



**Niklas Hemminki**

**ARVO- JA KASVUSIJOITUSTYYPYLIEN VERTAILUA**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Toukokuu 2021

## SISÄLLYS

<b>1 JOHDANTO .....</b>	<b>3</b>
<b>2 TEHOKKAIDEN MARKKINOIDEN HYPOTEESI JA MARKKINA- ANOMALIAAT .....</b>	<b>6</b>
<b>2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi .....</b>	<b>6</b>
<b>2.2 Yleisimmin havaitut poikkeamat markkinatehokkuudesta .....</b>	<b>6</b>
<b>3 HINNOITTELUKERTOIMET .....</b>	<b>8</b>
<b>3.1 P/E- ja PEG-luvut .....</b>	<b>8</b>
<b>3.2 EV/EBIT-luku .....</b>	<b>9</b>
<b>3.3 P/B-luku ja oman pääoman tuotto prosentti .....</b>	<b>9</b>
<b>4 SIOITUSTYYLIT: ARVO- JA KASVUSIOITTAMINEN .....</b>	<b>12</b>
<b>4.1 Arvosioittaminen.....</b>	<b>12</b>
4.1.1 Arvo-osake .....	12
4.1.2 Arvosioitusstrategiat .....	12
<b>4.2 Kasvusioittaminen .....</b>	<b>14</b>
4.2.1 Kasvuosake .....	14
4.2.2 Kasvustrategiat.....	15
<b>5 ARVO- JA KASVUOSAKKEIDEN TUOTOT .....</b>	<b>16</b>
<b>5.1 Klassiset tutkimukset.....</b>	<b>16</b>
<b>5.2 Modernit tutkimukset.....</b>	<b>18</b>
<b>5.3 Arvo- ja kasvustrategian yhdistäminen .....</b>	<b>20</b>
<b>6 TUOTTOJEN EROJA SELITTÄVÄT TEKIJÄT .....</b>	<b>22</b>
<b>6.1 Riskinäkökulma .....</b>	<b>22</b>
<b>6.2 Behavioristinen näkökulma .....</b>	<b>23</b>
<b>6.3 Rakenteelliset muutokset.....</b>	<b>25</b>
<b>7 YHTEENVETO .....</b>	<b>26</b>

## 1 JOHDANTO

Arvosijoittaja on perinteisesti yrityksen fundamentteja eli esimerkiksi kassavirtaa ja osinkoja painottava osakepöimija. Keskeistä on ostaa alhaisen arvostustason osakkeita jollakin yrityksen taloudellista tilaa kuvaavalla hinnoittelukertoimella mitattuna. Kasvuosakkeisiin sijoittamista pidetään monesti arvosijoittamisen vastakohtana; kasvuyhtiön arvostustaso on usein korkea, ja suuri osa sen markkina-arvosta perustuu odotettuun tuloskasvuun. Kasvusijoittaja on siis valmis hyväksymään esimerkiksi tämänhetkiseen nettovarallisuuteen tai tulokseen nähden korkeamman hinnan (Lindström, 2007, s. 21).

Arvo- ja kasvuosakkeiden tuotot sekä arvoanomalia, eli arvo-osakkeiden systemaattinen riskikorjattu parempi suoriutuminen, ovat olleet jo pitkään rahoituksen tutkimuksen kiinnostavimpia kysymyksiä. Arvosijoittamisen roolia on alettu erityisesti viime aikoina kyseenalaistamaan talousaiheisessa mediassa, ja samalla kasvuyhtiöiden osakkeet ovat olleet nousevassa suosiossa. Arvo-osakkeita pidetään yleisesti pitkällä aikavälillä kuitenkin tuottavampina kuin kasvuosakkeita. Tätä käsitystä tukee pitkän aikavälin laajamittainen akateeminen tutkimus. Toisaalta useiden kasvuyhtiöiden, kuten esimerkiksi niin sanottujen FAANG-yhtiöiden<sup>1</sup> markkina-arvot ovat saavuttaneet toistuvasti kaikkien aikojen korkeimpia arvoja. Myös tuoreemmat akateemiset tutkimukset tuovat esiin arvosijoitusstrategiaa kyseenalaistavia tuloksia: 2000-luvulla on esiintynyt pisin tähän mennessä havaittu yhtämittainen jakso, jolla arvo-osakkeet ovat suoriutuneet kasvuosakkeita huonommin.

Arvo- ja kasvustrategioiden piirteitä yhdistämällä on voitu saada keskimäärin molempia tyylejä parempaa tuottoa. Yhdistelevää strategiaa on kuitenkin tutkittu suhteellisen vähän, ja luotettavaa johtopäätöstä sen riskikorjatusta paremmasta suoriutumisesta ei nykytiedon valossa voida tehdä.

---

<sup>1</sup> FAANG-yhtiöillä viitataan tässä yhteydessä Yhdysvaltojen pörssissä listattuun viiteen tunnettuun kasvuyhtiöön, jotka ovat: Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google (Alphabet).

Tutkijat eivät ole yksimielisiä arvopreemion syntyperästä. Arvo-osakkeiden historiallisesti parempaa suoriutumista kasvuosakkeisiin nähden pyritään selittämään esimerkiksi niiden korkeammalla riskitasolla, jonka katsotaan olevan seurausta suuremmasta markkinariskistä. Toisaalta arvopreemiota voivat selittää myös behavioristiset eli sijoittajien käyttäytymiseen liittyvät tekijät. Korkeamman riskitason sijasta eroja arvo- ja kasvuosakkeiden tuotoissa selittäisivätkin esimerkiksi sijoittajien systemaattinen tulevaisuuden tuottojen yli- tai aliarviointi, joka tarkoittaisi sitä, että arvopaperimarkkinat eivät olisi tehokkaat.

Yleisesti arvo- ja kasvuosakkeita tutkitaan jakamalla portfoliot tiukasti joko kasvu- tai arvosalkkuihin jonkin hinnoittelukertoimen avulla. Tuorempi tutkimus kyseenalaistaa juuri näiden perinteisten hinnoittelukertoimien relevanssia arvo- ja kasvuosakkeiden kategorisoinnissa. Yrityksien investoinneista yhä suurempi osa kohdistuu aineettomiin hyödykkeisiin, ja perinteiset hinnoittelukertoimet eivät ota näitä investointeja tehokkaasti huomioon. Tämä tarkoittaa siis sitä, että talouden rakenteelliset muutokset ovat johtaneet tarpeeseen oikaista perinteisiä hinnoittelukertoimia.

Tämän tutkielman tarkoitus on vertailla arvo- ja kasvusijoitustyyliä keskenään sekä esitellä aiheesta tehtyä kirjallisuutta ja tutkimusta. Pääpaino tutkimuksessa on arvo- ja kasvuosakkeiden tuotoissa sekä niiden erojen selittämisessä. Toisaalta vertailua laajennetaan myös yhdistämällä nämä kaksi sijoitusstrategiaa keskenään.

Tutkielman päätutkimuskysymys on:

- Kumpi sijoitustyyli on sijoittajalle keskimäärin kannattavampi, arvo- vai kasvusijoittaminen?

Apututkimuskysymykset ovat:

- Mistä erot arvo- ja kasvuyhtiöiden tuotoissa johtuvat?
- Voivatko arvo- ja kasvusijoitusstrategiat olla toisiaan täydentäviä?

Tutkielman toteutusmuoto on kirjallisuuskatsaus. Tämä tarkoittaa sitä, että tutkielmassa hyödynnetään olemassa olevaa tietoa. Tutkielman lähteet ovat pääsääntöisesti vertaisarvioituja kansainvälisiä tutkimuksia.

Tutkielma etenee seuraavasti: Toisessa luvussa lähdetään liikkeelle lyhyellä katsauksella perinteiseen rahoitusteoriaan. Kolmannessa luvussa määritellään aiheesta tehdyssä tutkimuksessa yleisimmin käytetyt relevantit suhteellisen arvonmäärityksen menetelmät. Tämän jälkeen viitekehyksen rakentamista jatketaan neljännessä luvussa tunnistamalla arvo- ja kasvuosakkeiden sekä arvo- ja kasvustrategioiden keskeisiä eroja. Viidennessä luvussa aloitetaan tutkimusaineiston systemaattinen analysointi ja annetaan vastaus päätutkimuskysymykseen. Viides luku alkaa arvo- ja kasvuosakkeiden tuottoja selittävien olennaisimpien tutkimusten esittelyllä ja niistä tehdyillä johtopäätöksillä. Luvussa käsitellään lyhyesti myös tutkimuksia, joissa arvo- ja kasvustrategioita on yhdistelty keskenään. Kuudennessä luvussa pyritään selittämään edellisissä luvuissa tehtyjä havaintoja tuoreen tutkimustiedon valossa ja tuodaan esiin tuottojen eroja selittäviä tekijöitä. Seitsemännessä eli viimeisessä luvussa tehdään lyhyt yhteenveto tutkielman olennaisimmista johtopäätöksistä ja kiinnostavista jatkotutkimusaiheista.

