



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Tilinpäätöksestä johdetut tunnusluvut ja osakkeiden suhteellinen arvonmääritys: piensijoittajan näkökulma

PLRK Laskentatoimen ja rahoituksen
kandidaatintutkielma

Laatija:
Lauri Pihala

Ohjaaja:
KTM Anu Ikonen-Kullberg

30.4.2024

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

Kandidutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Lauri Pihala

Otsikko: Tilinpäätöksestä johdetut tunnusluvut ja osakkeiden suhteellinen arvonmääritys: piensijoittajan näkökulma

Ohjaaja: KTM Anu Ikonen-Kullberg

Sivumäärä: 44 sivua

Päivämäärä: 30.4.2024

Tämän tutkielman tavoitteena on syventyä tilinpäätöksestä johdettaviin tunnuslukuihin ja osakkeen suhteelliseen arvonmääritykseen piensijoittajan näkökulmasta. Tutkielmassa keskitytään tunnuslukujen analysointiin, jonka avulla yhtiön taloudellista tilannetta ja toimintaedellytyksiä voidaan ymmärtää paremmin. Tutkielman tarkoituksena ei ole tarjota piensijoittajalle suoria sijoitusneuvoja, vaan sen sijaan selventää, kuinka tunnuslukujen ymmärtäminen voi auttaa piensijoittajaa tekemään tietoon perustuvia sijoituspäätöksiä. Tutkielmassa käsitellään myös tilinpäätösinformaation luotettavuutta, sillä tunnuslukujen käyttöön liittyy rajoituksia, jotka riippuvat tilinpäätösinformaation luotettavuudesta ja laadusta.

Tutkielmassa keskitytään tunnuslukuanalyysiin, joka on piensijoittajalle hyödyllinen tilinpäätöksen analyysitekniikka. Tunnuslukuanalyysillä tarkoitetaan yhtiön taloudellisen tilanteen ja taloudellisten toimintaedellytysten arviointia, jonka tavoitteena on tukea tietoon perustuvaa sijoituspäätöksentekoa. Tunnuslukuanalyysi on tärkeä tilinpäätöksen analyysitekniikka ja tunnusluvut toimivat hyödyllisinä indikaattoreina, jotka kuvaavat yhtiön suorituskykyä ja taloudellista tilannetta. Piensijoittajalla on nykyään käytössään kaikki tarvittava tieto tunnuslukuanalyysin toteuttamiseen ja tunnuslukuanalyysiä tehdessään piensijoittaja voi hyödyntää perinteisten tilinpäätöksestä johdettujen tunnuslukujen lisäksi myös markkinaperusteisia tunnuslukuja. Piensijoittajalle keskeistä on löytää sopivia tunnuslukuja monipuoliseen ja laadukkaaseen tunnuslukuanalyysiin. Tutkielmassa tunnuslukujen jako tilinpäätöksestä johdettaviin tunnuslukuihin ja suhteelliseen arvonmääritykseen markkinaperusteisten tunnuslukujen avulla tuo selkeyttä lukijalle.

Tutkielma on toteutettu käsiteanalyttisena tutkimuksena, eikä tutkielma sisällä empiriaa. Tutkielma on kirjallisuuskatsaus, joka perustuu olemassa olevaan kirjallisuuteen, mutta siinä voi esiintyä normatiivisia piirteitä. Tutkielmassa hyödynnetään laajaa valikoimaa kotimaista sekä kansainvälistä kirjallisuutta ja tieteellisiä julkaisuja.

Avainsanat: tunnuslukuanalyysi, kannattavuus, vakavaraisuus, maksuvalmius, suhteellinen arvonmääritys, piensijoittaja.

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	7
1.1	Johdatus tutkielman aihepiiriin	7
1.2	Tutkielman tavoitteet, rajaukset ja rakenne	8
1.3	Tutkimusotteen tarkastelu	10
2	TILINPÄÄTÖKSEN TULKINTA JA LUOTETTAVUUS	11
2.1	Tilinpäätöksen tunnuslukujen merkitys piensijoittajalle	11
2.2	Tilinpäätösinformaation luotettavuus ja vertailukelpoisuus	12
3	TILINPÄÄTÖKSESTÄ JOHDETUT TUNNUSLUVUT	15
3.1	Kannattavuuden tunnusluvut	15
3.2	Vakavaraisuuden tunnusluvut	18
3.3	Maksuvalmiuden tunnusluvut	19
4	OSAKKEIDEN SUHTEELLINEN ARVONMÄÄRITYS	23
4.1	Arvonmääritys	23
4.2	Osakekohtaiset tunnusluvut	25
4.3	Hintakertoimet	29
5	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	37
	Lähteet	43

Kaavaluettelo

KAAVA 1.	LIIKEVOITTOPROSENTTI (KAISANLAHTI & LEPPINIEMI 2017, 168)	15
KAAVA 2.	ROIC (MCKINSEY & COMPANY 2015, 30)	16
KAAVA 3.	ROA (GOEL 2016, 175)	17
KAAVA 4.	OMAVARAISUUSASTE (KAISANLAHTI & LEPPINIEMI 2017, 197)	18
KAAVA 5.	GEARING (KAISANLAHTI & LEPPINIEMI 2017, 199)	19
KAAVA 6.	QUICK RATIO (KALLUNKI 2022, 126)	20
KAAVA 7.	CURRENT RATIO (KALLUNKI 2022, 127)	21
KAAVA 8.	EPS (KALLUNKI 2022, 144)	26

KAAVA 9. EFEKTIIVINEN OSINKOTUOTTOPROSENTTI (KALLUNKI 2022, 178)	27
KAAVA 10. P/E (KALLUNKI 2022, 160)	31
KAAVA 11. P/S (CALHOUN 2020, 65)	34
KAAVA 12. P/B (KALLUNKI 2022, 171)	35
KAAVA 13. EV/EBITDA (CALHOUN 2020, 75)	36

Kuvioluettelo

KUVIO 1. NVIDIA JA TESLAN KURSSIKEHITYS (BLOOMBERG 2024)	32
--	----

Taulukkoluetelo

TAULUKKO 1. OMAVARAISUUSASTEEN ARVIOINTIKRITEERIT (KAISANLAHTI & LEPPINIEMI 2017, 197)	19
TAULUKKO 2. QUICK RATION ARVIOINTIKRITEERIT (KAISANLAHTI & LEPPINIEMI 2017, 188)	20
TAULUKKO 3. CURRENT RATION ARVIOINTIKRITEERIT (KAISANLAHTI & LEPPINIEMI 2017, 188)	21

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus tutkielman aihepiiriin

Piensijoittaja tekee sijoituspäätöksiä rahoitusmarkkinoilla yhtiöiden taloudelliseen raportointiin luottaen. Pääomamarkkinoilta rahoitusta hakevien yhtiöiden taloudellinen raportointi on keskeinen informaationlähde piensijoittajalle. Kultakin ajanjaksolta yhtiön toiminnan kannattavuudesta ja taloudellisesta asemasta annettavat tilinpäätöstiedot ovat kriittisen tärkeitä, sillä ne mahdollistavat piensijoittajalle perusteltujen ja rationaalisten sijoituspäätösten tekemisen. Piensijoittaja, joka aikoo sijoittaa yhtiöön ostamalla yhtiön osakkeita kohdistaa yhtiöön monipuolista taloudellista tunnuslukuanalyysia. Huomioon otettavia seikkoja taloudellisessa tunnuslukuanalyysissa ovat yhtiön kasvupotentiaali, kannattavuus, vakavaraisuus sekä maksuvalmius (Gizem 2022, 5).¹ Piensijoittajalle on eduksi tuntea taloudellisen informaation perusta ja keskeiset säännöt, jotta sijoituspäätöksiä voidaan tehdä rationaalisin perustein. (Haaramo & Palmuaro 2018, 14.)

Yhtiöiden taloudellisen raportoinnin ensisijaisena tarkoituksena on tarjota tietoa ja dataa yrityksen taloudellisesta asemasta ja sen suorituskyvystä. Taloudellisissa raporteissa kuten tilinpäätöksessä esitettyjen tietojen avulla voidaan arvioida yhtiön taloudellista asemaa ja suorituskykyä sekä liiketoiminnassa tapahtuneita trendimuutoksia (Robinson & Thomas 2012, 3). Tilinpäätöksessä esitetään monenlaisia tunnuslukuja, jotka voivat toimia ennakoivina signaaleina tarkasteltaessa osakkeiden arvonnousua tai arvonalenemista. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2005, 11–12.)

Tunnuslukuanalyysillä tarkoitetaan yhtiön taloudellisen tilanteen ja taloudellisten toimintaedellytysten arviointia, jonka tavoitteena on tukea tietoon perustuvaa sijoituspäätöksentekoa. Toteutetun tunnuslukuanalyysin avulla piensijoittajalla on mahdollisuus verrata yhtiötä, josta tunnuslukuanalyysi on tehty toisiin yhtiöihin ja pääomamarkkinoiden asettamiin tavoitteisiin. Tunnuslukuanalyysin hyödyllisyys

¹ Alkuperäinen lähde Baydas, M (2020). Analysis of the relationship between financial performance and stock return: A comparison on Borsa Istanbul manufacturing firms (Unpublished doctoral dissertation). Necmettin Erbakan University, Institute of Social Sciences, Konya.

perustuu sen kykyyn tuottaa tietoa, jota piensijoittaja voi käyttää vertailutilanteissa ja muodostaa näkemyksen yhtiön menneestä kehityksestä sekä arvioida yhtiön tulevaisuuden kehitystä ja kannattavuutta. (Kallunki 2022, 14.) Tutkielmassa tunnuslukuanalyysia käsitellään aluksi tilinpäätöksestä johdettavien tunnuslukujen avulla, joiden avulla saadaan kokonaisvaltainen käsitys yhtiön kannattavuudesta, vakavaraisuudesta ja maksuvalmiudesta. Sen jälkeen käsitellään osakkeen suhteellista arvonmäärittystä markkinaperusteisten tunnuslukujen avulla. Tilinpäätöksestä johdettavia tunnuslukuja ja markkinaperusteisia tunnuslukuja käsitellään piensijoittajan näkökulmasta ja yksittäiset tunnusluvut ovat piensijoittajan käytettävissä ja laskettavissa piensijoittajan oman harkinnan mukaan.

1.2 Tutkielman tavoitteet, rajaukset ja rakenne

Tutkielman tavoitteena on tutkia, miten piensijoittaja voi käyttää hyödyksi tilinpäätösinformaatiota tunnuslukuanalyysissä. Tilinpäätöksen avulla yhtiön liiketoimintaan perehtyvät erityisesti yrityksen ulkoiset sidosryhmät, kuten piensijoittajat. Tutkielmassa tunnuslukujen tulkintaa käsitellään piensijoittajan näkökulmasta. Tiedon keräämisessä on kaksi menettelytapaa, jotka ovat tilinpäätöksen lukeminen ja omien päätelmien rakentaminen tunnuslukujen perusteella. Omien tulkintojen rakentamista tunnuslukujen avulla tarvitaan erityisesti, kun piensijoittaja vertaa yhtiöitä keskenään ja tunnuslukuanalyysin avulla voidaan selvittää yhtiön taloudellisessa tilanteessa tapahtuneita muutoksia. (Leppiniemi & Kaisanlahti 2005.) Tutkielmassa keskitytään tunnuslukuanalyysiin, jota piensijoittaja voi tehdä tilinpäätöksessä ilmoitettavien tietojen pohjalta, mutta tutkielmassa tuodaan esille myös tilinpäätösinformaation luotettavuutta ja vertailukelpoisuutta vahvistavia tekijöitä.

Tutkielmassa piensijoittajalla tarkoitetaan yksityishenkilöä, joka ei toimi minkään tunnustetun tahon, hyväntekeväisyysjärjestön tai säätiön puolesta. Piensijoittajat ovat henkilöitä, jotka omistavat arvopapereita suoraan tai välittäjän kautta, eivätkä hallinnoi sijoituksia muiden lukuun. Piensijoittaja on henkilö, joka sijoittaa säästövarojaan rahoitusmarkkinoille tavoitteenaan saada sijoituksilleen tuottoa ja pienen kaupankäyntivolyyminsa vuoksi he kohtaavat suhteellisen korkeita kuluja kaupankäynnissään. Piensijoittaja sijoittaa rahojaan henkilökohtaisten taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi ja oman taloudellisen turvan lisäämiseksi, mutta ei kuitenkaan elä ainoastaan sijoitustuottojen avulla. (Bag 2022, 11.)

Piensijoittaja ei omaa samanlaista asiantuntemusta, pääoman määrää ja riskinsietokykyä kuin institutionaaliset sijoittajat. Kokemattomuutensa vuoksi piensijoittaja voi liiaksi välttää sijoittamista, sillä tappioiden toteutuessa piensijoittaja voi lopettaa sijoittamisen kokonaan. Suuri osa piensijoittajista ei kestä merkittävää sijoitustensa arvonlaskua. (Bag 2022, 7.) Tämän tutkielman tavoitteena on tarjota piensijoittajalle tietoa tilinpäätöksen keskeisistä johdetuista tunnusluvuista ja markkinaperusteisista tunnusluvuista. Tutkielman tavoitteena on parantaa piensijoittajien tietämystä tunnuslukujen merkityksestä ja siitä, minkälaista tietoa eri tunnusluvut tarjoavat. Tutkielmassa oletetaan, että piensijoittaja tekee sijoituspäätöksensä itsenäisesti ja heillä on rajallinen määrä tietoa käytettävissään, jonka seurauksena piensijoittajan on ensisijaisen tärkeää ymmärtää tilinpäätöksen tunnuslukuja menestyäkseen sijoittajana.

