seyhun, H. N. 1986. Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 16(2), 189-212.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

- Sharpe, W. F. 1966. Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Sharpe, W. F. 1994. The Sharpe ratio. *The Journal of Portfolio Management*, 21(1), 49-58.
- Shefrin, H., & Statman, M. 1985. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35-55.
- Suomen Pankki. 2018. Kasvu jatkuu, näkymät vaimentuneet. *Euro & talous: Suomen Pankin ajankohtaisia artikkeleita taloudesta*, 26(4), 5-29.
- Suomen Pankki. 2019. Kauppasota heikentänyt merkittävästi maailmantaloutta. *Euro & talous: Suomen Pankin ajankohtaisia artikkeleita taloudesta*, 27(4), 34-41.
- Tesar, L. L., & Werner, I. M. 1995. Home bias and high turnover. *Journal of International Money and Finance*, 14(4), 467-492.
- Treynor, J. L. 1965. How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.
- Treynor, J. L., Priest Jr, W. W., Fisher, L. & Higgins, C. A. 1968. Using Portfolio Composition to Estimate Risk. *Financial Analysts Journal*, 24(5), 93-100.
- Verohallinto. 2019. Viitattu 5.8.2019. Saatavilla sähköisesti: <https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/>.
- Wang, X. 2000. Size effect, book-to-market effect, and survival. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(3-4), 257-273.
- Willinger, W., Taqqu, M. S. & Teverovsky, V. 1999. Stock market prices and long-range dependence. *Finance and Stochastics*, 3(1), 1-13.
- Ympäristöministeriö. 2001. Ympäristönäkökohdat sijoitustoiminnassa. Helsinki: Edita Oyj.

LIITE 1

TEEMOITTELU

- Aiempi kokemus tai opinnot
- Arvonmäärittäminen menetelmät
 - Tunnusluvut
 - Osinkotuotto
 - Muut arvonmäärittäminen menetelmät
 - Laadullinen analyysi
 - Megatrendit
 - Oma kriittinen ajattelu / tiedon kyseenalaistaminen
- Pitkäjänteisyys vs. nopeiden tuottojen hakeminen
 - Sijoitusten ajoittaminen
 - Halu/kyky luopua osakkeista
- Portfolion sisältö
 - Millaisia yhtiöitä?
 - Kuinka montaa osaketta pidetään kerralla?
- Suhtautuminen riskiin ja riskinhallinta
 - Hajauttaminen
 - Riskin karttaminen?
 - Suhdanteiden/osakemarkkinoiden ymmärtäminen ja kurssisyökyjen kokeminen
 - Muutoksia sijoituskäyttäytymisessä?
 - Yhtiöihin tutustuminen / osakkeisiin suhtautuminen tuttuina, rakkaina tms.
 - Muu varallisuus (muualla kuin osakkeissa)
- Markkinoihin reagointi (nopeaa/hidasta, ennustavaa/sopeutuvaa yms.)
- Kansainvälinen hajautus
 - Kotikenttäetu
- Yhteiskunnallinen vastuu
- Epärationalisuus
 - Käyttäytyminen
- Tuotto-odotukset
- Sijoittaminen velkarahalla
- Valitut 3 osaketta
 - Mitä samoja, toistuvia?
 - Mitä yhteistä?

LIITE 2

ARVONMÄÄRITYSMALLIT

1. Gordonin malli

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{R-g}, \text{ jossa}$$

P_0 = osakkeen arvo,

D_0 = maksettu osinko,

g = osingon kasvuvauhti,

R = sijoittajan tuottovaatimus

2. Vapaan kassavirran malli

$$\text{Omistajan varat} \approx \sum_{k=0}^t \frac{FCF_t}{(1+r)^t}, \text{ jossa}$$

FCF_t = odotetut vapaat kassavirrat ajankohdalla t ,

r = diskonttokorko

Vapaa kassavirta = Nettotulos - bruttoinvestoinnit + poistot - nettokäyttöomaisuudenmuutos

3. Optiomalli

$$C_0 = S_0 N(d_1) - X e^{-R_f T} N(d_2), \text{ kun } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \frac{R_f + \sigma^2}{2} T}{\sigma \sqrt{T}} \text{ ja } d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}, \text{ joissa}$$

C = osto-option arvo,

S = kohde-etuuden eli osakkeen nykyinen hinta,

$N(d)$ = normaalijakauman kertymäfunktion arvo,

X = option toteutushinta,

e = Neperin luku,

R_f = riskitön korkokanta,

T = option voimassaoloaika vuosina ennen sopimuksen maturiteettia,

σ = kohde-etuuden tuoton volatilitiiteetti

4. Tunnusluvut, kuten:

- P/E
- P/B
- EPS
- P/FCF, joissa

P = osakkeen hinta

E = osakekohtainen tulos

B = osakekohtainen kirjanpitoarvo

EPS = osakekohtainen tulos

FCF = vapaat kassavirrat

5. CAP-malli

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

$E(R_i)$ = sijoittajan tuotto-odotus osakkeelta i ,

R_f = riskitön korkotaso,

β_i = osakkeen beta-arvo,

$E(R_m)$ = markkinasalkun tuotto-odotus

6. Treynorin indeksi

$$T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

7. Sharpen suhdeluku

$$S = \frac{R_i - R_f}{\sigma}, \text{ jossa}$$

σ = keskihajonta

8. Value at Risk

$\text{VaR}(H; c) = E(V) - V^* = V(1 + \mu) - V(1 + R^*) = V(\mu - R^*)$, jossa

V = position tämänhetkinen markkina-arvo,

R = tuotto horisontissa H

μ = odotettu tuotto eli $E(R)$,

c = luottamustaso

R^* = tuotto suurimman mahdollisemman tappion tapauksessa

LIITE 3

TIETOA TUTKIMUKSESTA MAHDOLLISILLE HAASTATELTAVILLE

Pro gradu: ”Sijoittamisen ammattilaisten osakkeen arvonmääritys ja suhtautuminen osakkeen riskiin ja tuotto-odotuksiin”

Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu

Opinnäytetyön ohjaaja: Antti Rautiainen (antti.i.rautiainen@jyu.fi)

Salla Pölkki

29.10.2019

Opinnäytetyön tarkoitus:

Tutkimuksen tavoitteena on saada kattavaa tietoa haastateltavien sijoittamisen ammattilaisten arvonmääritysprosessista ja erityisesti siitä, miten sijoittamisesta saadaan mahdollisimman kannattavaa. Haastatteluissa pyritään myös selvittämään, millaisia arvoja haastateltavilla on, ja näkyvätkö ne sijoittamiskäyttäytymisessä.

Tutkimuksessa kerätään tietoa osakesijoittamisen ammattilaisten arvonmääritysprosessista yksilöhaastatteluilla, joissa pyritään syventymään sijoittamiseen eri teemojen avulla. Ennen haastatteluiden aloittamista haastateltavia pyydetään osallistumaan esitehtävään, jota käydään läpi haastatteluiden aikana. Tässä tavassa haastateltavia pyydetään ennen varsinaista haastatteluhetkeä valitsemaan Helsingin pörssissä noteeratuista suurista yrityksistä kolme yritystä, joihin he ovat sijoittaneet, tai joista heillä on ainakin jonkintasoinen näkemys arvon määrittämisen suhteen. Heiltä kysytään tarkentavia teemoihin sopivia kysymyksiä näistä valituista osakkeista. Lisäksi he saavat vapaasti kommentoida, miksi ovat valinneet juuri niiden yritysten osakkeet, ja mitä ajatuksia ne herättävät.

Tutkimuksessa saadaan lisäksi tietoa sijoittajien käsityksistä osakkeen arvosta vertaamalla sijoittajien omaa käsitystä ja objektiivisia riskimittareita, kuten tunnetuimpia riskiä kuvaavia tunnuslukuja. Tämän tarkoituksena on selvittää, eroaako sijoittajien mielipide yrityksen riskisyydestä, jos käsitystä vertaa tunnuslukuanalyysin tarjoamaan informaatioon, ja miksi mahdollisia eroja on. Näiden erojen havainnollistamiseksi hankitaan tunnuslukuinformaatiota, jota hyödynnetään erojen ja yhtäläisyyksien vertailussa.

Tutkimusongelmaan pyritään saamaan vastauksia seuraavien kysymysten avulla:

- Miten sijoittajat arvostavat osakkeita, ja mitkä asiat vaikuttavat sijoituspäätökseen?
- Miksi he toimivat sijoittaessaan niin?
- Mitkä tekijät vaikuttavat osakkeen riskin muodostumiseen sijoittajien mielestä?

- Miten sijoittajien omat käsitykset osakkeen hinnan vaihtelusta eroavat tunnuslukuanalyysin tarjoamasta informaatiosta, ja miksi?

Haastattelukysymyksiä:

Sijoittajan tausta:

- Onko sinulla laskentatoimen tai rahoituksen taustaa tai kokemusta esimerkiksi opintojen kautta?

Arvonmääritys:

- Millä tavoilla arvostat osakkeita? Käytätkö esitettyjä arvonmääritysmalleja? Miksi / miksi et?

Sijoittamispäätökset:

- Mikä vaikuttaa sijoittamispäätökseesi ja milloin päätät sijoittaa?
- Millainen merkitys yhteiskunnallisella vastuulla, esim. ympäristötekijöillä tai eettisyydellä on sijoituspäätökseesi?
- Huomioitko sijoittaessasi suomalaisen verotuksen vaikutuksia? Miten?
- Sijoitatko pitkä- vai lyhytaikaisesti?

Epävarmuus ja riskienhallinta:

- Kartatko riskiä osakemarkkinoilla? Kuinka suhtaudut tappioihin?
- Oletko havainnut yli- tai alireagoineesi osakekursseihin? Tiedätkö, mistä johtui? Toimitko nykyään eri tavalla, kun tulee uutta tai yllättävää tietoa, jolla voi olla vaikutusta osakkeen arvoon?
- Tällä hetkellä markkinoilla on epävarma tilanne mahdollisen markkinoiden syöksyn takia: onko sijoittamistapasi muuttunut esimerkiksi vuoden takaiseen hetkeen verrattuna?
- Hajautatko sijoituksiasi tarkoituksellisesti eri aloille tai maihin? Onko sinulla antaa tästä esimerkkejä?

Pyydän valitsemaan etukäteen Helsingin pörssistä kolme osaketta, jotka ovat sinulle tuttuja, ja joista sinulla on jonkinlaista näkemystä, jonka haluat jakaa. Niihin liittyen kysytään:

- Miksi valitsit juuri nämä?
- Mikä tekee näistä esiin nostamisen arvoisia?
- Onko näissä joitakin yhdistäviä tekijöitä?