## **2 TEHOKKAIDEN MARKKINOIDEN HYPOTEESI JA MARKKINA-ANOMALIAIT**

Tässä luvussa käydään lyhyesti läpi tutkielman kannalta olennaisia perinteisen rahoitusteorian piirteitä. Liikkeelle lähdetään tehokkaiden markkinoiden hypoteesista. Luvussa käsitellään myös yleisimmät anomaliat eli systemaattiset poikkeamat markkinoiden tehokkuudesta. Näitä ovat momentum-, pienyhtiö- ja arvoanomaliat. Pääpaino anomalioiden läpikäynnissä on tutkielman tutkimuskysymysten kannalta olennaisimmassa arvoanomaliassa.

### **2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi**

Faman (1970) esittelemän tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan tehokkailla markkinoilla kaikki julkisesti saatavilla oleva informaatio on hinnoiteltu osakkeeseen. Markkinahintojen poikkeamat todellisesta arvosta ovat luonteeltaan satunnaisia, ja uutiset heijastuvat välittömästi osakkeen hintaan. Toisin sanoen, tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan kenenkään markkinatoimijan ei ole mahdollista saada tilastollisesti merkitsevää markkinan tuotosta poikkeavaa riskikorjattua ylituottoa käyttämällä esimerkiksi jotain yksittäistä sijoitustyyliä tai -strategiaa. Transaktiokustannukset huomioon ottaen tehokkaiden markkinoiden hypoteesi johtaa väistämättä siihen, että passiivinen ja kaupankäynnin minimoiva suoraan indeksiin sijoittaminen olisi paras mahdollinen strategia. Systemaattinen osakepaiminta ei siis kannata, sillä sen avulla ei ole mahdollista saada parempia tuloksia, ja siitä aiheutuu ainoastaan turhia kustannuksia. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 168–173.) Markkinoiden tehokkuudesta on kuitenkin löydetty useita systemaattisia poikkeamia, eli anomaliaita, joita käsitellään seuraavaksi tarkemmin.

### **2.2 Yleisimmin havaitut poikkeamat markkinatehokkuudesta**

Momentum-anomalia viittaa siihen, että menneisyyden tuottojen avulla voidaan selittää tulevaisuuden tuottoja. Tarkoitus on ostaa jollakin verrattaen lyhyellä aikaperiodilla parhaiten tuottaneita osakkeita ja samalla myydä lyhyeksi huonoiten pärjänneitä. Momentum-ilmiössä hyvin menestyneet osakkeet menestyvät keskimäärin jatkossakin hyvin. (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 178.) Momentum-

ilmiön teki tunnetuksi Jegadeeshin ja Titmanin (1993) tutkimus, jossa he analysoivat aikaisempiin tuottoihin perustuvia kaupankäyntistrategioita ja niiden tuottoja Yhdysvaltojen pörssissä aikajaksolla 1965–1989. Tutkimuksessa momentum-portfoliot tuottivat riskikorjattuna selkeästi vertailuindeksiä paremmin.

Banz (1981) huomaa selkeän yhteyden yrityksen markkina-arvon ja tuottojen välillä. Hän havaitsee, että Yhdysvaltain osakemarkkinoilla vuosina 1936–1975 pienet yhtiöt tuottavat keskimäärin enemmän kuin suuret yhtiöt. Hämäläinen, Oksaharju ja Walker (2019, s. 28) toteavatkin tiivistäen, että pieniyhtiöihin sijoittamalla voi saada tutkitusti osakemarkkinoiden keskimääräistä tuottoa parempaa tuottoa. Lisäksi he huomauttavat, että pieniyhtiöanomalian voi yhdistää tuottavasti myös muiden anomalioiden kanssa.

Arvoanomalia on rahoituksessa eräs tunnetuimmista markkinatehokkuuden poikkeamista. Arvoanomaliolla viitataan siihen, että niin sanotuilla arvo-osakkeilla on mahdollista saada systemaattisesti markkinaa parempaa riskikorjattua tuottoa. Yleisesti arvo-osakkeella tarkoitetaan osaketta, jonka arvostustaso on jollakin hinnoittelukertoimella mitattuna matala. Arvostustason mittaamisessa käytetään esimerkiksi P/E- ja P/B-lukuja. P/E luku lasketaan jakamalla osakekurssi osakekohtaisella nettotuloksella, kun taas tasesubstanssiin perustuvassa P/B-luvussa osakekurssi suhteutetaan osakekohtaiseen taseen oman pääoman arvoon. Yleisimmin arvoanomaliaa ja arvo-osakkeiden tuottoja tutkitaan jakamalla portfoliot nimenomaan korkean ja matalan P/E- ja P/B-luvun portfolioihin sekä vertailemalla niiden tuottoja. Basu (1977) on yksi ensimmäisistä tutkijoista, joka löytää tilastollisesti merkitseviä arvoanomaliaan viittaavia tuloksia. Hän muodostaa P/E-luvulla jaoteltuna viisi portfolioa ja tutkii niiden tuottoja Yhdysvaltain pörssissä vuosina 1957–1971. Kaksi matalimman P/E-luvun portfolioa tuottavat keskimäärin 16,3 % vuodessa, kun taas kaksi korkeamman P/E-luvun portfolioa vain 9,3–9,5 % vuodessa. Lisäksi Basu toteaa, että arvoportfolioiden parempi tuotto ei ole seurausta korkeammasta systemaattisesta riskistä: kaksi matalan P/E-luvun portfolioa tuottivat 4,5 % ja 2 % enemmän, kuin niiden olisi riskitasoonsa nähden pitänyt. Samankaltaisia tuloksia on saatu myös muissa, myöhemmissä tutkimuksissa. Arvo-osakkeiden tuottoja käsitteleviä tutkimuksia käydään laajemmin läpi viidennessä luvussa.

### 3 HINNOITTELUKERTOIMET

Tämän luvun tarkoitus on määritellä tutkielman kannalta relevantit hinnoittelukertoimet. Arvo- ja kasvusijoittamisesta tehdyissä vertailevissa tutkimuksissa käytetään useimmiten juuri näitä suhteellisen arvonmäärityksen hinnoittelukertoimia jakamaan osakkeet arvo- ja kasvuosakkeiksi ja sitä kautta arvo- ja kasvuportfolioihin. Kaikilla seuraavaksi esiteltävillä tunnusluvuilla on alan kirjallisuudessa ja tutkimuksissa useita esitysmuotoja. Lukijan on tärkeä huomata, että vaikka tunnusluvut esitettäisiin käänteisessä muodossa, niiden merkitys ei muutu.

#### 3.1 P/E- ja PEG-luvut

P/E-luku lienee sijoittajien yleisimmin käyttämä tunnusluku. P/E-luku määritellään seuraavasti:

$$P/E = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{osakekohtainen nettotulos}} \quad (1)$$

P/E-luku voidaan esittää myös käänteisessä muodossa, jolloin sitä kutsutaan tulostuotoksi. P/E-luku kuvaa sitä, kuinka kauan yrityksellä kestäisi tehdä oman hintansa verran nettotulosta eli ikään kuin maksaa itsensä takaisin (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 241). P/E-lukua käytetään yleisesti verrokkiarvonmäärityksessä. Vertaamalla yrityksen P/E-lukua vertailuyritysten osakkeiden P/E-luvun keskiarvoon tai mediaaniin, voidaan tehdä päätelmiä siitä, onko osake markkinoilla yli- tai aliarvostettu (Kallunki & Niemelä, 2012). P/E-lukua kritisoidaan myös laajalti, sillä nettotulokseen voidaan vaikuttaa kirjanpidollisilla menetelmillä. Toisaalta kertoimen arvoon vaikuttavat korkokulujen kautta myös erot pääomarakenteessa. P/E-luku ei siis välttämättä sovellu käytettäväksi, mikäli vertailtavien yritysten pääomarakenteet eroavat toisistaan suuresti. (Seppänen, 2017, s. 165.)

PEG-luku on P/E-luvusta johdettu, yleisimmin nimenomaan kasvusijoittajien käyttämä tunnusluku. Sillä pyritään hinnoittelemaan yrityksen kasvumahdollisuuksia. Sen avulla voidaan siis löytää kohtuullisesti hinnoiteltuja kasvuyhtiöitä. PEG-luku lasketaan jakamalla P/E-luku osakekohtaisen tuloksen odotetulla kasvuvauhdilla.



Tunnuslukua on teoriassa varsin helppo tulkita: jos PEG-luku saa pienemmän arvon kuin yksi, eli P/E-luku on pienempi kuin osakekohtaisen tuloksen odotettu kasvuvauhti, saattaa osake olla aliarvostettu.