Tutkielman tavoitteena on tutkia tunnuslukuja, joita piensijoittajat voivat hyödyntää oman harkintansa mukaan tunnuslukuanalyysissa. Tutkimuskysymykset, joihin on tavoitteena vastata ovat:

Mitkä ovat piensijoittajalle keskeisiä tilinpäätöksestä johdettuja tunnuslukuja?

Millaisia tietoja markkinaperusteiset tunnusluvut tarjoavat piensijoittajalle osakkeiden arvostustasosta?

Tutkimuksen pääongelmana on tutkia piensijoittajalle soveltuvia tunnuslukuja, joiden avulla piensijoittaja voi ymmärtää yhtiöiden liiketoimintaa ja siinä tapahtuvia muutoksia paremmin. Tutkielman tavoitteena on tuoda esille monipuolisesti eri tunnuslukuja, joita piensijoittajat voivat hyödyntää tunnuslukuanalyysissa ja tunnuslukuja, jotka tuovat piensijoittajalle lisäarvoa pörssiyritysten osakkeiden analysointiin. Tutkielmassa oletetaan, että piensijoittaja sijoittaa säännellyllä markkinalla julkisesti noteerattuihin arvopapereihin. Tutkielma on rajattu käsittelemään tilinpäätöksestä johdettavia tunnuslukuja ja osakkeiden suhteellista arvonmäärittystä eli tunnuslukuihin perustuvaa arvonmäärittystä.

Tutkielmassa ei tavoitella menetelmiä taloudellisten tunnuslukujen parantamiseksi tai muuttamiseksi, vaan tunnuslukuja analysoidaan niiden nykyisessä muodossa. Tutkielma

ei ole ohjekirja, eikä sen tavoitteena ole antaa piensijoittajalle suoria sijoitusneuvoja. Tutkielman tavoitteena on selventää tunnuslukujen merkitystä ja soveltuvuutta piensijoittajalle.

1.3 Tutkimusotteen tarkastelu

Yrityksen taloustieteen tutkimusotteissa voidaan noudattaa nelijakoa ja ne voidaan jakaa käsiteanalyttisiin, nomoteettisiin, päätöksentekometodologisiin ja toiminta-analyttisiin tutkimusotteisiin. Tässä tutkielmassa tutkimusmenetelmäksi on valittu käsiteanalyttinen tutkimusote ja tutkimusmetodinä on ajattelun metodi. Tutkielma on kirjallisuuskatsaus, joka perustuu olemassa olevaan kirjallisuuteen ja on luonteeltaan deskriptiivinen, mutta siinä voi esiintyä normatiivisia piirteitä. Tutkielma ei sisällä empiriaa. Käsiteanalyttiselle tutkimukselle on tyypillistä, että sen doktriinipohja muodostuu pääosin aiemmista käsiteanalyyseista. (Neilimo & Näsi 1980 31–33.) Tutkielma ilmentää edellä mainittuja käsiteanalyttisen tutkimusotteen ominaispiirteitä, jotka tukevat valittua tutkimusmetodia.

Käsiteanalyysillä on keskeinen rooli tieteellisen tutkimuksen tekemisessä ja tässä tutkielmassa käsiteanalyysia hyödyntämällä voidaan jäsentää tutkimuksen kohteena olevia käsitteitä ja ymmärtää käsitteisiin liittyviä merkityksiä sekä selkeyttää käsitteiden suhdetta lähikäsitteisiin. Tutkimusmenetelmän avulla voidaan tunnistaa tarkastelun kohteena olevien käsitteiden kriittiset ominaispiirteet, mikä edellyttää laajaa perehtymistä kirjalliseen lähdeaineistoon (Puusa 2008, 36–39).

2 TILINPÄÄTÖKSEN TULKINTA JA LUOTETTAVUUS

2.1 Tilinpäätöksen tunnuslukujen merkitys piensijoittajalle

Yhtiön arvopapereiden potentiaalista arvonnousua ja johdon kyvykkyyttä sekä suorituskykyä voidaan arvioida ja niistä voidaan tehdä johtopäätöksiä tilinpäätöksen tuottaman informaation ja tilinpäätökseen sisältyvien tunnuslukujen analysoinnin kautta. Tilinpäätöksessä esitettävät tunnusluvut perustuvat lähtökohtaisesti tilinpäätöksessä esitettyihin tietoihin. Tilinpäätös on yksi merkittävimmistä tietolähteistä, jota erityisesti piensijoittaja voi hyödyntää tehdessään sijoituspäätöksiä. Tilinpäätös ja siihen sisältyvä toimintakertomus tarjoavat piensijoittajalle runsaasti tietoa yhtiön sen hetkisestä taloudellisesta tilanteesta ja tulevaisuuden odotuksista. Tilinpäätösinformaation asianmukainen tulkinta auttaa piensijoittajaa ymmärtämään yhtiön taloudellisen tilanteen, tuloksen muodostumisen ja rahavirtojen muodostumisen. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 21–24.)

Tunnuslukuanalyysi on tärkeä tilinpäätöksen analyysitekniikka ja tunnusluvut toimivat hyödyllisinä indikaattoreina, jotka kuvaavat yhtiön suorituskykyä ja taloudellista tilannetta. Tunnusluvut ovat hyödyllisiä yhtiöiden välisessä vertailussa ja niiden avulla voidaan kuvata ja analysoida yhtiön historiallista kehitystä ja tarkastella tulevaisuuden kehityssuuntia ja esittää näitä havaintoja. Yhtiöiden väliset kokoerot ja rahan arvossa tapahtuvat muutokset vaikeuttavat yhtiöiden välistä vertailua, mutta tunnuslukujen avulla voidaan eliminoida näitä vertailua vaikeuttavia tekijöitä. On tärkeää valita taloudelliset tunnusluvut, jotka sopivat yhtiön liiketoiminnan analysointiin. Saatavilla on useita erilaisia taloudellisia tunnuslukuja, joista toisia voi soveltaa kaikkiin yhtiöihin, mutta jotkut tunnusluvut soveltuvat parhaiten toimialakohtaiseen tarkasteluun. Tunnusluvut toimivat piensijoittajalle työkaluina, joiden avulla voidaan muodostaa kokonaiskuva yhtiön tehokkuudesta, riskistä ja konkurssialttiudesta. (Goel 2016, 3.)

Yhtiön tuloksen heijastumista osakkeiden tuottoon pidemmän aikavälin, kuten yhden tai useamman tilikauden ajanjaksolla, on tutkittu myös paljon sekä Suomessa että kansainvälisesti. Tutkimustulokset osoittavat, että noin 85–90 prosenttia tilinpäätösvoittojen informaatioarvosta siirtyy osakkeiden hintoihin jo ennen vuotuisten tilinpäätöstietojen julkaisua. Tämä tarkoittaa, että sijoittajat kykenevät verrattain hyvin

arvioimaan yhtiöiden tulevaa tuloksen kehitystä hyödyntäen osavuosikatsauksien tietoja sekä, muuta yhtiötä ja koko taloutta koskevaa informaatiota. Osa julkistetuista tilinpäätösinformaatiosta ei kuitenkaan heijastu osakekursseihin ennen tietojen julkistamista, minkä seurauksena rahoituksen ja laskentatoimen alueella on jo pitkään tutkittu, miten osakekurssit reagoivat tilinpäätöstietoihin niiden julkistamishetkellä. Tehokkailla markkinoilla kaiken julkaistun tiedon pitäisi siirtyä osakkeiden hintoihin välittömästi. Näin ollen myös valtaosa vuosituloinformaatiosta olisi täytynyt siirtyä hintoihin jo tilikauden aikana, ja ainoastaan yllättävää tietoa sisältävän tuloksen julkistamisen pitäisi vaikuttaa osakkeen hintaan tilinpäätöstietojen julkaisuhetkellä. (Kallunki 2012, 247.)

2.2 Tilinpäätösinformaation luotettavuus ja vertailukelpoisuus

Piensijoittaja toimii luottoa antavana tahona sijoittaessaan henkilökohtaisia varoja pörssiyritykseen. Jotta piensijoittaja voi tehdä taloudellisia päätöksiä voimavarojen antamisesta yhtiön käyttöön, piensijoittaja tarvitsee informaatiota yhtiön tai konsernin voimavaroista. Käsitteellisen viitekehyksen mukaan perustavanlaatuiset taloudellisen informaation laadulliset ominaisuudet ovat merkityksellisyys ja totuudenmukainen esittäminen. (Haaramo & Palmuaro 2018, 19–20.) Piensijoittajan näkökulmasta hyödyllinen tieto koostuu sekä perustavanlaatuisista että täydentävistä laadullisista ominaisuuksista. Informaatiosta on hyötyä, kun se on oleellista ja luotettavasti esitytettyä. Tehostavat ominaisuudet, jotka lisäävät tiedon lisäarvoa ovat vertailukelpoisuus, varmennettavuus, oikea-aikaisuus ja ymmärrettävyys. Edellä mainitut informaation laadulliset ominaisuudet on otettu huomioon IFRS-tilinpäätösnormiston (International Financial Reporting Standards) kehitysvaiheessa. (Robinson 2012, 12.)

Tilinpäätösinformaation luotettavuus on edellytys onnistuneelle ja luotettavalle tunnuslukuanalyysille. Tunnuslukujen käyttöön liittyy rajoituksia, jotka riippuvat tilinpäätösinformaation luotettavuudesta ja laadusta. Tunnuslukujen luotettavuus perustuu suoraan tilinpäätöstietojen tarkkuuteen, joten tunnusluvut ovat yhtä luotettavia kuin itse tilinpäätös. Luotettavasti laadittu tilinpäätös mahdollistaa siis laadukkaan tunnuslukuanalyysin tekemisen. (Goel 2016, 6.)

Vuonna 2002 Euroopan unioni antoi IAS-asetuksen, jonka myötä kaikki EU-alueella toimivat julkisesti listatut yhtiöt velvoitettiin laatimaan konsernitilinpäätöksensä IFRS-

standardeja noudattaen yhtiöiden kokoluokasta ja kansainvälistymisen asteesta riippumatta. Suomen kirjanpitolakiin lisättiin luku, jonka mukaan kirjanpitovelvollisen tulee laatia konsernitilinpäätös IFRS-standardeja noudattaen, jos kirjanpitovelvollisen liikkeeseen laskemat arvopaperit on otettu kaupankäynnin kohteeksi Euroopan talousalueeseen kuuluvan valtion säännellyllä markkinalla. Tällaiset yhtiöt raportoivat nykyään tilinpäätöksensä IFRS-standardien mukaisesti ja ensimmäiset IFRS-tilinpäätökset laadittiin vuodelta 2005. Euroopan unionissa IFRS-standardien käyttöönoton ensisijaisena tavoitteena oli listayhtiöiden tilinpäätösten vertailukelpoisuuden parantaminen ja tehostaa markkinoita lisäämällä niiden läpinäkyvyyttä. IFRS-standardien kehityksessä sijoittajien näkökulma oli ja on edelleen keskiössä, jonka seurauksena sijoittajien informaatiotarpeisiin vastataan nykyään paremmin. IFRS-standardien käyttöönoton myötä erityisesti läpinäkyvyys ja vertailukelpoisuus yhtiöiden ja toimialojen kesken on parantunut. (Haaramo & Palmuaro 2018, 15–18.) IFRS-standardien mukaisesti tilinpäätökset on laadittava vähintään vuosittain ja tilinpäätöksessä on esitettävä vertailukelpoista tietoa edelliseltä tilikaudelta. Lisäksi tilinpäätöksestä löytyy tarkempaa informaatiota esimerkiksi taseerien arvostamisesta ja yrityshankinnoista. (Robinson 2012, 12.)

Piensijoittajan näkökulmasta siirtyminen IFRS-standardeihin on tuonut sekä helpotuksia että haasteita tilinpäätöksen tulkintaan. Tilinpäätökset ovat muuttuneet IFRS-standardien myötä selkeämmiksi ja sisältävät yhä enemmän tietoa konsernin taloudesta ja tuloksesta johdon näkökulmasta, jonka myötä piensijoittajat saavat käyttöönsä enemmän tietoa päätöksenteon tueksi. Toisaalta IFRS-standardit korostavat yhtiökohtaisuutta aikaisempaa enemmän, mikä voi vaikeuttaa piensijoittajan mahdollisuuksia vertailla yhtiöitä ja toimialoja keskenään. Vertailun vaikeutuminen johtuu siitä, että eri yhtiöt voivat soveltaa IFRS-standardeja hieman eri tavoin, mikä voi tehdä suoraviivaisesta tilinpäätösten vertailusta haastavampaa. (Haaramo & Palmuaro 2018, 13.) Suomessa IFRS-tilinpäätösten valvontatehtävä on annettu Finanssivalvonnalle ja sen tehtävänä on varmistaa, että pörssiyhtiöt Suomessa laativat tilinpäätöksensä IFRS-standardeja noudattaen. Valvonnan piiriin kuuluvat listayhtiöt, jotka ovat velvoitettuja laatimaan konsernitilinpäätöksensä tai, konsernirakenteen puuttuessa, tilinpäätöksensä IFRS-standardien mukaisesti. Vuodesta 2005 alkaen Finanssivalvonta on Suomessa valvonut tilinpäätösten laadintaa. (Haaramo & Palmuaro 2018, 24.)

Kansainvälistyminen on piensijoittajan näkökulmasta tuonut uuden näkökulman tilinpäätösten lukemiseen ja analysointiin. Nykyään tilinpäätöksillä on aikaisempaa laajempi lukijakunta kuin aiemmin, sillä Euroopan unionin tilinpäätösdirektiivit ja IFRS:n mukaisesti laadittavat tilinpäätökset ovat parantaneet tilinpäätöstietojen vertailukelpoisuutta. Lainsäädännöllä on tarkasti määritelty tilinpäätösinformaation sisältö ja se, miten konsernitalinpäätökset laaditaan IFRS-standardien mukaisesti. Tilinpäätösinformaation tiukka sääntely on luonut pohjan sille, että piensijoittaja voi luottaa tiedon oikeellisuuteen ja tehdä tietoon perustuvia sijoituspäätöksiä. (Leppiniemi & Kisanlahti 2005, 1.)