### 3.2 EV/EBIT-luku

Kallunki ja Niemelä (2012) toteavat EV/EBIT-luvun käyttötarkoituksen olevan pitkälti samankaltainen P/E-luvun kanssa. He kiinnittävät huomiota myös siihen, että näiden kahden tunnusluvun välillä on vahva korrelaatio. EV/EBIT-luku määritellään seuraavasti:

$$EV/EBIT = \frac{Yritysarvo}{Liikevoitto} \quad (2)$$

Yritysarvo (EV) lasketaan useimmiten laskemalla oman pääoman, vähemmistöosuuden sekä korollisten velkojen markkina-arvot yhteen ja vähentämällä niistä ei-operatiivisten varojen markkina-arvo (Seppänen, 2017, s. 156).

EV/EBIT-luvun eräs keskeisistä eroista P/E-lukuun verrattuna on se, että se huomioi yrityksen rahoitusrakenteen. Liikevoittoon ei voi samalla tavalla vaikuttaa kirjanpidollisilla toimenpiteillä, mikä tekee liikevoitosta yksiselitteisemmän nettotulokseen verrattuna. Eri maiden yhtiöitä on myös mielekkäämpää verrata EV/EBIT-kertoimella, sillä liikevoittoon eivät vaikuta eri maiden veroasteiden erot. (Kallunki & Niemelä, 2012.)

### 3.3 P/B-luku ja oman pääoman tuotto prosentti

P/B-luku on sijoittajien keskuudessa yleisimmin käytetty tasesubstanssiin suhteutettu tunnusluku. Se on P/E-luvun lisäksi arvo- ja kasvuosakkeiden vertailussa yleisesti ottaen eniten käytetty hinnoittelukerroin. P/B-luku lasketaan seuraavasti:

$$P/B = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Oman pääoman osakekohtainen tasearvo}} \quad (3)$$

Myös P/B-luku voidaan esittää käänteisessä muodossa. P/B-luku kuvaa yksinkertaisesti sitä, kuinka suuri osakkeen markkinahinta on suhteessa sen osakekohtaiseen kirjanpidolliseen oman pääoman arvoon. P/B-luvun soveltaminen saattaa kuitenkin olla ongelmallista yhteiskunnan rakenteellisten muutosten takia: useissa maissa kokonaistuotanto painottuu yhä enemmän palveluihin ja henkistä pääomaa korostaviin toimialoihin pääomaintensiivisten toimialojen sijasta, jolloin oman pääoman tasearvo saattaa kuvata yritysten todellista taloudellista tilaa aikaisempaa huonommin (Arnott, Harvey, Kalesnik, & Linnainmaa, 2021). Tähän palataan tarkemmin luvussa 6.

Oman pääoman tuottoprosentti (ROE) määritellään seuraavasti:

$$ROE = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oman pääoman tasearvo}} * 100 \quad (4)$$

Oman pääoman tuotto on eräs eniten käytetyistä kannattavuuden tunnusluvuista. Myös siihen tulee kuitenkin suhtautua kriittisesti. Oman pääoman tuottoa voi parantaa lisäämällä yhtiön velkaisuutta. Tämä johtaa kuitenkin lisääntyneeseen oman pääoman tuoton volatiliteettiin, ja väistämättä myös korkeampaan riskitasoon (Knüpfer & Puttonen, 2018, s.188). Oman pääoman tuoton (ROE) ja P/B-luvun välillä vallitsee yhteys: tehokkailla markkinoilla oman pääoman tuoton ollessa oman pääoman tuottovaatimuksen suuruinen P/B-luvun tulisi saada arvo 1. Toisin sanoen, korkeamman kannattavuuden yhtiöillä P/B-luku saa lähtökohtaisesti korkeamman arvon. (Kallunki & Niemelä, 2012.)

### 3.4 Efektiivinen osinkotuottoprosentti

Efektiivinen osinkotuottoprosentti on erityisesti arvosijoittajien paljon käyttämä tunnusluku. Tyypillisesti efektiivinen osinkotuotto on arvo-osakkeilla korkea ja kasvuosakkeilla matala. Tämä viittaa siihen, että erityisesti arvosijoittajan osakkeen kokonaistuotto perustuu usein suureksi osaksi myös osinkotuottoon arvonnousun lisäksi. Efektiivinen osinkotuottoprosentti määritellään seuraavasti:

$$\text{Efektiivinen osinkotuotto} = \frac{\text{Osakekohtainen osinko}}{\text{Osakkeen hinta}} * 100 \quad (5)$$

Teoriassa yrityksen tulisi jakaa koko tuloksensa osinkoina, ellei se löydä markkinoilta samalla riskitasolla tuottavampia vaihtoehtoja. Arvosijoittajalle korkea efektiivinen osinkotuotto viestii yrityksen vakaata asemaa. Toisaalta säännöllinen voitonjaosta saatu kassavirta on myös monille sijoittajille tärkeä kriteeri sijoituskohdetta valittaessa.

## 4 SIOITUSTYYLIT: ARVO- JA KASVUSIOITTAMINEN

### 4.1 Arvosijoittaminen

#### 4.1.1 Arvo-osake

Arvo-osakkeelle ei ole olemassa yhtä vakiintunutta määritelmää. Akateemiset tutkimukset määrittelevät arvo-osakkeet useimmiten yhden tai useamman hinnoittelukertoimen avulla. Esimerkiksi Fama ja French (1998) määrittelevät arvo-osakkeet korkean  $C/P^2$ -,  $B/M$ -,  $E/P$ -lukujen<sup>3</sup> ja efektiivisen osinkotuotto-%:n avulla. Eräs keskeisimmistä arvo-osakkeen piirteistä on siis matala arvostustaso. Esimerkiksi tasepohjaiseen arvostustason määrittämiseen on kuitenkin syytä suhtautua paikoin myös kriittisesti: nykyaikaisissa asiantuntijaorganisaatioissa valtaosa varallisuudesta saattaa olla niin sanottua henkistä pääomaa, eli esimerkiksi asiakassuhteisiin ja toimintatapoihin perustuvaa arvoa, joka ei suoraan näy taseessa (Lindström, 2007, s. 30–31). Arvo-osakkeelle tyypillisiä piirteitä ovat myös korkea efektiivinen osinkotuotto ja osingon kasvuvauhti. Esimerkiksi Chen, Petkova ja Zhang (2008) selittävätkin arvopreemion syntyä Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla nimenomaan osinkotuotolla ja osingon kasvulla. Tyypillisesti arvo-osakkeet ovat myös rahoitusrakenteeltaan konservatiivisia, eli ne on rahoitettu suureksi osaksi omalla pääomalla.

#### 4.1.2 Arvosijoitusstrategiat

Benjamin Grahamia (1894–1976) pidetään klassisen arvosijoittamisen keskeisenä oppi-isänä ja hänen teoriansa juontavat juurensa 1920-luvulta. Teoksessaan *The Intelligent Investor* (1973), hän kuvailee osakemarkkinoita vertauskuvallisesti irrationaalisenä kaverinaan, herra Markkinana, joka jonain päivänä on valmis myymään osakkeita kalliilla hinnalla ja toisena taas halvalla, ilman että mikään

---

<sup>2</sup>  $C/P$ -luvulla viitataan tässä yhteydessä kassavirran (nettotulos + poistot) ja osakekurssin suhteeseen.

<sup>3</sup>  $E/P$ - ja  $B/M$ - ovat  $P/E$ - ja  $P/B$ -lukujen käänteislukuja.

yrittäjien fundamenteissa on välttämättä muuttunut. Modernin arvosijoittajan tapaan, Graham painottaa sijoittamisessaan myös yhtiöiden vakavaraisuutta ja osinkotuottoa.

Warren Buffett lienee maailman tunnetuin sijoittaja. Buffett arvioi sijoituksiaan aina omistajan näkökulmasta, ja kehottaa ostamaan yhtiöitä, joiden liiketoiminnan todella ymmärtää, jolla on vahvat näytöt ja rationaalinen johto. (Hagstrom, 2005, s. 59.) Grahamin tapaan, Buffettia pidetään yleisesti arvosijoittajana: hänen sijoittamisessaan korostuu osakkeen todellisen arvon (*intrinsic value*) määrittäminen. Tarkemmin tarkasteltuna, Buffettin sijoitusstrategiasta löytyy kuitenkin myös kasvusijoittamisen piirteitä. Tähän palataan tarkemmin viidennessä luvussa.

Arvostrategian keskiössä on usein ostaa arvo-osakkeita ja myydä lyhyeksi kasvuosakkeita, jolloin arvo-osakkeiden tuotto perustuu aliarvostuksen purkautumiseen ja kasvuosakkeiden tuotto korkean arvostustason laskuun. Tärkeää on huomata myös se, että akateemisissa tutkimuksissa arvoportfoliot määritellään usein varsin yksinkertaisilla, esimerkiksi yhdellä tunnusluvulla jaotteluun perustuvilla keinoilla. Todellisuudessa arvosijoitusstrategiat sisältävät usein myös laadullisten tekijöiden arviointia, joilla on tärkeä rooli arvosijoittamisessa.

Lindström (2007, s. 27–28) jakaa arvosijoittajat kolmeen eri ryhmään: perinnäiset arvosijoittajat, vastavirtaan kulkijat ja aktivistit. Perinnäinen arvosijoittaja haarukoi osakkeita tunnuslukujen avulla, kun taas vastavirtaan kulkija pyrkii nimensä mukaisesti etsimään tilaisuuksia, jossa sijoittajien käyttäytyminen toimii hänen eduksensa ja markkinoille syntyy sitä kautta hyviä osto- tai myyntipaikkoja. Aktivisteilla Lindström tarkoittaa suursijoittajia, jotka ostavat yrityksestä niin suuren osuuden, että voivat osallistua päätöksentekoon tehokkaasti.

Arvosijoittajat käyttävät usein myös erilaisia kvantitatiivisia suodatinmenetelmiä. Esimerkiksi Piotroskin (2000) kuuluisa B/M-lukuun pohjautuva arvosijoitusmenetelmä, F-score, mittaa yrityksen kolmea keskeistä taloudellisen tilan osa-aluetta, kannattavuutta, maksuvalmiutta ja tehokkuutta, yhdeksällä eri mittarilla. Suodatinmenetelmä parantaa klassista B/M-anomaliaan perustuvaa sijoitusstrategiaa suodattamalla huonosti suoriutuvat yhtiöt aineistosta pois. Tutkimuksessaan Piotroski esittää myös F-scorella saavutetut tulokset: Parhaat tuotot menetelmä tarjoaa pienille

yhtiöille, joiden matalan ja korkean F-scoren portfolioiden tuottoero oli 27 %. Kokonaisuudessaan, F-scoreen pohjautuva strategia tuotti vuosina 1976–1996 keskimäärin 23 % vuodessa. (Piotroski, 2000.)

## 4.2 Kasvusijoittaminen

### 4.2.1 Kasvuosake

Arvo-osakkeen tavoin, myöskään kasvuosakkeelle ei ole olemassa yksittäistä universaalia tai vakiintunutta määritelmää. Akateemisessa tutkimuksessa kasvuosake määritellään tyypillisesti yksittäisen tai useamman hinnoittelukertoimen avulla. Esimerkiksi Fama ja French (1998) määrittelevät kasvuosakkeet matalien B/M-, E/P-, C/P-lukujen ja efektiivisen osinkotuoton avulla. Kasvuosakkeelle tyypillinen ominaisuus on siis korkea arvostustaso. Kasvusijoittajat käyttävät analyysissään tyypillisesti myös tulokasvun huomioivaa PEG-lukua. On tärkeä huomata, että yleisesti ottaen kasvuyhtiöiden arvostustasot ovat matalampia korkeiden korkotasojen aikoina: korkea korkotaso pienentää erityisesti kaukana tulevaisuudessa olevien kassavirtojen nykyarvoa, joista osakkeen arvo lopulta määrittyy.

Korkean arvostustason lisäksi kasvuosakkeelle tyypillisiä ominaisuuksia ovat korkea odotettu tulokasvu sekä investointiaste. Onnistuneet investoinnit mahdollistavat tulevaisuuden tulokasvun. Tulevaa tulokasvua sijoittajat pyrkivät arvioimaan esimerkiksi menneen tuloksen tai liikevaihdon kasvun avulla. Hämäläinen ym. (2019, s. 70–81) toteavat menneen liikevaihdon kasvun olevan tarkempi mittari tulevaisuuden osakekohtaisen tuloksen kasvun ennustamisessa. Kasvuosakkeelle tavanomaista on myös korkea oman pääoman tuottoprosentti (ROE).

Miller ja Prondzinski (2020) käyttävät arvo- ja kasvuosakkeiden tuottoja vertailevassa tutkimuksessaan CRSP U.S. Large Cap Growth -indeksiä. Indeksiin kasvuosakkeet haarukoidaan seuraavilla viidellä mittarilla, jotka kiteyttävät kasvuosakkeelle tyypillisiä kriteerejä: 1) Pitkän aikavälin osakekohtaisen tuloksen (EPS) odotettu kasvu 2) Lyhyen aikavälin osakekohtaisen tuloksen odotettu kasvu 3) Kolmen vuoden historiallinen osakekohtaisen tuloksen kasvu 4) Kolmen vuoden osakekohtaisen

liikevaihdon kasvu 5) Tämänhetkinen investointien ja taseen loppusumman suhde 6) Pääoman tuottoaste. (CRSP, 2020.)

#### 4.2.2 Kasvustrategiat

Eräs historian tunnetuimmista kasvusijoittajista oli Philip Fisher (1907–2004). Kirjassaan *Common Stocks and Uncommon Profits* (1996, s. 47–120) hän esittelee viidentoista kohdan haarukointimenetelmän osakkeiden valitsemiseen. Sijoitusstrategiassaan hän painottaa esimerkiksi sitä, kuinka paljon kohdeyritys käyttää resursseja tuotekehitykseen ja tutkimukseen suhteessa sen kokoon. Lisäksi hän korostaa laadullisia tekijöitä, kuten esimerkiksi johdon sitoutumista kasvutavoitteisiin sekä tehokasta myyntiorganisaatiota. Kasvusijoittajalle tyypillisesti, Fisher painottaa myös korkeaa kannattavuutta ja tuloksen keskimääräistä nopeampaa kasvunopeutta.

Kasvusijoittamisen kehittymiseen on vaikuttanut suuresti myös Peter Lynch. Lynch pyrkii ostamaan kasvuyhtiöiden osakkeita modernin kasvusijoittajan tavoin matalalla arvostuksella. Hän kuvailee lempisijoituskohteikseen kovan kasvun pienyhtiöt. Toisaalta hän painottaa arvosijoittajan tavoin myös yrityksen fundamentteja eli esimerkiksi velkaisuutta, tasetta ja kasvavaa osinkoa. (Lynch & Rothchild, 1989, s. 227–233.) Hänen sijoitustyylinsä siis sisältää selkeästi piirteitä sekä arvo- että kasvusijoittamisesta.

Kasvusijoittajat pyrkivät usein ostamaan nimenomaan pienten ja kasvun alkuvaiheessa olevien yritysten osakkeita sekä yhdistämään pienyhtiöanomalian hyötyjä omaan sijoitusstrategiaansa. Pienten yhtiöiden markkinat saattavatkin olla tehottomammat, ja tarjota myös siksi hyviä tuottomahdollisuuksia (Hämäläinen ym., 2019). Kyseisen sijoitustyylin toimivuudesta on myös empiiristä näyttöä. Esimerkiksi Bauman, Conover ja Miller (1998) jaottelevat kasvuyhtiöiden tuottoja markkina-arvon mukaan käyttämällä neljää eri tunnuslukua, P/E- P/B-, P/CF-lukuja sekä efektiivistä osinkotuottoprosenttia. Pienemmän markkina-arvon kvartiilin kasvuosakkeet tuottivat kaikilla tunnusluvuilla keskimäärin muita kvartiileja enemmän vuosina 1986–1996.

## 5 ARVO- JA KASVUOSAKKEIDEN TUOTOT

Arvo- ja kasvuosakkeiden tuotoista on olemassa paljon tutkimuksia monilta eri aikajaksoilta ja useista eri maista. Kiinnostus arvo- ja kasvuosakkeita vertailevaan tutkimukseen on kasvanut 1990-luvulta eteenpäin, ja aiheesta julkaistut tunnetuimmat tutkimukset onkin julkaistu sen jälkeen. Vertailevien tutkimusten juuret ovat aikaisemmissa arvo-osakkeista tehdyissä tutkimuksissa, jossa arvopreemion jäljille päästään esimerkiksi P/E-luvun avulla. Tästä esimerkkinä Basun (1977) tutkimus, joka esiteltiin lyhyesti luvussa 2. Tässä luvussa esitellään olennaisimmat kasvu- ja arvo-osakkeita vertailevat tutkimukset sekä niistä tehdyt johtopäätökset. Tämän lisäksi tehdään lyhyt katsaus arvo- ja kasvustrategioita yhdisteleviin tutkimuksiin. Arvo- ja kasvustrategioita yhdistävää sijoitustyyliä on tutkittu empiirisesti huomattavasti vähemmän, vaikka viitteitä sijoitustyyliä yhdistävästä strategiasta löytyy paljon aiheeseen liittyvästä kirjallisuudesta.