3 TILINPÄÄTÖKSESTÄ JOHDETUT TUNNUSLUVUT

3.1 Kannattavuuden tunnusluvut

Yhtiön päätavoitteena pidetään usein kannattavuutta. Kannattavuuden saavuttamiseksi on tärkeää, että yhtiö käyttää resurssejaan tehokkaasti ja tuottaa myytäviä tuotteita kohtuulliseen hintaan. Yhtiön kannattavuusmittareiden avulla on mahdollista ymmärtää, miten hyvin yritys pystyy tuottamaan voittoa liiketoiminnan eri tasoilla. Näin ollen on olemassa useita tunnuslukuja, joiden avulla voidaan analysoida yhtiön kannattavuutta. (Goel 2016, 4.)

Yhtiön tulos on kannattavuuden absoluuttinen mittari. Kuitenkin, kun tavoitteena on vertailla eri suuruisia yhtiöitä keskenään tai analysoida yksittäisen yhtiön kannattavuuskehitystä käytetään tällöin usein kannattavuuden suhteellisia mittareita. Tilinpäätöstietoihin pohjautuvat suhteelliset kannattavuusmittarit jaetaan yleensä kahteen erityyppiseen pääryhmään eli voittoprosentteihin ja pääoman tuottoprosentteihin. Voittoprosenteissa yhtiön tulos suhteutetaan liikevaihtoon ja sen etuna on hyvän laskentatarkkuuden saavuttaminen. Pääoman tuottoprosentit puolestaan palvelevat useampia käyttötarkoituksia, mutta niiden laskeminen on työläämpää ja laskentatarkkuus ei yllä samalle tasolle kuin voittoprosenteissa. Pääoman tuottoprosenteissa yrityksen tulos suhteutetaan sen käytössä olleisiin resursseihin eli pääomaan. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 168.)

Liikevoittoprosentti on yksi yleisemmin käytetyistä tunnusluvuista yhtiön kannattavuuden arvioimiseen ja johtopäätösten tekemiseen kannattavuuden tasosta. Liikevoittoprosentti saadaan, kun tulosta kuvaava jäämä jaetaan liikevaihdolla. Liikevoittoprosentti voidaan laskea seuraavalla kaavalla:

$$\text{Liikevoittoprosentti} = \frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Liikevaihto}} \times 100$$

Kaava 1. Liikevoittoprosentti (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 168)

Tunnusluku kuvaa, kuinka suuri osa myynnistä jää yhtiölle voittona.

Liikevoittoprosentti sopii piensijoittajalle erityisen hyvin, kun tavoitteena on seurata yhden yhtiön taloudellista kehitystä. Tunnusluvussa tapahtuvat muutokset kertovat joko

kannattavuuden muutoksesta tai toimintatavoissa ja toiminnan painopisteessä tapahtuneista muutoksista. Analysoimalla ja ymmärtämällä näiden muutosten taustalla olevat syyt ne voivat antaa arvokasta tietoa yhtiön nykytilanteesta ja tulevaisuuden näkymistä. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 168.)

Toinen tunnusluku, jonka avulla piensijoittaja voi analysoida yhtiön kannattavuutta on sijoitetun pääoman tuotto-prosentti, josta käytetään englanninkielistä lyhennettä ROIC (Return on Invested Capital). Tunnusluku on keskeinen yrityksen kannattavuutta kuvaava mittari, joka kuvaa yhtiön kykyä luoda arvoa siihen sijoitetulle pääomalle. ROIC on yksi hyödyllisimmistä kannattavuutta mittaavista tilinpäätösperusteisistä mittareista, sillä se kertoo sen, miten tehokkaasti yhtiö pystyy muuttamaan pääomansa rahavirroiksi ja sitä kautta voitoksi. Yhtiön luoma arvo omistajilleen määräytyy lopulta ROIC:n ja tuloksen kasvun yhdistelmänä, jotka yhdessä määrittelevät sen, miten liikevaihto muunnetaan käteisvaroiksi ja voitoksi. Yhtiö luo arvoa vain, kun ROIC ylittää pääoman kustannuksen. Kun ROIC ylittää pääoman kustannuksen sen arvo kasvaa, mutta jos ROIC alittaa pääoman kustannuksen niin yhtiön arvo pienenee. ROIC:n avulla piensijoittaja voi analysoida, miten hyvin yritys käyttää siihen sijoitettua pääomaa ja tuottaa lisäarvoa omistajilleen. ROIC:n analysoinnin avulla voidaan arvioida myös yhtiön pitkän aikavälin kannattavuutta ja siinä tapahtuneita muutoksia. (McKinsey & Company 2015, 17.) Tunnusluvun laskentakaavassa NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes) tarkoittaa yrityksen operatiivisen liiketoiminnan tuottamaa nettovoittoa, josta on vähennetty suoraan liiketoimintaan liittyvät verot (McKinsey & Company 2015, 29). ROIC voidaan laskea seuraavalla laskentakaavalla:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Sijoitettu\ pääoma} \times 100$$

Kaava 2. ROIC (McKinsey & Company 2015, 30)

Korkotasossa tapahtuvat muutokset voivat kuitenkin vaikuttaa sijoitetun pääoman tuotto-prosentin vertailukelpoisuuteen. Korkotason noustessa sijoitusten tuotto-odotukset kasvavat, jolloin vaihtoehtoiset sijoitustuotteet kuten joukkovelkakirjat voivat näyttää kilpailukykyisemmiltä sijoitusvaihtoehdoilta. Toisaalta kun korkotaso laskee, sijoitetun pääoman tuotto-prosentti voi näyttää houkuttelevammalta verrattuna vaihtoehtoisiin sijoituskohteisiin. Oman pääoman tuottovaatimus on lähtökohtaisesti vieraan pääoman tuottovaatimusta korkeampi, sillä oman pääoman sijoittajat kantavat vieraan pääoman sijoittajia suuremman riskin. Sijoitetun pääoman tuoton voidaan katsoa olevan

ongelmallisen alhainen, jos se on vieraan pääoman tuottovaatimusta eli korkotasoa alempi. Sijoitetun pääoman tuotto prosentti on kuitenkin keskeinen tunnusluku piensijoittajalle, sillä tunnusluvun avulla voidaan arvioida yhtiön tuloksenteekokykyä ja vertailla yhtiöiden kannattavuutta keskenään. Mitä suurempi sijoitetun pääoman tuotto prosentti on, sitä tehokkaammin yhtiö on kyennyt käyttämään sijoittajien sijoittamaa pääomaa voiton tuottamiseen. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 174.)

Tunnuslukuanalyysissä yhtiön kannattavuutta voidaan tarkastella myös omaisuuden tuotto prosenttin avulla. Omaisuuden tuotto prosentti tunnetaan englanninkielisellä termillä ”Return on Assets” ja siitä käytetään lyhennettä ROA (Calhoun 2020, 38). Gizem (2022) on kirjoittanut omaisuuden tuotto prosentista artikkelissaan seuraavasti: ”*The most commonly used profitability ratio in business is the return on assets. The return on assets shows how much profit a business generates using its assets. When assets are classified as current and noncurrent assets, it is seen that current asset items are mostly considered concerning profitability*” (Gizem 2022, 2).

Omaisuuden tuotto prosentti on merkittävä tunnusluku analysoitaessa yhtiön arvoa ja kannattavuutta. Omaisuuden tuotto prosentti lasketaan suhteuttamalla yhtiön nettovoiton kokonaisvaroihin. Nettovoitolla tarkoitetaan yhtiön tilikauden aikana tuottamaa tulosta verojen ja kaikkien muiden kulujen vähentämisen jälkeen ja se kuvastaa yhtiön ansaintakykyä. Kokonaisvarat koostuvat yhtiön kaikista taloudellisista resursseista mukaan lukien käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus. Laskentakaava omaisuuden tuotto prosentille on esitetty alla:

$$ROA = \frac{\text{Nettovoitto}}{\text{Kokonaisvarat}} \times 100$$

Kaava 3. ROA (Goel 2016, 175)

Viime aikoina omaisuuden tuotto prosenttin merkitys on korostunut entisestään, sillä talous on siirtymässä pois raskaita investointeja vaativista liiketoimintamalleista kohti kevyempiä malleja, jotka perustuvat suurelta osin aineettomiin omaisuuseriin, kuten brändiin, suunnitteluun, asiakasuskollisuuteen ja teknologiaan. Omaisuuden tuotto prosentti näyttää olevan myös vahvemmin yhteydessä yhtiön kannattavuuteen kuin perinteisesti käytetyt P/B tai P/E -tunnusluvut. Omaisuuden tuotto prosentti tarjoaa piensijoittajalle arvokasta näkemystä yhtiön kannattavuuden analysointiin. (Calhoun 2020, 38.)

3.2 Vakavaraisuuden tunnusluvut

Yhtiön kykyä selviytyä pitkän aikavälin velvoitteistaan kuvataan vakavaraisuudella. Vakavaraisuuden avulla kuvataan sitä, miten suuri osa yhtiön pääomasta on vierasta pääomaa ja miten suuri osa on omaa pääomaa. Vakavaraisuuden tarkastelun avulla voidaan analysoida, miten paljon yhtiö on turvautunut velkarahan käyttöön liiketoiminnassaan sekä muodostaa käsitys yhtiön riskitasosta sen vakavaraisuuden avulla. Yhtiön vakavaraisuuden ymmärtämisen avulla voidaan siis ymmärtää ja analysoida yhtiön kykyä selviytyä myös taloudellisesti haastavina aikoina. (Goel 2016, 5.)

Keskeinen hyvään vakavaraisuuteen liittyvä tekijä on yhtiön kyky hankkia uutta vierasta pääomaa rahoitustarpeiden kattamiseksi tai tulevien liiketoimintasuunnitelmien toteuttamiseksi. Yhtiön rahoitusaseman terveyttä ja rahoituksellista joustavuutta voidaan mitata vakavaraisuuden avulla. Vakavaraisuuden tasoa voidaan pitää rahoitusriskin mittarina ja mitä matalampi on yhtiön vakavaraisuus, sitä korkeampi on siihen liittyvä rahoitusriski. Konkurssin tehneille pienille yhtiöille on ominaista matala vakavaraisuuden taso, joka näkyy vieraan pääoman suurena osuutena, lyhytaikaisen vieraan pääoman hallitsevuutena sekä vakuuksien ja sijoitetun oman pääoman niukkuutena ja tulo-rahoituksen kertymisen vähäisyytenä. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 193–194.)

Vakavaraisuutta voidaan mitata paitsi tutkimalla velkarahoituksen hallitsevuutta koko pääomasta, vaihtoehtoisesti tutkimalla oman pääoman osuutta yhtiön koko pääomasta. Tavanomaisin tällaista lähestymistapaa soveltava tunnusluku on omavaraisuusaste. Omavaraisuusaste kuvaa, kuinka hallitsevassa asemassa oma tai vieras pääoma on rahoitusrakenteessa. Tunnusluvussa on kyse rakenteellisesta vakavaraisuudesta ja omavaraisuusasteen avulla mitataan yhtiön oman pääoman osuutta yhtiön koko pääomasta. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 194–197.) Omavaraisuusaste voidaan laskea seuraavalla kaavalla ja ohessa myös yritystutkimusneuvottelukunnan ohjeelliset arviointikriteerit omavaraisuusasteen tulkinnalle:

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oma pääoma}}{\text{Taseen koko pääoma}} \times 100$$

Kaava 4. Omavaraisuusaste (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 197)

Taulukko 1. Omavaraisuusasteen arviointikriteerit (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 197)

Arviointi	Omavaraisuusaste
Hyvä	Yli 40 %
Tyydyttävä	20–40 %
Heikko	Alle 20 %

Perinteisten velkaantumistasetta kuvaavien tunnuslukujen rinnalla etenkin pörssiyhtiöiden tilinpäätöksissä tai toimintakertomuksissa esitetään tunnusluku gearing. Tunnuslukua käytetään erityisesti kansainvälisissä vertailuissa. Sitä kutsutaan myös nettovelkaantumistaseksi. Gearing-tunnusluvun perusteella vakavaraisuutta pidetään yleensä hyvänä, jos tunnusluku saa arvon, joka on pienempi kuin 1. Erittäin vakavaraisten yhtiöiden kohdalla gearing-tunnusluku voi olla myös negatiivinen. Gearing saa negatiivisen arvon, jos rahaa, rahavaroja ja pankkisaamisia on enemmän kuin yrityksellä on velkoja. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 199.) Gearingin laskentakaava on esitetty alla:

$$\text{Gearing} = \frac{\text{Korolliset velat} - \text{Rahavarat}}{\text{Oma pääoma} + \text{Vähemmistöosuus}} \times 100$$

Kaava 5. Gearing (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 199)

Gearing tunnusluku ilmaistaan prosentteina ja se kuvaa yhtiön riippuvuutta pitkäaikaisesta velkarahoituksesta, josta yhtiö joutuu maksamaan vuosikorkoa. Gearing tunnusluvun avulla voidaan analysoida yhtiön kykyä selviytyä taloudellisesti haastavien aikojen yli, sillä jos yhtiö on liian riippuvainen lainarahasta eikä pysty maksamaan korkoja ja lyhennyksiä, se voi joutua taloudelliseen ahdinkoon taloudellisesti haastavana aikana. (Cartwright ym. 1998, 75.)