### 5.1 Klassiset tutkimukset

Tunnetuin arvo- ja kasvuosakkeista tehty tutkimus lienee Faman ja Frenchin vuodelta 1992, jossa he tutkivat kymmenen kasvu- ja arvoportfolioiksi jaotellun salkun tuottoja Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla vuosina 1963–1990. Tutkimuksessa osakkeet jaetaan portfolioihin B/M-luvun perusteella. He löytävät vahvan suhteen keskimääräisen tuoton ja B/M-luvun välillä: korkeimman B/M-luvun portfolio tuotti matalimpaan verrattuna keskimäärin 1,53 % enemmän kuukaudessa. Lakonishok, Shleifer ja Vishny (1994) löytävät samankaltaisia tuloksia Yhdysvaltojen osakemarkkinoilta vuosilta 1968–1990. Matalan B/M-luvun osakkeet tuottavat vuodessa keskimäärin 10,5 % vähemmän verrattuna korkean B/M-luvun osakkeisiin. Lisäksi he havaitsivat, että arvo-osakkeiden parempi suoriutuminen kasvuosakkeisiin nähden ei selity yhtiöiden kokoeroilla: tuottoero on kokokorjattunakin 7,8 % vuodessa.

Capaul, Rowley ja Sharpe (1993) lähestyvät asiaa hieman eri näkökulmasta, sillä he vertaavat muodostettujen portfolioiden sijaan muutoksia indekseissä. Yhdysvaltalaisia osakkeita he tutkivat S&P Barra -indeksien avulla, jotka muodostettiin jakamalla kaikki silloisen S&P 500-indeksin osakkeet kahteen ryhmään, arvo- ja kasvuindeksiin B/M-luvun avulla. Muiden maiden kohdalla he käyttävät Sveitsin keskuspankin



tarjoamia samankaltaisia indeksejä. Tutkimuksen tulkinnan kannalta on syytä huomata, että tutkimusperiodi, 1981–1992, on tässä tutkimuksessa kuitenkin huomattavasti lyhyempi kuin esimerkiksi Faman ja Frenchin (1992) tutkimuksessa. Tutkimus kontribuoi kuitenkin paljon, sillä se ottaa tutkimukseen mukaan Yhdysvaltojen lisäksi myös viisi muuta maata: Ranskan, Saksan, Sveitsin, Iso-Britannian ja Japanin. Tutkimuksen tulokset ovat linjassa muiden tutkimusten kanssa: Sharpen luku<sup>4</sup> on kaikissa maissa arvoindekseillä korkeampi.

Fama ja French (1998) laajentavat tutkimustaan lisäämällä siihen useamman tunnusluvun ja ottamalla siinä huomioon myös entistä laajemman maantieteellisen alueen. Tutkimuksessaan he tarkastelevat kansainvälisten markkina-, arvo- ja kasvuportfolioiden tuottoja vuosina 1975–1995 B/M-, E/P-, C/P-lukujen ja efektiivisen osinkotuoton avulla. Tutkimus osoittaa selkeästi sen, että arvo-osakkeiden tuotot ovat B/M-luvulla jaoteltuna korkeampia kahdessatoista maassa kolmestatoista, ja erot arvo- ja kasvuportfolioiden tuottojen keskihajonnassa eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Tuottoero matalan ja korkean B/M-luvun portfolioiden välillä on 7,68 % vuodessa. Tulokset ovat samankaltaisia myös muilla edellä mainituilla tunnusluvuilla.

Chan ja Lakonishok (2004) tuovat esiin erityisen poikkeaman aikaisemmista tutkimuksista. Capaulin, Rowleyn ja Sharpen (1993) tapaan he vertailevat arvo- ja kasvuosakkeita indeksitasolla. Poiketen aikaisemmista tutkimuksista he huomaavat, että aikajaksolla 1996–1999 kasvuosakeindeksi tuottaa keskimäärin 31,3 %, kun taas arvoindeksi keskimäärin 9,5 %. Toisaalta tutkimuksessa havaitaan myös, että aikaperiodilla 1986–2002, arvo-osakkeet tuottavat keskimäärin 11,9 % vuodessa, kun taas kasvuosakkeet 10,18 %, arvo-osakkeiden arvonvaihtelun ollessa pienempää. Tämä tarkoittaa siis sitä, että pitkän aikavälin tutkimustulos on linjassa aikaisempien tulosten kanssa. Yllä kuvattuihin tutkimuksiin vedoten näyttäisi siltä, että 1990-luvun lopun poikkeamasta huolimatta, arvo-osakkeet ovat tuottaneet riskikorjattuna

---

<sup>4</sup> Sharpen luku lasketaan jakamalla portfolion tuoton ja riskittömän koron erotus sen tuottojen keskihajonnalla. Sharpen luku siis suhteuttaa ylituoton ja riskin yhdeksi tunnusluvuksi.

keskimäärin kasvuosakkeita paremmin, ja näin ollen arvostrategia on vuosina 1963–2002 ollut sijoittajalle yleisesti kannattavampi.

## 5.2 Modernit tutkimukset

Miller ja Prondzinski (2020) tutkivat arvo- ja kasvuosakkeita Yhdysvalloissa 2002–2019 CRSP Large Cap Value ja Large Cap Growth -indeksien avulla. Aikaisemmista tutkimustuloksista poiketen, koko aikaperiodilla kasvuosakkeiden keskimääräinen kuukausittainen tuotto, 0,96 %, on suurempi kuin arvo-osakkeiden 0,849 %. Riskiin suhteutettuna arvo-osakkeet kuitenkin suoriutuvat paremmin: keskimääräinen kuukausittainen Sharpen luku arvo-osakkeille on 0,933 ja kasvuosakkeille 0,515. Tutkimuksen erityspiirteinä aikaisempiin verrattuna on se, että se tarkastelee erikseen myös lyhyempiä aikaperiodeja vuosien 2002–2019 välillä. Esimerkiksi aikajaksolla 2009–2019 arvopremio näyttäisi hävinneen: arvo-osakkeet tuottavat keskimäärin 1,22 % ja kasvuosakkeet 1,34 % arvo-osakkeiden riskitason ollessa korkeampi. Miller ja Prondzinski tekevät myös havainnon tuotoista vuosien 2007–2009 välillä: arvo-osakkeet tuottavat –3,425 % ja kasvuosakkeet –2,622 %, arvo-osakkeiden kvartaalikohtaisen keskihajonnan ollessa 0,748 % ja kasvuosakkeiden 0,394 %. Riskikorjattunakin kasvuosakkeet tuottavat siis kriisin aikana paremmin.

Tsai (2016) erittelee arvo- ja kasvuosakkeiden tuottoja Euroopan osakemarkkinoilla kahdella eri aikaperiodilla, 1975–2014 ja 2008–2014. Tutkimuksessaan hän käyttää aikaisempia tutkimuksia myötäillen B/P-, E/P-, C/P-lukuja ja efektiivistä osinkotuottoa. Tutkimuksessa pitempi aikaperiodi osoittaa arvopremion olemassaolon selkeästi. Vuosina 2008–2014, tulokset näyttävät kuitenkin erilaisilta. Tsai havaitsee arvo-osakkeiden suoriutuneen huonommin vuoden 2008 jälkeen. Lee, Strong ja Zhu (2014) kohdentavatkin tutkimuksensa kattamaan nimenomaan finanssikriisin 2008–2009, ja toteavat kasvuosakkeiden suoriutuneen sen aikana paremmin.

An, Cheh ja Kim (2017) vertailevat arvo- ja kasvuosakkeita Yhdysvaltojen markkinoilla 1999–2014 aikaisemmista tutkimuksista poiketen EBIT/EV ja BV/EV<sup>5</sup>-lukujen avulla. Tutkimusmenetelmä on varsin relevantti, sillä lukuun 3 viitaten, EV/EBIT huomioi muun muassa rahoitusrakenteen ja verotukselliset erot. Tutkimuksessa arvo-osakkeet tuottavat vuodessa keskimäärin 15 % ja kasvuosakkeet 12 %. Samalla arvovaihtelu arvo-osakkeilla on pienempää. Tutkimuksesta voi kuitenkin havaita, että vuoden 2007 jälkeen, erot arvo- ja kasvuosakkeiden tuotoissa ovat pienentyneet.

Arnott ym. (2021) täydentävät arvo- ja kasvuosakkeiden tutkimusta viime vuosikymmenen ajalta. Aikaisempia tutkimuksia myötäillen, he jakavat osakkeet kahteen eri portfolioon B/P-luvun avulla ja tutkivat arvofaktorin<sup>6</sup> kehitystä vuosina 2007–2020. Tutkimuksessaan he havaitsevat, että arvofaktori tuotti kyseisenä aikajaksona vuosittain keskimäärin –5,4 %. Lisäksi Arnott ym. toteavat, että kyseinen 13 vuoden periodi on pisin vuosina 1963–2020 havaittu yhtenäinen aikajakso, jolloin arvo-osakkeet ovat hävinneet kasvuosakkeille. Kirjoittajat huomauttavat kuitenkin, että koko aikajaksolla 1963–2020 arvo-osakkeet ovat silti tuottaneet paremmin. Myös Lev ja Srivastava (2019) saavat vastaavia tuloksia vuosilta 2007–2018.