3.3 Maksuvalmiuden tunnusluvut

Yhtiön maksuvalmiudella eli likviditeetillä tarkoitetaan yhtiön kykyä selviytyä lyhyen aikavälin maksuvelvoitteistaan eli sen avulla kuvataan rahojen välitöntä riittävyttä. Maksuvalmiuden tarkastelun avulla piensijoittaja voi muodostaa näkemyksen yhtiön taloudellisesta joustavuudesta ja siitä, onko yhtiöllä riittävästi likvidejä varoja lyhyen aikavälin velvoitteista suoriutumiseen. (Goel 2016, 4.)

Maksuvalmiutta voidaan tarkastella yhtiön laatimista tilinpäätöstiedoista sekä osavuositarkastuksista, joita yhtiöt julkaisevat tyypillisesti kvartaaleittain. Yhtiön tilinpäätöksessä tase kuvaa yrityksen taloudellista asemaa tilinpäätöspäivänä, kun taas tuloslaskelma kuvaa tuloksen muodostumista koko tilikauden ajalta. Tilinpäätös ei mainituista syistä yleisesti ottaen tarjoa parasta mahdollista perustaa maksuvalmiuden arviointiin, sillä tilinpäätös ei välttämättä anna yhtiön likviditeetin tilasta riittävän kattavaa ja ajankohtaista tietoa. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 182.)

Tilinpäätöstä käytetään kuitenkin yleisesti yhtiön maksuvalmiuden analysointiin. Maksuvalmiusreservien tilaa voidaan kuvata vertailemalla yrityksen rahoitus- ja vaihto-omaisuutta taikka niihin sisältyviä tiettyjä eriä lyhytkestoisiiin sitoumuksiin eli lyhytaikaiseen vieraan pääoman määrään. Tällaista maksuvalmiutta mitataan tyypillisesti kahden tunnusluvun kuten quick ration ja current ration avulla (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 186).

Quick ratio on yksi maksuvalmiuden tiukimmista tunnusluvuista, sillä sen laskemisessa vain yrityksen rahoitusomaisuus otetaan huomioon likvideinä varoina. Tunnusluvun tiukkuus johtuu siis siitä, että siinä vaihto-omaisuutta ei huomioida omaisuutena. Quick ration kaavassa likvidit varat muodostavat osoittajan ja lyhytaikainen vieras pääoma eli lyhytaikaiset velat nimittäjän. Rahoitusomaisuus eli likvidit varat saadaan vähentämällä lyhytaikaisista varoista vaihto-omaisuus. Quick ration avulla voidaan muodostaa tarkka kuva yhtiön lyhyen aikavälin kyvystä selviytyä lyhytaikaisista velvoitteistaan käyttämällä välittömästi realisoitavissa olevia varoja. (Bragg 2012, 82.) Quick ratio voidaan laskea seuraavalla kaavalla ja alla myös yritystutkimusneuvottelukunnan ohjeelliset arviointiperusteiden quick ratio tunnusluvulle:

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Kaava 6. Quick ratio (Kallunki 2022, 126)

Taulukko 2. Quick ration arviointikriteerit (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 188)

Arviointi	Quick ratio
Hyvä	Yli 1
Tyydyttävä	0,5–1
Heikko	Alle 0,5

Quick ratio ei kuitenkaan välttämättä aina tarjoa realistista kuvaa yhtiön likviditeetistä, jos suuri osa saamisista ei ole vielä erääntymässä lähiviikkojen aikana, samalla kun osovelat voivat erääntyä heti. Yhtiön todellinen maksuvalmius voi siis toisinaan olla heikompi kuin tunnusluku antaa ymmärtää (Bragg 2012, 83).

Current ratio on maksuvalmiuden toinen tunnusluku, jota piensijoittaja voi hyödyntää analysoidessaan yhtiön likviditeettiä. Current ratio kuvaa yhtiön likviditeettiä laajemmalla aikavälillä verrattuna quick ratioon. Current ration perusajatuksena on, että yhtiö pystyy realisoimaan myös vaihto-omaisuutensa suhteellisen nopeasti rahaksi likvidaatiotilanteessa, jolloin se voi täyttää lyhytaikaiset velvoitteensa (Goel 2016, 101–102). Vaihto-omaisuuden realisointiarvoon voi kuitenkin liittyä epävarmuutta, joka tulee ottaa huomioon tunnuslukua käytettäessä. Esimerkiksi epäkurantin varaston todellinen myyntiarvo voi olla merkittävästi pienempi kuin sen tasearvo. Current ration jaettavana on rahoitusomaisuus ja vaihto-omaisuus, jotka yhdessä muodostavat yhtiön lyhytaikaiset varat. Current ratioissa jakajana on lyhytaikainen vieras pääoma. Lyhytaikaisia saatuja ennakoita ei vähennetä current ratioissa kuten quick ratioissa. Current ration avulla piensijoittaja voivat analysoida yhtiön maksuvalmiutta ottaen huomioon yhtiön nopeasti likvidoitavat varat sekä myös hieman hitaammin likvidoitavat varat. (Kallunki 2022, 127.) Current ratio voidaan laskea alla esitetyllä kaavalla ja ohessa myös yritystutkimusneuvottelukunnan ohjeelliset arviointikriteerit tunnusluvulle:

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Lyhytaikaiset velat}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Kaava 7. Current ratio (Kallunki 2022, 127)

Taulukko 3. Current ration arviointikriteerit (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 188)

Arviointi	Current ratio
Hyvä	Yli 2
Tyydyttävä	1-2
Heikko	Alle 1

Current ration saadessa pienen arvon se viittaa siihen, että yhtiössä käydään ylikaupankäyntiä ja riskejä otetaan laskujen maksun kanssa. On tärkeää perehtyä

alhaiseen current ration arvoon ja selvittää, mistä se johtuu. Alhainen current ration arvo voi esimerkiksi johtua suuresta pankkilainasta, jonka takaisinmaksu muodostaa suuren osan yhtiön lyhytaikaisesta vieraasta pääomasta ja joka erääntyy vuoden sisällä. Edellä mainitun kaltaisessa tilanteessa yhtiöllä voisi kuitenkin olla mahdollisuus uusien lainojen pitämiseksi ajaksi, jolloin alhainen current ratio suhde ei olisi niin huolestuttava, kuin tunnusluku antaa ymmärtää. Toisaalta liian korkea current ration suhde viittaa puolestaan tehottomuuteen yhtiön varojen käytössä. Esimerkiksi, jos yhtiön raaka-ainevaramat ovat liian korkeat current ratio voi saada korkean arvon, joka johtuu tehottomuudesta yrityksen varojen käytössä. (Cartwright ym. 1998, 70–71.)

4 OSAKKEIDEN SUHTEELLINEN ARVONMÄÄRITYS

4.1 Arvonmäärittäminen

Kaikkien yhtiöiden tavoitteena on kasvattaa osakkeenomistajien arvoa. Arvonluonti osakkeenomistajille on suoraan yhteydessä siihen, miten yhtiö menestyy markkinoilla. Yhtiön menestyminen markkinoilla vaikuttaa positiivisesti yrityksen osakekurssiin ja siten hyödyttää myös piensijoittajaa. (Goel 2016, 157.) Näin ollen voidaankin todeta, että osakkeen arvonmäärittäminen teorioiden ja niiden käytäntöön soveltamisen hallitseminen on nykyisin piensijoittajan perusosaamista (Kallunki & Niemelä 2012, 5).

Nykyisin piensijoittajalla on helposti, ja usein ilman kustannuksia saatavilla lähes kaikki olennainen tieto osakkeen arvonmäärittämiseen. Piensijoittaja voi tunnuslukuanalyysia tehdessään hyödyntää perinteisten tilinpäätöksestä johdettujen tunnuslukujen lisäksi myös markkinaperusteisia tunnuslukuja. Markkinaperusteisissa tunnusluvuissa on poikettu tilinpäätösarvostuksista ja ne perustuvat yhtiön osakkeen markkinahintoihin ja muihin markkinoilta saatavilla olevaan tietoon. Markkinaperusteiset tunnusluvut tarjoavat lisätietoa ja vertailukohtia, joita piensijoittaja voi hyödyntää sijoituspäätöksiä tehdessään. (Kaisanlahti & Leppiniemi 2017, 156.)

Piensijoittajan tekemän arvonmäärittäminen tavoitteena on määrittää yhtiön osakkeen arvo yhtiön taloudellisiin fundamenttitekijöihin perustuen. Arvonmäärittäminen avulla saatava informaatio yhtiöstä on erittäin arvokasta ja sitä tarvitaan osakkeiden osto- ja myyntitilanteissa. Luotettava arvonmäärittäminen onkin onnistuneen sijoituspäätöksen perusta, sillä se antaa piensijoittajalle perustan tehdä rationaalisia sijoituspäätöksiä. (Kallunki & Niemelä 2012, 13–14.)

Piensijoittaja voi tehdä osakkeen arvonmäärittäminen omatoimisesti ja usein piensijoittaja arvioi osakkeita yksittäisten tunnuslukujen avulla. Tilinpäätöksen yksittäisiin tunnuslukuihin perustuva arvonmäärittäminen on suosittu menetelmä, sillä tarvittavat taloudelliset tiedot tunnuslukuanalyysiin on helposti ja nopeasti saatavilla erilaisista verkkopalveluista. Suurimpana haasteena piensijoittajalle tietojen käytössä on kohdeyhtiötä vastaavien verkkoyhtiöiden tunnistaminen ja niiden liiketoiminnan ymmärtäminen. (Kallunki & Niemelä 2012, 32.)

Arvonmääritystä suunnitteleva piensijoittaja voi toteuttaa arvonmäärityksen monella eri tavalla. Yhtiötä voidaan arvioida sen nykyhetkisen tilan perusteella, mutta usein mielekkäämpi menetelmä on arvioida yhtiön tulevaisuuden arvoa odotettujen menestystekijöiden perusteella. Näin saatu yhtiön arvo kuvaa sen todellista taloudellista arvoa ja tarjoaa kattavan näkemyksen sen pitkän aikavälin taloudellisesta potentiaalista. Tavanomaiset arvonmääritysmenetelmät jaetaan usein kahteen pääluokkaan, jotka ovat arvostuskertoimet ja arvonmääritysmallit. Osakemarkkinasijoituksissa piensijoittaja voi käyttää hyödykseen molempia menetelmiä, mutta arvostuskertoimien käyttö on piensijoittajalle huomattavasti helpompaa ja yksinkertaisempaa. (Kallunki & Niemelä 2012, 185.)

Yksittäisiä tunnuslukuja eli niin sanottuja hinta- tai arvostuskertoimia käytetään hyvin yleisesti yhtiön arvonmäärityksessä. Menetelmästä käytetään myös nimitystä suhteellinen arvonmääritys ja termi suhteellinen arvonmääritys tulee englannin kielen termistä *relative valuation*. Suhteellisen arvonmäärityksen ydinajatuksena on verrata analysoitavan yhtiön arvoa toisiin vastaavanlaisiin vertailuyhtiöihin. Vertailuyhtiöiden avulla saatavat arvostuskertoimet ovatkin piensijoittajalle nopea tapa laskea arvo kohdeyhtiölle. (Kallunki & Niemelä 2012, 189.) Arvostuskertoimia käytettäessä valitaan vertailuyhtiöt, jotka vastaavat taloudellisilta ominaisuuksiltaan kohdeyhtiötä. Näitä ominaisuuksia ovat muun muassa samanlainen liiketoiminta ja toimiala sekä yhtenäiset liiketoiminnan kasvunäkymät ja riskit. Kun sopivat vertailuyhtiöt on valittu niin arvonmäärityksen kohteena olevan yhtiön osakkeen arvostuskertoimia verrataan vertailuyhtiöiden osakkeiden keskiarvoon tai mediaaniin. Vertailun perusteella voidaan arvioida, onko kohdeyhtiön osake markkinoilla yli- tai aliarvostettu. (Kallunki & Niemelä 2012, 190.)

Jos arvostuskertoimiin perustuvaa arvonmääritystä varten ei ole saatavilla erikseen valittuja vertailuyhtiöitä voidaan vertailukohdaksi ottaa kohdeyhtiön toimialan keskimääräisiä lukuja. Tällä tavalla toteutettu arvonmääritys voi kuitenkin antaa harhaisia tuloksia, jos samalla toimialalla on yhtiöitä, joiden liiketoiminnan kasvunäkymät ja riskit poikkeavat toisistaan. Täten arvostuskertoimia onkin tärkeä käyttää huolellisesti, erityisesti silloin, kun osakkeen arvonmääritys suoritetaan pelkästään tunnuslukuanalyysin avulla. Vertailuyhtiöiden tai muulla perusteella valittujen kertoimien käytössä onkin siis noudatettava tarkkuutta ja harkintaa. Arvostuskertoimien käyttökelpoisuutta ja tarkkuutta pyritään usein parantamaan yhdistelemällä erilaisia tunnuslukuja tai laskemalla tietyille tunnusluvuille keskiarvoja useiden vuosien ajalta. Suhteellista arvonmääritystä

käytetään usein, kun saatavilla on vain yleisluonteista informaatiota tai halutaan laatia nopea arvio yhtiön taloudellisesta tilanteesta. (Kallunki & Niemelä 2012, 190–191.)