Moderneista tutkimuksista voidaan siis havaita kaksi asiaa: 2000-luvun alkupuolella, arvo-osakkeet tuottivat hyvin, kun taas vuoden 2007 jälkeen tilanne on kääntynyt päinvastaiseksi. Yli 13 vuotta jatkunut arvo-osakkeiden huonompi suoriutuminen on pisin yhtäjaksoinen aikaperiodi, jolloin perinteisellä tavalla määritellyt kasvuosakkeet ovat tuottaneet paremmin. Arvofaktorin vuoden 2007 jälkeisestä huonosta suoriutumisesta huolimatta, pitkällä aikavälillä arvo-osakkeet ovat tuottaneet historiallisesti kasvuosakkeita paremmin, joka viittaa siihen, että nykytiedon valossa pitkäjänteiselle sijoittajalle arvostrategia saattaa edelleen olla kannattavampi. Arvostrategioita on kuitenkin syytä kehittää tehokkaammiksi ja nykyaikaisemmiksi. Niihin voi olla aiheellista sisällyttää elementtejä, jotka huomioivat tarkemmin esimerkiksi yrityksen taloudellista asemaa ja suodattavat pois huonosti suoriutuvia

---

<sup>5</sup> BV/EV-luku viittaa osakekohtaisen oman pääoman ja osakekohtaisen yritysarvon suhteeseen.

<sup>6</sup> Arvofaktorilla viitataan tässä yhteydessä Fama-French HML-faktoriin, joka lasketaan jakamalla markkinaportfolion osakkeet korkeimpaan ja matalimpaan 30 % niiden B/P-luvun avulla.

yhtiöitä. Samalla nykyaikaisessa taloudellisessa ympäristössä voi myös olla relevanttia kyseenalaistaa perinteisiin P/E- ja P/B-lukuihin perustuva arvo- ja kasvuosakkeiden määrittely, sillä ne eivät enää kuvaa yritysten taloudellista tilaa yhtä hyvin kuin aikaisemmin. Tähän palataan tarkemmin luvussa 6.

### 5.3 Arvo- ja kasvustrategian yhdistäminen

Ahmed ja Nanda (2001) muodostavat 25 erilaista portfolioa osakekohtaisen tuloksen (EPS) kasvun ja E/P-luvun avulla, sekä tutkivat niiden arvonkehitystä Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla vuosina 1982–1997. 100 dollaria sijoitettuna neljään korkeimman kasvun ja E/P-luvun portfolioon periodin alussa olisi ollut kumulatiivisesti aikajakson lopussa 1555 dollaria, kun taas arvoindeksiin sijoittamalla 100 dollaria olisi kasvanut 1278 dollariin.

Chahine (2008) tutkii eurooppalaisia osakkeita vuosina 1988–2003 kahden kriteerin, P/E-luvun ja osakekohtaisen tuloksen kasvun avulla. Chahine määrittelee matalan P/E-luvun ja korkean tulokasvun osakkeet aliarvostetuiksi kasvuosakkeisiksi ja muodostaa strategian, jossa hän ostaa juuri näitä sekä myy lyhyeksi korkeasti arvostettuja matalan kasvun osakkeita. Tulokset ovat samankaltaisia Ahmedin ja Nandan (2001) tuloksien kanssa: matalasti arvostetut kasvuosakkeet tuottivat riskikorjattuna koko aikaperiodilla keskimäärin paremmin, kuin arvo- tai kasvuosakkeet yksinään.

Schatzberg ja Vora (2009) yhdistävät P/E-luvun ja osakekohtaisen tuloksen kasvun PEG-luvuksi. Heidän tutkimuksensa sijoittuu Yhdysvaltojen osakemarkkinoille ja kattaa aikajakson 1990–2003. Linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa, korkean kasvun matalasti arvostetut yhtiöt tuottavat aikaperiodilla paremmin, kuin arvo- tai kasvuosakkeet. Matalimman PEG-luvun viidesosa tuottaa aikajaksolla keskimäärin 20,4 %, kun taas korkeimman 11,3 %. Aikaisempiin tutkimustuloksiin verrattuna, Schatzberg ja Vora kuitenkin tekevät tärkeän havainnon: korkean kasvun arvo-osakkeilla myös arvonvaihtelu eli riski on aikajaksolla korkeampaa.

Tutkimusten tulokset viittaavat siihen, että arvo- ja kasvustrategiaa yhdistämällä voi saada parempia tuottoja, kuin kummallakaan tyylillä yksinään. Tutkimustiedon

vähyydestä johtuen luotettavaa johtopäätöstä nimenomaan riskikorjatusta paremmasta tuotosta ei kuitenkaan voi tehdä. Tämä luokin mielenkiintoista pohjaa mahdollisille jatkotutkimuksille. Lisäksi on tärkeä huomata, että Peter Lynchin lisäksi myös muiden tunnettujen sijoittajien tyyleistä löytyy selkeästi piirteitä molemmista strategioista. Esimerkiksi Warren Buffett teki suurimmat Coca-Cola-ostonsa 1980-luvun loppupuolella, jolloin sen P/B- ja P/E-luvut olivat Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden silloista keskimääräistä arvoa merkittävästi korkeammat (Jain, 2010, s. 44). Coca-Cola oli siis Buffettin ostohetkellä nykymittapuilla kasvuosake, vaikka häntä kuvaillaan useimmissa konteksteissa nimenomaan arvosijoittajaksi. Kaksi sijoitustyyliä voivat siis olla toisiaan täydentäviä.

## 6 TUOTTOJEN EROJA SELITTÄVÄT TEKIJÄT

Tutkijat eivät ole yksimielisiä siitä, mistä erot arvo- ja kasvuosakkeiden tuotoissa johtuvat. Perinteisesti kysymys jakaa tutkijat kahteen ryhmään, joista ensimmäinen perustelee erityisesti 1900-luvulla vahvasti esiintynyttä arvopreemiota korkeammalla riskitasolla ja toinen lähestyy aihetta behavioristisesta eli sijoittajien käyttäytymistä selittävästä näkökulmasta. Molempia näkökulmia tukee laaja määrä akateemista tutkimustietoa, joka viittaa siihen, että arvopremio saattaa lopulta olla yhdistelmä molempia tekijöitä. Arvopremion kääntynyt negatiiviseksi vuoden 2007 jälkeen, keskustelu on saanut uuden näkökulman: tutkijat ovat kyseenalaistaneet perinteisten hinnoittelukertoimien relevanssia alan tutkimuksessa, vedoten talouden rakenteellisiin muutoksiin.

### 6.1 Riskinäkökulma

Fama ja French (1992) vetoavat tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin, ja selittävät eroja arvo- ja kasvuosakkeiden tuotoissa kohonneella riskitasolla: kohonnut riskitaso johtaa korkeampaan pääoman kustannukseen ja sitä kautta arvo-osakkeiden matalampiin arvostustasoihin. Heidän mukaansa arvo-osakkeet siis sisältävät jotain sellaista systemaattista- eli markkinariskiä, jota arvopaperien hinnoittelumallit, kuten esimerkiksi CAP-malli<sup>7</sup>, eivät ota huomioon. Tuoreemmassa tutkimuksessaan Fama ja French (1995) löytävät viitteitä korkean BE/ME-luvun ja matalan kannattavuuden yhteydestä, joka tukee heidän näkemystään arvo-osakkeiden korkeammasta riskitasosta. He eivät kuitenkaan löydä luotettavaa yhteyttä osakkeiden tuottojen ja kannattavuuden välillä. Toisin sanoen Fama ja French eivät pysty luotettavasti selittämään arvo-osakkeiden parempia tuottoja kannattavuuseroilla.

Chen ja Zhang (1998) löytävät tutkimuksessaan selkeän yhteyden arvo-osakkeiden ja eri riskitekijöiden välillä. He osoittavat, että arvo-osakkeilla on keskimäärin korkeampi velkaisuustaso ja suurempi E/P-luvun keskihajonta. Myös arvo-osakkeiden

---

<sup>7</sup> Capital Asset Pricing -malli on yleisesti tunnettu arvopapereiden hinnoittelumalli. Sen mukaan osakkeen tuottovaatimus nousee lineaarisesti sen betan kasvaessa.

herkkyys osingon pienennyksille on tutkimuksessa suurempi. Zhang (2005) perustelee arvo-osakkeiden korkeampaa riskitasoa muutoksilla pääoman määrällä eri taloustilanteissa. Huonoina taloudellisina aikoina tyypillisesti pääomaintensiiviset arvoyhtiöt eivät voi skaalata alaspäin tulojen tuottamiseen tarkoitettuja varojaan yhtä helposti kuin kasvuyhtiöt. Tämä johtaa tutkimuksen mukaan muun muassa korkeampaan osinkojen suuruuden sekä huonojen taloudellisten aikojen yhteyteen, ja sitä kautta arvo-osakkeiden korkeampaan riskitasoon. Tutkimuksen tulokset ovat siis linjassa Chenin ja Zhangin tutkimuksen kanssa.

Lakonishok ym. (1994) esittävät arvo-osakkeiden korkeampaa riskitasoa kritisoivia tuloksia. Tutkimuksessaan he toteavat arvo-osakkeiden markkinabetan<sup>8</sup> olevan hyvinä taloudellisina aikoina korkeampi ja huonoina taloudellisina aikoina matalampi. Toisin sanoen, arvo-osakkeiden markkina-arvot siis laskevat vähemmän laskumarkkinassa ja nousevat enemmän nousumarkkinassa. Myös DeBondt ja Thaler (1987) saavat samankaltaisia tuloksia. Chan ja Lakonishok (2004) kritisoivat riskinäkökulmaa vetoamalla kasvuosakkeiden korkeisiin arvostustasoihin 1990-luvun lopussa, ja toteavat niiden olleen riskisempiä kuin esimerkiksi tyypillisesti matalasti arvostetut päivittäistavarahyödykkeitä myyvät yhtiöt.

## 6.2 Behavioristinen näkökulma

Lakonishok ym. (1994) perustelevat arvo-osakkeiden historiallista parempaa suoriutumista sijoittajien käyttäytymisellä. He osoittavat, että kasvuosakkeisiin sijoittaneet henkilöt yliarvioivat systemaattisesti niiden tulevaisuuden kasvumahdollisuuksia perustuen menneeseen kasvuun, ja toisaalta ovat ylipessimistisiä arvo-osakkeiden kasvumahdollisuuksien suhteen. Käytännössä tämä viittaa siis siihen, että markkinat eivät olisi tehokkaat. Lisäksi he havaitsevat, että sijoittajat hinnoittelevat kasvuosakkeiden kasvun oikein lyhyellä aikavälillä, mutta yliarvioivat kasvumahdollisuuksia nimenomaan pidemmällä aikavälillä: arvo- ja kasvuosakkeiden kasvuvauhdit lähenevät toisiaan sijoittajien odotuksia nopeammin. Best, Hodges ja Yoder (2006) löytävät tutkimuksessaan yhteyden odotetun kasvun ja

---

<sup>8</sup> Beta on perinteinen riskimittari, joka kuvaa osakkeen tuoton riippuvuutta markkinan tuotosta.

tuottojen välillä. Heidän mukaansa matalan odotetun kasvun portfoliot tuottavat systemaattisesti korkean odotetun kasvun portfolioita paremmin, joka antaa tukea Lakonishokin ym. näkemykselle. Samankaltaisia tuloksia saavat myös muun muassa Chopra, Lakonishok ja Ritter (1992) sekä Chen, Lung ja Wang (2009).

Myös tuoreemmissa akateemisissa tutkimuksissa saadaan behavioristista näkemystä tukevia tuloksia. Chiang (2016) tutkii arvo- ja kasvuportfolioiden tuottoja kahden muuttujan, osakekohtaisen tuloksen ja tasesubstanssin avulla. Hän havaitsee, että arvo-osakkeiden tuotot kasvavat kasvuosakkeita huomattavasti enemmän osakekohtaisen tuloksen tai tasesubstanssin kasvaessa. Toisin sanoen tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että sijoittajat joko ali- tai yliarvioivat systemaattisesti arvo-osakkeiden kasvumahdollisuuksia. Tutkimuksen tulokset ovat linjassa Lakonishok ym. (1994) kanssa.

Tuottojen eroja ja arvopreemiota perustellaan myös tiettyjen sijoittajatyypin lyhyillä sijoitushorisonteilla. Vaikka arvosijoitusstrategiat ovat tuottaneet pitkällä aikavälillä paremmin, sisältyy niihin kuitenkin pitkiä periodeja, jolloin arvo-osakkeet ovat tuottaneet kasvuosakkeita huonommin. Toimiakseen systemaattisesti, arvosijoitusstrategioita tulee useimmiten noudattaa pitkiä aikajaksoja. Lakonishok, Schleifer, Thaler ja Vishny (1991) tuovat esiin institutionaalisten sijoittajien taipumuksen tehdä päätöksiä lyhyen aikavälin tuottokehityksen perusteella parannellakseen kvartaalikohtaisia lukuja. Edelliseen kappaleeseen viitaten sijoittajat saattavat systemaattisesti yliarvioida kasvuosakkeiden tulevia tuottoja, joka voi tarjota arvosijoittajille mahdollisuuden hyödyntää tätä systemaattista yliarviointia esimerkiksi lyhyeksi myymisen kautta. De Long, Shleifer, Summer ja Waldmann (1990) toteavat, että tällaisista tilanteista hyötyvillä sijoittajilla on kuitenkin usein pieni riskinsietokyky ja lyhyt aikahorisontti, joka osaltaan rajoittaa tätä mahdollisuutta ja saattaa sitä kautta myös selittää arvopreemion pitkäaikaista esiintymistä.



### 6.3 Rakenteelliset muutokset

Lev ja Srivastava (2019) kritisoivat perinteisiä P/B- ja P/E-lukuja arvo- ja kasvuosakkeiden kategorisoinnissa. He tuovat esiin aineettomien hyödykkeiden<sup>9</sup> kasvaneen roolin yritysten investoinneissa erityisesti vuoden 1980 jälkeen, ja oikaisevat P/E- ja P/B-lukuja siten, että ne ottavat huomioon nämä investoinnit. Oikaisu johti siihen, että enimmillään yli puolet arvo- ja kasvuosakkeista vaihtuivat kategoriasta toiseen. Lev ja Srivastava myös toteavat oikaisun parantavan perinteisillä hinnoittelukertoimilla haarukoitujen arvo-osakkeiden tuottoja aikajaksolla 1980–2018.

Myös Arnott ym. (2021) toteavat talouden rakenteellisen muutoksen heikentäneen tiettyjen hinnoittelukertoimien relevanssia arvopreemion tunnistamisessa. He muokkaavat HML-arvofaktoria siten, että se ottaa huomioon aineettomat hyödykkeet, jonka jälkeen useat kasvuosakkeet eivät enää vaikuttaneet arvostustasoltaan korkeilta. Tutkimuksen tulokset ovat yhteneväisiä Levin ja Srivastavan tutkimuksen kanssa: ero perinteisen HML-faktorin ja muokatun faktorin välillä kasvoi merkittävästi juuri vuoden 1980 jälkeen, ja oli erityisen suuri vuosina 2000–2018. Tutkimusten tulokset tukevat siis aikaisempaa havaintoa siitä, että arvostrategioita tulee kehittää entistä paremmiksi. Näyttäisi siltä, että aiheeseen liittyvässä tutkimuksessa voisi olla syytä siirtyä käyttämään tunnuslukuja, jotka ottavat paremmin huomioon nykyaikaisen liiketoimintaympäristön ja taloudelliset rakenteet.

---

<sup>9</sup> Aineettomalla hyödykkeellä tarkoitetaan yleisesti hyödykettä, jolla ei ole aineellista olomuotoa, kuten esimerkiksi patentit ja liikearvo.

## 7 YHTEENVETO

Tutkielman tavoitteena oli vertailla arvo- ja kasvusijoitustyyliä keskenään, sekä selvittää kumpi sijoitustyyleistä on keskimäärin sijoittajalle kannattavampi. Tutkielmassa pääpaino oli eri aikajaksoilla ja menetelmillä tehtyjen tuottotutkimusten vertailemisessa. Toisaalta keskeisinä tavoitteina oli myös selvittää nimenomaan tuottojen eroja selittäviä syitä ja pohtia sitä, voisivatko nämä sijoitustyylit olla toisiaan täydentäviä.

Tutkielmassa lähdettiin liikkeelle perinteisellä rahoitusteorialla ja esiteltiin tehokkaiden markkinoiden hypoteesi, jonka mukaan kaikki markkinoilla oleva informaatio heijastuu osakkeiden hintoihin, ja millään sijoitustyyllillä- tai strategialla ei pitäisi olla mahdollista saavuttaa systemaattisesti epänormaaleja tuottoja. Tämän jälkeen esiteltiin yleisimmät markkina-anomaliat eli tunnetut poikkeamat tehokkaiden markkinoiden hypoteesista. Eräs merkittävimmistä tunnetuista poikkeamista on arvoanomalia, eli arvo-osakkeiden systemaattinen parempi suoriutuminen.

Arvo- ja kasvutyylien ymmärtämiseksi, tutkielmassa edettiin seuraavaksi määrittelemään yleisimmät hinnoittelukertoimet. Selkeästi yleisin vertailuissa käytetty yksittäinen tunnusluku on P/B-luku. Vertailua jatkettiin tuomalla esiin sijoitusstrategioiden ominaispiirteitä ja niiden kehitykseen merkittävimmin vaikuttaneita henkilöitä. Luvussa havaittiin, että akateemisten tutkimusten käyttämä arvo- ja kasvuportfolioiden jako on paikoin yksinkertaistava: todellisuudessa arvo- ja kasvustrategiat sisältävät lähes aina myös laadullisia tekijöitä, useampien tunnuslukujen yhdistelyä ja niiden tulkintaa.