Osakkeen arvonmääritys tehdään aina tietylle ajanhetkelle. Arvonmäärityksellä saatua osakkeen arvoa verrataan aina arvonmäärityshetkellä vallitsevaan osakkeen markkinahintaan. Jos osakkeen markkinahinta on alle arvonmäärityksen antaman arvon niin se viittaa ostoindikaatioon. Arvonmäärityksellä saatavan osakkeen arvon painuminen alle markkinahinnan on vastaavasti myynti-indikaatio. Arvonmäärityksessä käytetyt yhtiön tulos- ja muut taloudelliset ennusteet muuttuvat usein nopeastikin, joten arvonmäärityksen antama arvio osakkeen arvosta muuttuu vastaavasti. Samalla tavalla myös osakkeen markkinahinta muuttuu jatkuvasti. Tämä on olennainen asia, sillä se vaikuttaa keskeisesti arvonmäärityksen käytön hyödyllisyyteen sijoituspäätöksissä. Sijoituspäätös täytyy perustaa aina saman hetken arvonmäärityksen ja osakkeen markkinahinnan vertaamiseen. (Kallunki & Niemelä 2012, 191.)

Arvostuskertoimet voidaan laskea suhteuttamalla yhtiön arvo johonkin sen taloudellista tilaa kuvaavaan tilinpäätöksen fundamenttimuuttujaan. Yleisesti käytössä olevat tilinpäätöksen perusteella lasketut arvostuskertoimet ovat yhtiön käyttökate, liikevoitto, nettotulos, oman pääoman tasesubstanssi ja liikevaihto. Yhtiön liiketoiminnan arvoa (Enterprise Value, EV) tai oman pääoman arvoa (Price, P) suhteutetaan näihin tilinpäätöksen muuttujiin, jolloin saadaan laskettua informatiivisempia arvostuskertoimia kuten esimerkiksi P/E- ja P/B-luvut ja EV/EBITDA. (Kallunki & Niemelä 2012, 191.)

4.2 Osakekohtaiset tunnusluvut

Yhtiön menneisyyden kehityksen tutkiminen tarjoaa perustan sen tulevaisuuden menestyksen ennustamiseksi. Yhtiön mennyt kehitys ei kuitenkaan suoraan määritä tulevaa menestystä, mutta sen perusteella piensijoittaja voi arvioida erityisesti yhtiön liikeidean vahvuutta. Jos yhtiön tuotteilla on kestävä kilpailuetu ja yhtiöllä on näyttöä pitkän aikavälin kannattavasta ja kasvavasta liiketoiminnasta, sillä on hyvät edellytykset säilyttää liiketoiminta kannattavana myös jatkossa. Pitkällä aikavälillä yhtiön vahva kannattavuus näkyy tyypillisesti myös yhtiön osakekurssissa nousevana trendinä. Lisäksi kannattava yhtiö pystyy usein maksamaan käteisosinkoja ja ostamaan tarpeen mukaan omia osakkeitaan takaisin. Tällaiset yhtiöt näyttävät kiinnostavina tilinpäätösanalyysiä hyödyntävälle piensijoittajalle. Kannattavuuden tunnuslukujen ja katelukujen antamaa kuvaa yhtiön taloudellisesta vahvuudesta täydentävät erinomaisesti osakekohtainen tu-

los, efektiivinen osinkotuotto ja osakekohtainen osinko. (Kallunki 2022, 143.) Seuraavaksi tarkastellaan edellä mainittuja yleisesti käytettyä osakekohtaisia tunnuslukuja, joita piensijoittaja voi hyödyntää sijoituspäätöksenteossään.

Osakkeen tulevaa kehitystä voidaan analysoida osakekohtaisen tuloksen avulla ja osakekohtainen tulos on keskeinen tunnusluku yhtiön taloudellisen suorituskyvyn arviointiin. Osakekohtainen tulos tulee englanninkielisestä termistä earnings per share ja luvusta käytetään myös Suomessa sen englanninkielistä lyhennettä EPS. Osakekohtainen tulos on talouslehdissä yksi seuratuimmista ja eniten raportoiduista tilinpäätösluvuista. (Kallunki 2022, 143.) Osakekohtainen tulos voidaan laskea kahdella eri tavalla joko laimentamattomana osakekohtaisena tuloksena tai laimennusvaikutuksella laskettuna osakekohtaisena tuloksena. Laimentamaton osakekohtainen tulos perustuu todellisuudessa liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärään, kun taas laimennetussa osakekohtaisessa tuloksessa otetaan huomioon mahdolliset osakemäärän muutokseen vaikuttavat tekijät kuten osakeoptioiden ja muiden oman pääoman kaltaisten vaateiden vaikutuksen osakkeiden lukumäärään. (Ericson 2010, 150.) Yhtiöiden on raportoitava tilinpäätöksessään kunkin tilikauden ja vertailukauden osakekohtainen tulos, jonka lisäksi IAS 33-standardi edellyttää myös laimennetun osakekohtaisen tuloksen raportointia yhtiöiltä. Osakekohtainen tulos lasketaan jakamalla tilikauden tulos osakkeiden keskimääräisellä lukumäärällä tilikauden aikana. (Kallunki 2022, 143–144.) Osakekohtainen tulos voidaan laskea alla esitellyllä kaavalla:

$$EPS = \frac{\textit{Tilikauden tulos}}{\textit{Osakkeiden keskimääräinen lukumäärä}}$$

Kaava 8. EPS (Kallunki 2022, 144)

Pitkällä aikavälillä osakekohtainen tulos on kriittinen tekijä, joka määrittää osakkeen hinnan kehityksen. Jos yhtiön osakekohtainen tulos ei kasva samalla kuin muut taloudelliset tekijät säilyvät muuttumattomina, osakekurssi ei todennäköisesti nouse ja odotettu tuotto jää piensijoittajalle yhtiön maksaman osinkotuoton suuruiseksi. Osakekohtaisen tuloksen ennakoitua suurempi lasku tai nousu voi vaikuttaa olennaisesti myös P/E-luvun arvoon. (Kallunki 2022, 170.) Osakekohtaisen tuloksen avulla voidaan arvioida myös yrityksen johtoa, sillä osakekohtaisen tuloksen jatkuva ja tasainen kasvu pitkällä aikavälillä viittaa yhtiön pätevään ja tehokkaaseen johtamiseen (Bragg 2012, 126).

Yhtiö voi parantaa osakekohtaista tulostaan kahdella eri tavalla. Tilikauden tuloksen kasvattaminen nostaa osakekohtaista tulosta, mutta myös osakkeiden keskimääräisen lukumäärän pienentäminen nostaa osakekohtaista tulosta. Osakekohtaisen tuloksen kasvattaminen tilikauden tulosta kasvattamalla on tietysti ilmeistä, ja yhtiöt usein painottavat tämän saavutuksen merkitystä sijoittajaviestinnässään, sillä tulosparannuksella on positiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen. Toisaalta osakekohtaisen tuloksen kasvattaminen onnistuu myös osakkeiden keskimääräistä lukumäärää pienentämällä esimerkiksi omien osakkeiden takaisinoston avulla ja mitätöimällä takaisinostettuja osakkeita, jolloin osakkeiden kokonaislukumäärä pienenee. Edellä mainittu jää sen sijaan varsinkin Suomessa usein vähemmälle huomiolle. Kun yhtiö tekee omien osakkeiden takaisinostoja niin yhtiön tulos jakaantuu pienemmälle osakemäärälle kuin aiemmin ja kunkin jäljelle jäävän osakkeen osuus tuloksesta kasvaa. Osakekohtaisen tuloksen kasvattamista omien osakkeiden takaisinostolla on kritisoitu etenkin tilanteissa, joissa takaisinostojen tarkoituksena on osakekohtaisen tulostavoitteen saavuttaminen, vaikka yhtiön todellinen tulos ei kehity odotusten mukaisesti. Erityisesti merkittäviä käteisvaroja omistava yhtiö voi kasvattaa osakekohtaista tulostaan huomattavasti ostamalla omia osakkeita. Tällaisessa tilanteessa osakekohtaisen tuloksen kasvu voi olla harhaanjohtavaa, eikä se kuvaa yhtiön operatiivisen liiketoiminnan todellista vahvuutta, mikä voi pitkällä aikavälillä näkyä osakekurssin laskuna. Osakekohtaisen tuloksen paranemisen taustalla olevien tekijöiden tunnistaminen on olennaista, sillä muutos voi johtua yhtiön tosiasiallisen tuloksen kasvusta tai se voi olla seurausta siitä, että yhtiö on vähentänyt liikkeelle laskettujen osakkeiden lukumäärää takaisinostojen avulla. (Kallunki 2022, 146.)

Efektiivinen osinkotuottoprosentti on yksi keskeisimmistä ja parhaiten tunnetuimmista tunnusluvusta, jota voidaan hyödyntää arvioidessa sijoituskohteita. Efektiivinen osinkotuottoprosentti kuvaa maksettavan osingon suhdetta sen hetkiseen yhtiön pörssikurssiin prosenteissa. Efektiivinen osinkotuottoprosentti lasketaan yleisesti osakekohtaisella tasolla. Efektiivisestä osinkotuottoprosentista käytetään välillä nimitystä osinkotuottoprosentti, mutta käytännössä osinkotuottoprosentilla viitataan efektiiviseen osinkotuottoprosenttiin. Efektiivinen osinkotuottoprosentti voidaan laskea alla esitellyllä kaavalla:

$$\text{Efektiivinen osinkotuottoprosentti} = \frac{\text{Osakekohtainen osinko}}{\text{Osakkeen markkinahinta}} \times 100$$

Kaava 9. Efektiivinen osinkotuottoprosentti (Kallunki 2022, 178)

Efektiiivinen osinkotuotto prosentti on piensijoittajalle hyödyllinen tunnusluku, sillä tunnusluvun kasvaminen nähdään myönteisenä signaalina, joka voi nostaa yhtiön osakekurssin arvoa. Vaikka maksetun osingon määrä kasvaisi, efektiiivinen osinkotuotto prosentti ei välttämättä nouse, mikäli osakkeen hinta nousee samassa suhteessa. Efektiiivinen osinkotuotto prosentti riippuu siis osingon ja osakkeen hinnan suhteesta, joten osakkeen hinnan noustessa efektiiivinen osinkotuotto prosentti voi pysyä samana tai jopa laskea. Näin ollen on mielekkäämpää seurata osingon euromääräinen kasvua, sillä se on usein huomionarvoisempaa kuin itse tunnusluvun kasvu. (Kallunki 2022, 178.)

Suomessa osingot maksetaan yleensä kerran vuodessa, joten osinkotuotto heijastaa vuoden aikana osakkeesta osinkojen muodossa saatavaa tuottoa, mutta osakkeisiin sijoittaessa tuottoa tulee myös osakkeen arvomuutoksen muodossa. Osinkotuotto antaa kuitenkin varsin hyvän kuvan piensijoittajan saamasta kassavirrasta tarkasteluhetken kursitasolla, sillä osingot muuttuvat keskimäärin varsin maltillisesti vuodesta toiseen. Toisinaan tilanteissa, joissa yhtiöillä on käytettävissään ylimääräisiä likvidejä käteisvaroja, ne voivat maksaa normaalia suurempia osinkoja osakkeenomistajille. (Kallunki 2022, 178.)

Osinkotuottoa tarkasteltaessa on huomioitava, että osinkojen verokohtelu vaihtelee merkittävästi eri maiden, omistajaryhmien ja ajankohdan välillä. Aiemmin Suomessa osingot olivat saajilleen verovapaita, mutta nykyisin osinkotuotto on veronalaista tuloa. Pitkääikaista osinkotuottoa tavoittelevalle piensijoittajalle on erityisen tärkeää, että yhtiön maksamat osingot kasvavat vuodesta toiseen. Näin ollen on suositeltavaa, että ei pelkää keskeyttää tarkastelemaan yhden hetken osinkotuottoa, vaan kiinnitetään enemmänkin huomiota osinkotuoton historiaan ja siinä tapahtuneisiin muutostrendeihin. (Kallunki 2022, 178.)

Efektiiivisen osinkotuoton tarkastelu on keskiössä, sillä osinkotuottojen uudelleensijoittaminen voi merkittävästi vaikuttaa sijoitusten pitkän aikavälin tuottoon. Osinkojen uudelleensijoittaminen luo korkoa korolle ilmiön, joka voi kiihdyttää sijoituksen arvon kasvua huomattavasti. Bogle (2017, 66) on kirjassaan kertonut hyvin efektiiivisen osinkotuoton merkityksestä pitkällä aikavälillä ja hän toteaa seuraavasti: *"Compounded over that long span, dividends made a contribution to the market's appreciation that is almost beyond belief. Excluding dividend income, an initial investment of \$10,000 in the S&P 500 on January 1, 1926, would have grown to more than \$1,7 million as 2017 be-*

gan. But with dividends reinvested, that investment would have grown to some \$59,1 million! This astonishing gap of \$57,4 million between market price appreciation alone and total return when dividends are reinvested simply reflects the magic of cost free compounding” (Bogle 2017, 66).

Edellä käsitellyn efektiivisen osinkotuoton lisäksi on myös keskeistä ymmärtää ja perehtyä osakekohtaiseen osinkoon. Osakekohtainen osinko, jonka englanninkielinen termi on dividend per share (DPS) on tärkeä osakekohtainen tunnusluku, jota piensijoittaja voi hyödyntää sijoituspäätöksenteossa. Tunnusluku kertoo, kuinka paljon yhtä osaketta kohden yhtiö on jakanut osinkoa. Osakekohtainen osinko lasketaan jakamalla tilikauden aikana maksetut osingot osakkeiden keskimääräisellä lukumäärällä tilikauden aikana. Yhtiön tulevat rahavirrat osakkeenomistajille ovat osinkoja, joten osakekohtainen osinko toimii tunnuslukuna sekä osinkojen arvioimiseksi osaketta kohden että tulevien rahavirtojen ennustamiseksi. (Peterson 2012, 162.)