Sijoitustyylien tuottoja vertailevat tutkimukset tuovat yleisesti esiin sen, että pitkällä aikavälillä arvostrategiat ovat olleet sijoittajalle pääsääntöisesti kannattavampia. Tutkielman tulos ei siis poikkea tutkijoiden yleisestä näkemyksestä. Arvopremio on kuitenkin selkeästi pienentynyt, ja vuoden 2007 jälkeinen aikajakso on historian tähän mennessä pisin havaittu periodi, jolla kasvuosakkeet ovat voittaneet arvo-osakkeet. Historiassa on kuitenkin ollut myös aikaisemmin merkittäviä aikajaksoja, jolloin arvopremio on ollut negatiivinen, joten luotettavaa johtopäätöstä arvosijoittamisen pysyvästi heikentyneestä roolista ei voida ainakaan vielä tehdä. Tutkielmassa

havaittiin myös se, että kaksi strategiaa yhdistämällä on mahdollista saada epänormaaleja tuottoja. Luotettavaa johtopäätöstä myöskään yhdistelevän strategian paremmuudesta ei kuitenkaan voi tehdä tehdyn tutkimuksen vähäisestä määrästä johtuen.

Tutkielmassa tunnistettiin kolme pääsyytä, jotka selittävät arvo- ja kasvuosakkeiden tuottojen eroja. Behavioristinen näkökulma perustelee arvopremiota pääsääntöisesti sillä, että sijoittajat yliarvioivat systemaattisesti kasvuosakkeiden tulevia tuottoja menneiden tuottojen perusteella. Perinteisen rahoitusteorian kannattajat vetoavat arvo-osakkeiden korkeampaan riskitasoon. Molemmat näkökulmat ovat tutkimusaineistoon vedoten hyvin perusteltavissa, jolloin herääkin ajatus siitä, että erot selittyisivät jonkinlaisella yhdistelmällä näitä molempia. Tutkielmassa todettiin myös perinteisten P/B- ja P/E-lukujen menettäneen merkitystään ja osaltaan selittävän arvo-osakkeiden viimeaikaista huonoa suoriutumista.

Tutkielman tulokset ovat laajalti hyödynnettävissä erityisesti yksityissijoittajien päätöksenteossa. Vertailu tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden arvioida tyylien ominaispiirteitä tutkimustiedon valossa, sekä poimia molemmista itselleen sopivia parhaita ominaisuuksia, joita voi yhdistellä omassa strategiassaan.

Jatkotutkimuksen kannalta olisi mielenkiintoista tutkia enemmän arvo- ja kasvustrategioita yhdistäviä tyylejä, ja tarkastella sitä, voisiko niiden avulla tehdä systemaattisesti molempia tyylejä parempaa riskikorjattua tuottoa. Tutkielman tuloksista voi nähdä sen, että arvopremio on todennäköisesti seurausta useammasta eri tekijästä. Syitä tuottojen eroissa selittävien tutkimusten voisi siis olla syytä siirtyä tarkastelemaan aihetta näkökulmasta, joka yhdistää esimerkiksi behavioristisen ja korkeammalla riskitasolla arvopremiota perustelevan käsityksen.

## LÄHTEET

- Ahmed, P. & Nanda, S. (2001). Style investing: Incorporating growth characteristics in value stocks. *The Journal of Portfolio Management*, 27(3), 47–59. doi:10.3905/jpm.2001.319801
- An, C., Cheh, J. J. & Kim, I. (2017). Do value stocks outperform growth stocks in the U.S. stock market? *Journal of Applied Finance and Banking*, 7(2), 99–112.
- Arnott, R. D., Harvey, C. R., Kalesnik, V. & Linnainmaa, J. T. (2021). Reports of value's death may be greatly exaggerated. *Financial Analysts Journal*, 77(1), 44–67. doi:0.1080/0015198X.2020.1842704
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18. doi:10.1016/0304-405X(81)90018-0
- 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), 663–68. doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb01979.x
- Bauman, S., Conover, M. & Miller, R. E. (1998). Growth versus value and large-cap versus small-cap stocks in international markets. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 75–89. doi: 10.2469/faj.v54.n2.2168
- Best, R., Hodges, C. & Yoder, J. (2006). Expected earnings growth and portfolio performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 26(4), 431–437. doi:10.1007/s11156-006-7440-4
- Capaul, C., Rowley, I. & Sharpe, W. F. (1993). International value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, 54(1), 27–36. doi: 0.2469/FAJ.V49.N1.27
- Chahine, S. (2008). Value versus growth stocks and earnings growth in style investing strategies in Euro-markets. *Journal of Asset Management*, 9(5), 347–358. doi:10.1057/jam.2008.31
- Chan, L. K. C. & Lakonishok, J. (2004). Value and growth investing: review and update. *Financial Analysts Journal*, 60(1), 71–86. doi:10.2469/faj.v60.n1.2593
- Chen, C., Lung, P. & Wang, F. (2009). Mispricing and the cross-section of stock returns. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(4), 317–349. doi:10.1007/s11156-008-0097-4
- Chen, L., Petkova, R. & Zhang, L. (2008). The expected value premium. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 269–280. doi:10.1016/j.jfineco.2007.04.001
- Chiang, G. (2016). Exploring the transitional behavior among value and growth stocks. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(3), 543–563. doi:10.1007/s11156-015-0511-7
- Chopra, N., Lakonishok, J. & Ritter, J. R. (1992). Measuring abnormal performance. *Journal of Financial Economics*, 31(1), 235–268. doi: 10.1016/0304-405X(92)90005I

CRSP, U.S. Large Cap Growth Index. (2020). Haettu osoitteesta <http://www.crsp.org/products/investment-products/crsp-us-large-cap-growth-index>

De Bondt, W. & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *The Journal of Finance*, 42(3), 557–581. doi: 10.2307/2328371

De Long, B. J., Shleifer, A., Summers, L. H. & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *The Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738. doi:10.1086/261703

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. doi:10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x

Fama, E. F., French, K. R. (1995). size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131–155. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x

Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999. doi:10.1111/0022-1082.00080

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. doi: 10.2307/2325486

Fama, E. F. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55–84.

Fisher, P. A. (1996). *Common stocks and uncommon profits*. Hoboken, New Jersey: Wiley.

Graham, B. (1973). *The intelligent investor* (revised edition). New York: Harper.

Hagstrom, R. G. (2005). *The Warren Buffett way* (2nd edition). John Wiley.

Hämäläinen, K., Oksaharju, J. & Walker, R. (2019). *Pikkuguru: näin löydät tulevaisuuden tähdet*. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

Jain, P. C. (2010). *Buffett beyond value: Why Warren Buffett looks to growth and management when investing*. Wiley.

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. doi: 10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x

Kallunki, J., Martikainen, M. & Niemelä, J. E. (2019). *Ammattimainen sijoittaminen* (8. uudistettu painos). Alma Talent.

Kallunki, J. & Niemelä, J. E. (2012). *Osakkeen arvonmääritys: onnistunut sijoituspäätös*. Talentum.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus* (10. uudistettu painos). Helsinki: Alma Talent.

Lakonishok, J., Schleifer, A., Thaler, R. & Vishny, R. (1991). Window dressing by pension fund managers. *The American Economic Review*, 81(2), 227–231.

Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578. doi:10.1111/j.1540-6261.1994.tb04772.x

Lee, E., Strong, N. & Zhu, Z. (2014). Did the value premium survive the subprime credit crisis? *The British Accounting Review*, 46(2), 166–178. doi:10.1016/j.bar.2014.02.005

Lev, B. & Srivastava, A. (2019). Explaining the recent failure of value investing. *NYU Stern School of Business*. doi:10.2139/ssrn.3442539

Lindström, K. (2007). *Vaurastu arvo-osakkeilla*. Talentum.

Lynch, P. & Rothchild, J. (1989). *One up on Wall Street*. New York: Simon & Schuster Paperbacks.

Miller, M. & Prondzinski, D. (2020). Value style investing versus growth style investing: evidence from the 2002-2019 business cycle. *Journal of Accounting and Finance*, 20(1), 131–143. doi:10.33423/jaf.v20i1.2748

Petkova, R. & Zhang, L. (2005). Is value riskier than growth? *Journal of Financial Economics*, 78(1), 187–202. doi:10.1016/j.jfineco.2004.12.001

Piotroski, J. D. (2000). Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1–41. doi:10.2307/2672906

Schatzberg, J. D. & Vora, G. (2009). PEG investing strategy: a revisit. *Journal of Finance and Accounting*, 48(2), 5–22.

Seppänen, H. (2017). *Yrityksen arvonmäärittäminen*. Alma Talent.

Tsai, L. (2016). Value and growth stocks: European evidence. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 8(2), 15–26.

Zhang, F. & Chen, N. (1998). Risk and return of value stocks. *The Journal of Business*, 71(4), 501–535. doi:10.1086/209755

Zhang, L. (2005). The value premium. *The Journal of Finance*, 60(1), 67–103. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00725.x