Yhtiöt eivät kuitenkaan ole velvoitettuja maksamaan osakekohtaista osinkoa osakkeenomistajilleen. Usein kasvuvaiheessa olevat nuoret yhtiöt eivät jaa osinkoja ollenkaan, mutta yrityksen kasvaessa ja markkina-aseman vakiintuessa osakekohtaisen osingon maksaminen tulee yleensä ajankohtaiseksi. Lisäksi korkean kasvun aloilla toimivat yhtiöt maksavat harvoin merkittäviä osakekohtaisia osinkoja osakkeenomistajilleen (Peterson 2012, 163). Näin ollen sijoittajien vaihtelevat odotukset ja tavoitteet osinkopolitiikan suhteen houkuttelevat kunkin yhtiön ympärille omistajakunnan, joka kokee yhtiön osinkopolitiikan vastaavan omia sijoitustavoitteitaan. Yhtiöt pyrkivätkin yleensä noudattamaan vakiintunutta osinkopolitiikkaansa ja välttämään osakekohtaisen osingon pienentämistä yksittäisenä tilikautena. (Kallunki 2022, 152.)

4.3 Hintakertoimet

Piensijoittajan strategiana on usein etsiä ostokohteiksi yhtiöitä, joiden osakkeen arvostus on jostain syystä laskenut alle niiden pitkäaikaisen todellisen arvon. Tällaisia osakkeen arvostustason laskun aiheuttavia tilanteita ovat taloudessa esiintyvät laskusuhdanteet, sijoittajien yleinen osakkeiden paniikkimyynti tai yhtiön tilapäiset vaikeudet. Historiaa tarkastelemalla löytyy useita esimerkkejä talouden laskusuhdanteista sekä osakkeiden paniikkimyynteistä ja näistä merkittävimpiä ovat vuosien 2008–2009 finanssikriisi ja vuoden 2020 koronapandemia. Tällöin sijoittajat myivät osakkeitaan paniikissa, jolloin jopa liiketoiminnaltaan ja taseeltaan erittäin vahvojen yhtiöiden osak-

keiden arvot laskivat merkittävästi ja hintakertoimilla mitattuna laskeneet osakkeet olivat muuttuneet merkittävästi aliarvostetuiksi. (Kallunki 2022, 177.)

Tilinpäätösanalyysiä oikein tulkitseva piensijoittaja pystyy käyttämään edellä kuvattuja tilanteita hyväkseen tunnistamalla tällaiset markkinapaniikin aiheuttamat osakkeiden alihinnoittelut ja nähdä tilanteet hyvinä mahdollisuuksina ostaa osakkeita hinnoilla, jotka ovat alle yhtiöiden pitkän aikavälin todellisen arvon. Vastaavasti kun markkinat ovat ylikuumentuneet tilanne voi johtaa osakkeiden hintojen kohoamiseen todellista arvoa korkeammalle, kuten tapahtui vuoden 2021 aikana, kun talouksia elvytettiin voimakkaasti. Tällöin piensijoittajalle puolestaan avautuu hyviä mahdollisuuksia myydä osakkeita. (Kallunki 2022, 178.)

Hintakertoimien avulla voidaan vertailla osakkeen markkinahintaa suhteessa yhtiön taloudellisiin fundamentteihin. Piensijoittajan ensisijaisena tavoitteena on löytää matalan hintakertoimen osakkeita, joiden matalat hintakertoimet heijastavat osakkeen alihinnoittelua. Vastaavasti salkussa jo olevat korkean hintakertoimen osakkeet voivat olla harkinnan arvoisia myyntikohteita. Hintakertoimet voivat heijastella matalaa tai korkeaa arvoa monista muistakin syistä kuin osakkeen markkinahinnan ali- tai yliarvostuksesta. Lisäksi osakkeen mahdollinen ali- tai yliarvostus on myös subjektiivinen käsite, sillä markkinahinta itsessään edustaa jo määritelmällisesti sijoittajien keskimääräistä eli niin sanottua konsensusnäkemystä osakkeen todellisesta arvosta. (Kallunki 2022, 159.)

Voidaan siis päätellä, että hintakertoimia käyttävä piensijoittaja uskoo, että markkinoiden konsensusnäkemys osakkeen hinnasta on siis väärä. Näkemyseron taustalla ovat yleensä erilaiset sijoitushorisontit ja hintakertoimia käyttävä pitkäjänteinen piensijoittaja arvioi yhtiön potentiaalia vuosien perspektiivissä, kun taas keskimääräinen piensijoittaja tutkimustulosten mukaan tekee sijoituspäätöksiä kuukausien, viikkojen tai jopa päivien tarkasteluhorisontissa. Laadukkaan yhtiön osakkeen tilapäisesti alhaiset hintakertoimet voivat kuitenkin tarjota houkuttelevia ostopaikkoja pitkäaikaiselle piensijoittajalle, kun taas lyhyen sijoitushorisontin keskimääräinen piensijoittaja näkee alhaisissa hintakertoimissa usein vain negatiivisia merkkejä, kuten suhdannevaihteluihin liittyvät riskit. (Kallunki 2022, 159.)

P/E-luku eli price earnings ratio on yksi piensijoittajien eniten käytetyistä arvonmäärittämissä tunnusluvuista. Tunnusluku on mainittu jo 1900-luvun alun kirjallisuudessa ja se on edelleenkin yksi suosituimmista piensijoittajien käyttämistä yksittäisistä tunnuslu-

vuista. Tunnusluvun perusajatus on helppo ymmärtää ja tavallinen P/E-luku kertoo yksinkertaisesti, kuinka monta vuotta tarvitaan, jotta yhtiön nykyisten voittojen määrä vastaisi sen oman pääoman markkina-arvoa. Tavallinen P/E-luvun arvo, jossa ei huomioida yhtiön tulevaisuuden odotuksia saadaan siis, kun nykyinen osakkeen hinta jaetaan yhtiön vuoden osakekohtaisella tuloksella. (Bulkowski 2013, 67.) Tällöin tunnuslukua laskettaessa jakajan arvona voidaan käyttää tilinpäätöksessä jo raportoitua osakekohtaista tulosta, jolloin tunnusluku on konkreettinen ja perustuu toteutuneisiin tuloksiin, mutta ei kuitenkaan ota huomioon tulevaisuuden näkymiä tai mahdollisia muutoksia yhtiön liiketoiminnassa. Vaihtoehtoisesti tunnuslukua laskettaessa jakajan arvona voidaan käyttää seuraavan vuoden ennakoitua osakekohtaista tulosta, jolloin se on spekulatiivinen, mutta antaa näkemyksen myös yhtiön tulevaisuuden kasvunäkymiin ja markkinoiden odotuksiin. Kun jakajan arvona käytetään ennakoitua osakekohtaista tulosta, voidaan laskea eteenpäin katsova P/E-luku, jossa huomioidaan myös yhtiön tulevaisuuden kasvunäkymät. P/E-luvun laskemiseksi voidaan siis käyttää useaa eri menetelmää, mutta tärkeintä on laskea tunnusluku yhdenmukaisesti kaikissa analyyseissä, joissa lukua käytetään. (Kallunki 2022, 159–161.) Kaavassa esitetyllä tavalla voidaan laskea tavallinen P/E-luku, joka perustuu historiallisiin tuloksiin tai eteenpäin katsova P/E-luku, joka ottaa huomioon myös tulevaisuuden kasvuodotukset.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen tulos}} = \frac{P}{EPS}$$

Kaava 10. P/E (Kallunki 2022, 160)

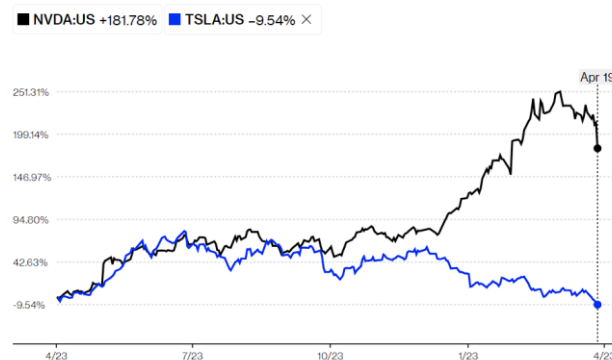
Tavallisessa P/E-luvussa tapahtuvat muutokset ovat seurausta osakekurssin hinnan vaihtelusta, sillä toteutuneen osakekohtaisen tuloksen arvossa ei voi tapahtua muutoksia.

P/E-lukua analysoimalla voidaan havaita, että sijoittajat ovat valmiita maksamaan suhteellisesti samansuuruisesta tuloksesta erisuuruisen hinnan eri aikoina. Sijoittajien suhtautumiseen yhtiön tulokseen vaikuttavat esimerkiksi talouden suhdanteissa tapahtuvat muutokset. Tyypillisesti P/E-luvun arvo nousee, kun sijoittajat spekuloidut yhtiön tuloksen kasvun kiihtyvän entisestään tulevina vuosina. Toisaalta, kun sijoittajat muuttavat kasvuarviotaan yhtiöstä pessimistisempään suuntaan, P/E-luku voi laskea.

Eteenpäin katsovassa P/E-luvussa tapahtuvat muutokset voivat johtua osakekurssissa tapahtuvista muutoksista, yhtiön tuloksessa tapahtuvista muutoksista tai molemmista. Esimerkiksi P/E-luvun lasku voi johtua osakekurssin laskusta tai yhtiön kasvaneesta tuloksesta. Tilanteessa, jossa osakekurssi laskee nopeammin kuin yhtiön tulos kasvaa P/E-

luku laskee. (Bulkowski 2013, 69.) P/E-lukuun ja erityisesti eteenpäin katsovan P/E-luvun saamaan arvoon vaikuttavat merkittävästi yhtiön kasvunäkymien lisäksi myös yhtiöön liittyvä riski. Mitä suurempi on tuottovaatimus, sitä pienempi on P/E-luku ja rahoitusteorian mukaan tuottovaatimukseen vaikuttavat markkinoiden riskitön korko ja osakkeen riski. Näin ollen korkean riskin yhtiöt yleensä saavat alhaisempia eteenpäin katsovien P/E-luku arvoja kuin matalan riskin yhtiöt. Eteenpäin katsova P/E-luku tarjoaa piensijoittajalle arvokasta tietoa, sillä se heijastaa markkinoiden odotuksia yhtiön tulevasta tuloksesta suhteessa sen nykyiseen osakekurssiin ja ottaa huomioon sekä kasvupotentiaalin että riskiprofiilin (Kallunki 2022, 170).

P/E-lukua käytettäessä osakkeen hinnan lasku ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita sitä, että osake on tullut sijoittajan näkökulmasta edullisemmaksi. Tilanteessa, jossa yhtiön osakekohtainen tulos heikkenee nopeammin kuin osakekurssi laskee, niin seurauksena on P/E-luvun nousu. Osakkeen hinta suhteessa sen tulokseen voi itse asiassa nousta, vaikka osakkeen markkinahinta laskee. Vastaavasti yhtiön osakekohtainen tulos voi nousta nopeammin kuin osakekurssi, jolloin seurauksena on P/E-luvun lasku. Tällöin osakkeen arvostustaso on muuttunut edullisemmaksi, vaikka sen hinta markkinoilla onkin noussut. (Kallunki 2022, 165.) Alla on esitetty havainnollistava kuvio edellä mainitun kaltaisesta tilanteesta:



Kuvio 1. Nvidian ja Teslan kurssikehitys (Bloomberg 2024)

Edellisestä kuvioista nähdään, että Nvidian osake on noussut vuoden aikana 181,78 prosenttia ja Teslan osake on laskenut 9,54 prosenttia. Tarkastelupäivänä 19.4.2024 Nvidian osakkeen hinta on ollut 762,00 dollaria ja Teslan osakkeen hinta on ollut vastaavasti 147,05 dollaria. Vuosi aiemmin 19.4.2023 Nvidian osakkeen hinta oli 270,42 dollaria ja Teslan osakkeen hinta oli 162,56 dollaria. Molempien yhtiöiden tavalliset P/E-luvut on laskettu toteutuneiden osakekohtaisten tulosten mukaisesti. Tavalliset P/E-lu-

vut on laskettu myös yhdenmukaisesti hyödyntäen saatavilla olevia osakekohtaisen tuloksen Non-GAAP arvoja edellisiltä neljältä kvartaalilta, jotka yhtiöt ovat esittäneet sijoittajille suunnatulla verkkosivulla. Non-GAAP arvojen valinta tarjoaa mielekkään tavan tarkastella yhtiöiden operatiivista suorituskykyä poistamalla satunnaiset ja kertaluonteiset erät, jotka saattavat vääristää tuloksen kuvaa. 19.4.2024 Nvidian tavallinen P/E-luku on ollut 58,75 ja vuotta aiemmin 19.4.2023 se oli 81,21. Nvidian tavallinen P/E-luku, jossa on huomioitu toteutunut 12 kuukauden osakekohtainen tulos on siis laskenut voimakkaasta kurssinoususta huolimatta. Vastaavasti Teslan tavallinen P/E-luku 19.4.2024 on ollut 46,98 ja vuotta aiemmin 19.4.2023 se oli 42,22. Teslan tavallinen P/E-luku on siis hieman noussut siitä huolimatta, että yhtiön osakekurssi on vuoden aikana laskenut lähes 10 prosenttia.

Piensijoittaja voi käyttää hyödykseen myös yhtiön historiallisia P/E-lukuja tehdessään sijoituspäätöksiä tavallisen P/E-luvun ja eteenpäin katsovan P/E-luvun lisäksi. Lähestymistapa perustuu havaintoon, jonka mukaan osakekurssit vaihtelevat ajan suhteen voimakkaammin kuin yhtiöiden fundamentit, kuten kannattavuus ja osingot. Osakkeiden poikkeuksellisten suurten hinnanvaihteluiden katsotaan johtuvan siitä, että sijoittajat suhtautuvat muun muassa sijoittamisen liittyvään riskiin eri tavoin suhdannevaihteluiden eri vaiheissa. Tällöin on mahdollista havaita hetkiä, jolloin osakekurssit ovat erityisen matalalla suhteessa yhtiöiden tuloksiin ja vastaavasti hetkiä, jolloin osakekurssit ovat poikkeuksellisen korkealla suhteessa yhtiöiden tuloksiin. Näin ollen piensijoittaja voi hyödyntää historiallisia P/E-luvun arvoja osakemarkkinoiden pitkäaikaisten trendien ymmärtämiseksi. Näin piensijoittaja voi ennakoida osakekurssien kehitystä useiden vuosien sijoitushorisontilla ja löytää potentiaalisia ostoetkiä osakkeelle tai vastaavasti suotuisia hetkiä myydä osakkeita (Kallunki 2022, 161).

P/E-luku tarjoaa piensijoittajalle selkeän ja helppokäyttöisen menetelmän, jonka avulla voidaan arvioida osakekurssin tasoa suhteessa yhtiön fundamentteihin ja tämä pätee kaikkiin P/E-luvun muotoihin. Piensijoittaja voi hyötyä markkinoiden laumakäyttäytymisestä ajoittamalla ostot ajankohtiin, jolloin monet myyvät laadukkaana yhtiön osakkeita matalilla hinnoilla eli kun yhtiön P/E-luku on poikkeuksellisen matalalla. Osakkeista luopumista voi harkita silloin, kun muut ovat valmiita maksamaan niistä korkeita hintoja ja P/E-luku on poikkeuksellisen korkealla. 1990-luvun lopun tapahtumat tarjoavat opettavaisen esimerkin siitä, kuinka markkinoiden psykologia voi ajaa osakekurssit irrationaalisen korkeiksi, ilman yhteyttä yhtiöiden todelliseen taloudelliseen tilanteeseen.

seen. Sijoittajat olivat tuolloin valmiita maksamaan monien yhtiöiden osakkeista hintoja, joilla ei ollut mitään tekemistä yhtiön taloudellisen tilan kanssa. Tällöin markkinoille syntyi Robert Schillerin kuvaamia varallisuusarvojen kuplia (Kallunki 2022, 161).

Myös P/S-luku on houkutteleva arvostusmittari piensijoittajalle. P/S-luku vertaa osakkeen nykyistä hintaa sen vuotuisen myyntiin osaketta kohden. Tunnusluvussa kuvataan siis osakkeen hinnoittelua yhtiön toiminnan laajuuteen nähden ja se kuvaa, miten paljon markkinat asettavat arvoa yhtiön jokaiselle myyntivaluutalle. Tunnusluvun käyttö sopii erityisen hyvin toimintansa alkupuolella olevien yhtiöiden analysointiin tai tappiollisten yhtiöiden analysointiin, joissa perinteistä P/E-lukua ei ole mielekäästä käyttää. Tunnusluvun käyttöön liittyy myös ongelmia ja P/S-lukua käytettäessä on tiedostettava, millainen yhtiön velkataso on, jotta ei tehdä epäonnistuneita sijoituspäätöksiä konkurssiuhan alla oleviin yhtiöihin. Lisäksi P/S-luku soveltuu parhaiten toimialakohtaiseen analyysiin, sillä eri toimialojen väliset P/S-luvut voivat vaihdella merkittävästi. (Bulkowski 2013, 73–74.)

P/S-luvun hyödyllisyys piensijoittajalle perustuu siis tunnusluvun kykyyn tunnistaa, kuinka paljon markkinat arvostavat yhtiön myyntiä. Kun yhtiö kykenee saavuttamaan korkeamman tason jokaisesta myyntivaluutastaan kilpailijoihin verrattuna se voi kertoa vahvemmassa liiketoimintamallista, tehokkaammasta markkinointistrategiasta tai korkeammasta asiakasuskollisuudesta. Edellä mainitut tekijät mahdollistavat yhtiölle korkeammat voittomarginaalit tulevaisuudessa, joka voi näkyä positiivisesti yrityksen osakekurssissa. P/S-lukua hyödyntämällä piensijoittaja ei altistu tuloksen manipuloinnin riskeille, sillä tunnusluku keskittyy suoraan myyntituloihin. P/S-luku tarjoaa piensijoittajalle yksinkertaisen ja tehokkaan tavan arvioida yhtiön suorituskykyä ja arvoa markkinoilla erityisesti aloilla, joilla myyntivolyymi vaikuttaa keskeisesti yrityksen menestykseen. (Calhoun 2020, 67–68). P/S-luku voidaan laskea seuraavalla kaavalla:

$$P/S = \frac{\text{Hinta/osake}}{\text{Myynti/osake}}$$

Kaava 11. P/S (Calhoun 2020, 65)

P/S-lukua voidaan kuitenkin käyttää myös voitollisten yhtiöiden osakkeiden analysoinnissa. P/S-luku voi tuoda esiin merkittäviä strategisia tai rakenteellisia eroja yhtiöiden välillä. Esimerkiksi toukokuussa 2018 yhdysvaltalaiset yhtiöt The Home Depot ja

Walmart raportoivat molemmat lähes identtiset P/E-tunnusluvut, mutta The Home Depotilla oli neljä kertaa korkeampi P/S-tunnusluku. The Home Depotin merkittävästi korkeampi P/S-luku viestii korkeammasta asiakasuskollisuudesta ja paremmasta hinnoitteluvoimasta. (Calhoun 2020, 69.)

P/B-tunnusluku on piensijoittajalle konservatiivinen valinta ja akateeminen kirjallisuus suosii tunnuslukua ja sitä pidetään erityisen hyödyllisenä arvosijoittajalle, joka etsii markkinoilta syvästi aliarvostettuja yhtiöitä. P/B-luku eli price to book mittaa yhtiön markkinahinnan suhdetta sen oman pääoman määrään ja näin ollen P/B-luku tarjoaa piensijoittajalle näkymän yhtiön arvostustasosta suhteessa sen kirjanpitoarvoon. P/B-tunnusluku ei kuitenkaan sovellu erityisen hyvin yhtiön kannattavuuden tai oman pääoman tuoton ennustamiseen, sillä yhtiön kirjanpitoarvo ei välttämättä heijasta yhtiön todellista taloudellista tilaa tai tulevaisuuden kasvunäkymiä. (Calhoun 2020, 37.)

P/B-tunnusluvun hyödyllisyys perustuu siihen, että se voi auttaa tunnistamaan yhtiöitä, joilla on huomattavia määriä aineettomia hyödykkeitä. Esimerkiksi yhdysvaltalaisyhtiö The Coca-Cola Company on tunnettu korkeasta P/B-luvusta, mikä johtuu yhtiön merkittävästä brändipääomasta, joka ei näy taseessa. P/B-luku toimii parhaiten saman sektorin yhtiöiden välisessä vertailussa ja tuo piensijoittajalle merkittävää lisäarvoa osakkeen suhteelliseen arvonmääritykseen. (Calhoun 2020, 38.) Tunnusluku voidaan laskea jakamalla osakkeen markkinahinta osakekohtaisella kirja-arvolla. Samaan tunnuslukuun päädytään luonnollisesti myös jakamalla oman pääoman markkina-arvo sen kirjanpitoarvolla (Kallunki 2022, 204–205). P/B-luku voidaan laskea seuraavan kaavan avulla:

$$P/B = \frac{\text{Osakkeen markkinahinta}}{\text{Oma pääoma/osake}}$$

Kaava 12. P/B (Kallunki 2022, 171)

Yksi yleisesti käytetty arvostusta kuvaava tunnusluku on myös EV/EBITDA.

EV/EBITDA-luvun tulkintaa voidaan hyödyntää sijoituspäätöksenteossa ja yhtiöiden keskinäisessä vertailussa. EV/EBITDA-tunnusluku ilmaisee yhtiön velattoman markkina-arvon eli yritysarvon suhteen sen käyttökatteeseen. Tunnusluku osoittaa sen, kuinka monta vuotta yhtiöltä kuluisi, jotta se tekisi velattoman arvonsa verran käyttökattetta, olettaen että käyttökatteessa ei tapahdu muutoksia. Kasvuhakuisilla yhtiöillä EV/EBITDA saa yleensä korkeamman arvon, mikä heijastaa niiden suurta investointi-intensiivisyyttä. Hitaan kasvun yhtiöillä tunnusluku puolestaan on keskimääräistä alhai-

sempi. (Kallunki 2012, 204.) EV/EBITDA-tunnusluvun laskennassa voidaan käyttää alla esitettyä kaavaa:

$$EV/EBITDA = \frac{Yritysarvo/osake}{EBITDA/osake}$$

Kaava 13. EV/EBITDA (Calhoun 2020, 75)

Huomionarvoista on, että myös EV/EBITDA-luku voidaan laskea ja esittää usealla eri tavalla. Käyttökateen määrittelyssä voidaan käyttää edellisen tilikauden käyttökateen, liukuvaa edellisten 12 kuukauden käyttökateen tai markkina-analyttikoiden ennusteita kuluvan tilikauden käyttökateesta. Yhtiön velaton arvo viittaa tyypillisesti yhtiön velattomaan markkina-arvoon, joka lasketaan käyttäen nykyistä osakekurssia ja viimeisimmässä osavuosisikatsauksessa ilmoitettuja korollisilla nettovelkoja. Poistot voivat myös vaikuttaa EV/EBITDA-lukuun, sillä eri toimialojen käyttämät erilaiset poistomenetelmät voivat aiheuttaa tunnusluvun arvoon vaihtelua, mikä voi johtaa epä johdonmukaisiin tuloksiin ja tehdä yhtiöiden välisestä vertailusta piensijoittajalle haastavaa. Näin ollen on keskeistä ottaa huomioon poistojen vaikutukset tunnuslukuun, jotta tunnuslukua voidaan käyttää vertailukelpoisesti ja tulkita asianmukaisesti. (Kallunki 2012, 204.)

EV/EBITDA tunnusluku on piensijoittajalle arvokas työkalu, sillä se antaa kattavamman kuvan yhtiön velkaantuneisuudesta verrattuna P/E-lukuun ja sen avulla on myös helpompaa vertailla eri maiden yhtiöitä keskenään. Tunnusluku tarjoaa mahdollisuuden arvioida yhtiön kokonaisarvoa realistisemmin huomioiden yhtiön velan ja käteisen määrän vaikutuksen. Toisaalta EV/EBITDA on piensijoittajalle työläämpi tunnusluku laskea, sillä yritysarvon laskemiseksi lähtötietoja on enemmän kuin P/E-lukua laskettaessa. Tämä puolestaan johtaa siihen, että piensijoittajan on haastavampaa löytää vertailutietoja EV/EBITDA-tunnusluvulle. (Calhoun 2020, 75–76.)

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkielmassa on tarkasteltu tilinpäätöstietojen luotettavuutta ja niiden käyttöä tunnuslukuanalyysissa piensijoittajan näkökulmasta. Voidaan todeta, että tilinpäätöstietojen luotettavuus on keskeisessä osassa, kun piensijoittaja suorittaa tunnuslukuanalyysia. Tilanteessa, jossa tilinpäätöstiedot eivät ole luotettavia ei tunnuslukuanalyysia ole mielekästä suorittaa, sillä tällöin saadut tulokset ovat harhaanjohtavia ja virheellisiä. IFRS-standardit ovat keskeisessä asemassa informaation luotettavuuden parantamisessa, sillä niiden laadinnassa on otettu sijoittajan näkökulma huomioon. Näin ollen piensijoittaja, joka sijoittaa säästövarojaan säännellyllä markkinalla pörssiyhtiöihin voi hyödyntää tilinpäätöstietoja ja luottaa tietojen oikeellisuuteen. Tutkielman perusteella on selvää, että vaikka IFRS-standardit parantavat raportoinnin läpinäkyvyyttä piensijoittajan tulee olla tietoinen myös niiden rajoituksista, kuten yhtiökohtaisista tulkintaeroista.

Taloudellisten tunnuslukujen analysoinnin avulla piensijoittaja voi muodostaa nopeasti näkemyksen yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja ennakoida yhtiön liiketoiminnassa tapahtuvia trendejä ja perustaa sijoituspäätökset näiden tulkintojen pohjalle. Piensijoittajan on kuitenkin aina tärkeä muistaa, että yhtiön historiallinen hyvä suorituskyky ei ole taee yhtiön tulevasta menestyksestä, mutta aiemmin vahvasti pärjännyt yhtiö omaa kuitenkin tärkeitä ominaisuuksia, jotka mahdollistavat yhtiön kannattavan liiketoiminnan ja voittojen kasvun myös tulevaisuudessa. Tutkielman perusteella voidaan sanoa, että toteutettu tunnuslukuanalyysi voi parhaimmassa tapauksessa vähentää piensijoittajan kokemaa epävarmuutta tehtyjä sijoituksia kohtaan ja tuoda piensijoittajalle mielenrauhaa, sillä sijoituspäätökset on tehty rationaalisin perustein tietoon perustuvien tunnuslukujen pohjalta.

Piensijoittajan vertaillessa yhtiöitä käyttämällä tunnuslukuja on järkevää hyödyntää mahdollisimman useaa erityyppistä tunnuslukua, jotta tunnuslukuanalyysi olisi mahdollisimman laaja-alainen ja laadukas. Tutkielman yhteenvedossa voidaan päätellä, että piensijoittajalle keskeisiä tilinpäätöksestä johdettuja tunnuslukuja ovat tutkielmassa esitetyt kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnusluvut. Edellä mainittuja tunnuslukuja hyödyntämällä voidaan varmistua siitä, että toteutettu tunnuslukuanalyysi

lyysi ottaa huomioon kokonaisvaltaisesti yhtiön taloudellisessa tilanteessa tapahtuneet muutokset sekä yhtiön nykyisen taloudellisen tilanteen.

Tilinpäätöksestä johdettujen tunnuslukujen lisäksi piensijoittaja voi hyödyntää markkinaperusteisia tunnuslukuja, joiden avulla voidaan arvioida osakkeen mahdollista yli- tai aliarvostusta markkinoilla. Markkinaperusteisten tunnuslukujen käyttö yhdistettynä tilinpäätöksestä johdettaviin tunnuslukuihin tarjoaa piensijoittajalle täydentävää näkökulmaa siitä, miten markkinat arvostavat yhtiötä. Monipuolinen tunnuslukujen käyttö auttaa piensijoittajaa muodostamaan vahvan analyysityökalupakin, jonka avulla piensijoittaja voi muodostaa yhtiön voitto- ja riskimahdollisuuksista sekä taloudellisesta tilanteesta ja tulevaisuuden näkymistä paremman kokonaiskuvan.

Monipuolinen tunnuslukuanalyysi mahdollistaa tietoon perustuvien sijoituspäätöksien tekemisen ja tunnuslukujen avulla voidaan perustella, miksi sijoittaminen kyseiseen yhtiöön voi olla tuottoisaa ja järkevää. Tunnusluvut auttavat hahmottamaan yhtiön taloudellisessa kehityksessä tapahtuneita trendejä, mutta niiden avulla ei kuitenkaan ole mahdollista saada täydellistä kuvaa markkinoiden liikkeistä ja osakkeen tulevasta kurssikehityksestä. Näin ollen piensijoittajan on oltava valmis jatkuvaan oppimiseen ja oman tunnuslukuanalyysin päivittämiseen.

Markkinaperusteiset tunnusluvut tarjoavat piensijoittajalle runsaasti tietoa osakkeiden arvostustasosta, mutta piensijoittajan on tärkeä pyrkiä ymmärtämään, mistä seikoista tunnusluvuissa tapahtuvat muutokset johtuvat. Laajasti käytetyn P/E-tunnusluvunkaan tulkinta ei ole suoraviivaista, eikä piensijoittajalle ole aina selvää, mitä P/E -luvun saama arvo todellisuudessa kertoo. P/E-luvun kasvu ei automaattisesti kerro, että kyseessä on hyvä sijoitus, sillä toisinaan P/E-luvun kasvun taustalla voi olla yrityksen osakekohtaisen tuloksen heikentyminen, joka voi johtua yrityksen heikentyneestä kannattavuudesta. Toisaalta P/E-luvun laskukaan ei välttämättä osoita, että osake on aliarvostettu ja hyvä sijoituskohde, sillä yhtiön matala P/E-tunnusluku voi olla täysin perusteltu, mikäli yrityksen tulevaisuudennäkymät ovat heikentyneet merkittävästi tai jos koko toimiala kärsii yleisesti odotettavissa olevasta heikosta suhdanteesta.

Nvidian ja Teslan esimerkki havainnollisti hyvin, millaista tietoa markkinaperusteiset tunnusluvut, kuten P/E-luku tarjoavat piensijoittajalle osakkeen arvostustasosta ja sen, että tunnuslukujen tulkinta ei ole yksiselitteistä. Osakemarkkinat arvostavat yhtiöitä monimutkaisilla tavoilla, eikä pelkkä osakekurssin muutos kerro siitä onko osake tullut

piensijoittajalle edullisemmaksi vai kalliimmaksi. Tämän seurauksena markkinaperusteiset tunnusluvut ovat avainasemassa, kun piensijoittaja haluaa muodostaa kuvan osakkeen arvostustasosta, sillä osakkeen markkinahinta itsessään kertoo ainoastaan osakkeen nykyisen kaupankäyntihinnan. Nvidian tapaus osoittaa, että vaikka osakkeen hinta on noussut merkittävästi yhtiön tavallinen P/E-luku on laskenut, mikä johtuu siitä, että yhtiön tuloksen kasvu on ollut vielä nopeampaa kuin osakkeen hinnan nousu.

Teslan esimerkki puolestaan osoittaa, että osakkeen hinnan laskusta huolimatta yhtiön tavallinen P/E-luku on noussut, mikä viittaa siihen, että yhtiön tulos on heikentynyt nopeammin kuin sen osake on laskenut. Edelliset esimerkit korostavat tunnuslukujen tärkeyttä ja sitä, millaista informaatiota markkinaperusteiset tunnusluvut tarjoavat piensijoittajalle osakkeiden arvostustasosta. Esimerkkien kautta käy myös ilmi se, että yksittäisen tunnusluvun tarkastelun lisäksi on järkevää hyödyntää myös muita tunnuslukuja ja arvioida yhtiön taloudellista suorituskykyä laajemmin eikä vain markkinaperusteisten tunnuslukujen avulla. Erityisesti tilinpäätöksestä johdetut kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnusluvut ovat keskeisiä, kun piensijoittaja haluaa muodostaa kokonaiskuvan yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja siinä tapahtuneista muutoksista.

Osakkeen suhteellinen arvonmääritys voi kuitenkin olla kokemattomalle piensijoittajalle haastavaa, mutta se on kriittinen osa piensijoittajan päätöksentekoa, kun sijoitetaan osakkeisiin tai harkitaan osakkeiden myyntiä. Tutkielman johtopäätöksenä voidaan todeta, että vaikka markkinaperusteiset tunnusluvut kuten P/E-luku ja P/B-luku tarjoavat keskeistä tietoa siitä, miten markkinat arvostavat yhtiötä, ne eivät kuitenkaan yksinään riitä kattamaan osakemarkkinoiden monimutkaisia arvostustapoja. Yksinkertaiset arvonmääritysmenetelmät, jotka perustuvat vain yhteen taloudelliseen mittariin ovat usein riittämättömiä antamaan kattavan kokonaiskuvan yhtiön todellisesta arvosta. Pelkän P/B-tunnusluvun käyttö osakkeen arvonmääritykseen ei ole mielekäästä, sillä tunnusluku ei ota huomioon yhtiön tulevaisuuden kasvunäkymiä. Lisäksi esimerkiksi P/S-luvun käytön ohella yhtiön taloudellisen tilanteen kokonaisvaltaisesta hahmottamisesta tarvitaan lisäanalyysijä, sillä on tärkeää ymmärtää, onko yhtiön toiminta mahdollista kääntää voitolliseksi esimerkiksi myyntiä kasvattamalla tai kustannuksia alentamalla. Tunnuslukujen ymmärtäminen ja tehokas käyttö vaativat siis piensijoittajalta perusteellista tutkimusta ja kriittistä arviointia.

Piensijoittajan on oltava myös tietoinen siitä, että tunnuslukuja voidaan laskea ja esittää eri tavoin. Kun piensijoittaja analysoi valmiiksi laskettuja tunnuslukuja piensijoittajan on tärkeä ymmärtää, miten tunnusluku on laskettu. Tämän seurauksena tutkielmassa on myös tuotu esille tunnuslukujen laskentakaavoja, jotta piensijoittaja saa syvällisemmän käsityksen tunnusluvusta ja siitä, mitkä laskentakaavan muuttujat vaikuttavat tunnusluvun arvossa tapahtuvaan muutokseen. Esimerkiksi piensijoittajan analysoidessa valmiiksi laskettua tunnuslukua kuten P/E-lukua piensijoittajan on aina varmistuttava siitä, onko kyseessä tavallinen P/E-luku vai eteenpäin katsova P/E-luku. Näin voidaan välttyä väärinymmärryksiltä tunnusluvun tulkinnassa. Voidaan sanoa, että tutkielman avulla on onnistuttu erottamaan toisistaan edellä mainitut tunnusluvut ja tuotu piensijoittajalle ymmärrys siitä, että yksittäinen tunnusluku voidaan laskea eri tavoilla.

Sijoituspäätösten tekeminen pörssiyritysten osakkeisiin on kuitenkin monivaiheinen prosessi, joka sisältää tietojen keräämistä ja tietojen analysointia. Tunnuslukuanalyysi tarjoaa piensijoittajalle mielekkään tavan perehtyä yhtiön liiketoimintaan syvällisemmin, mutta tunnuslukujen käyttöön liittyy kuitenkin rajoitteita. Makrotaloudelliset tekijät kuten geopoliittisessa tilanteessa tai korkoympäristössä tapahtuvat muutokset voivat toisinaan muuttua nopeasti, jolloin historiallisiin tietoihin perustuvat tunnusluvut eivät välttämättä anna ajantasaista kuvaa yhtiön tilanteesta tai markkinoiden suunnasta. Tutkielman johtopäätöksenä voidaan todeta, että piensijoittajan näkökulmasta tunnuslukuanalyysi on vain yksi menetelmä, joka tukee päätöksentekoa sijoittamalla tiettyyn yhtiöön. Tunnuslukuanalyysin lisäksi on kuitenkin keskeistä huomioida myös laajempia taloudellisia signaaleja sekä markkinoilla tapahtuvia muutoksia, jotta voidaan tehdä onnistuneempia sijoituspäätöksiä. Aktiivinen talouden seuraaminen yhdistettynä piensijoittajan kykyyn kehittää jatkuvasti omaa osaamistaan ovat avainasemassa onnistuneiden sijoituspäätösten tekemisessä. Nämä tekijät eivät ainoastaan tee sijoittamisesta mielekäästä, vaan ne voivat myös tarjota piensijoittajalle houkuttelevia osakkeiden ostomahdollisuuksia tulevaisuudessa.

Tutkielman jatkotutkimusaiheina voitaisiin syventyä käsittelemään fundamenttianalyysia ja analysoida yrityksen sisäisiä talouteen ja strategiaan vaikuttavia tekijöitä. Vaihtoehtoisesti jatkotutkimusaiheena voitaisiin käsitellä osakkeen arvonmäärittämissä ja syventyä tekniseen analyysiin. Vaihtoehtoisesti siirtyminen yhtiökohtaisesta tunnuslukuanalyysistä laajempaan markkinaindeksien analysointiin tarjoaisi myös mielenkiintoi-

sen tutkimusaiheen, jonka avulla voitaisiin ymmärtää kokonaisvaltaisemmin markkinoiden dynamiikkaa.

Lähteet

- Bag, Dinabandhu (2022) *Valuation and Volatility: Stakeholder's Perspective*. Springer, Singapore.
- Baydas, M (2020) *Analysis of the relationship between financial performance and stock return: A comparison on Borsa Istanbul manufacturing firms (Unpublished doctoral dissertation)*. Necemettin Erbakan University, Institute of Social Sciences, Konya.
- Bloomberg (2024) Markets Data. Nvidia Corp.
<<https://www.bloomberg.com/quote/NVDA:US>>, haettu 19.4.2024.
- Bloomberg (2024) Markets Data. Tesla Inc.
<<https://www.bloomberg.com/quote/TSLA:US>>, haettu 19.4.2024.
- Bogle, John C (2017) *The Little Book of Common Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns*. John Wiley & Sons, Newark.
- Bragg, Steven M (2012) *Business ratios and formulas: a comprehensive guide*. Wiley, Hoboken, New Jersey.
- Bulkowski, Thomas N (2013) *Fundamental analysis and position trading evolution of a trader*. Wiley, Hoboken.
- Calhoun, George (2020) *Price and Value: A Guide to Equity Market Valuation Metrics*. CA: Apress L. P, Berkeley.
- Ericson, Richard N (2010) *The new standards methods for linking business performance and executive incentive pay*. Wiley, Hoboken.
- Gizem, Ari (2022) *Examination of the Relationship between Stock Management and Profitability in Businesses: An Application on Borsa Istanbul Manufacturing Companies*. ka & Finans Araştırmaları Dergisi, 2022-12, Vol.7 (4), p.839-854
- Goel, Sandeep (2016) *Financial ratios*. Business Expert Press, New York.
- Haaramo, Virpi – Palmuaro, Sirkku (2018) *Pörssihtiön tilinpäätös*. Alma Talent, Helsinki.
- Kaisanlahti, Timo – Leppiniemi, Jarmo – Leppiniemi, Raili (2017) *Tilinpäätöksen tulkinta*. Alma Talent, Helsinki.
- Kallunki, Juha-Pekka – Martikainen, Minna – Niemelä, Jaakko (2019) *Ammattimainen sijoittaminen*. Alma Talent, Helsinki.

- Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko (2012) *Osakkeen arvonmääritys*. Talentum, Helsinki.
- Kallunki, Juha Pekka (2022) *Tilinpäätösanalyysi*. Alma Talent, Helsinki.
- Leppiniemi, Jarmo – Kaisanlahti, Timo – Leppiniemi Raili (2005) *Tilinpäätöksen tulkinta*. WSOY Pro, Helsinki.
- McKinsey & Company (2015) *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 6. painos. Wiley, Hoboken, New Jersey.
- Neilimo, Kari – Näsi, Jukka (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede: tutkimus positivismin soveltamisesta*. Tampereen yliopisto, Tampere.
- Nvidia (2024) Financial Reports. < <https://investor.nvidia.com/financial-info/financial-reports>>, haettu 19.4.2024.
- Peterson, Drake – Fabozzi, Frank (2012) *Analysis of financial statements*. John Wiley & Sons, Hoboken New Jersey.
- Puusa, Anu (2008) *Käsiteanalyysi tutkimusmenetelmänä*. Premissi, 36–39
- Robinson, Thomas (2012) *International financial statement analysis: CFA Institute Investment Series*. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Roger, Cartwright – Michael, Collins – George, Green – Anita, Candy (1998) *Managing Resources and Information*. Blackwell Publishers Ltd, Oxford.
- Tesla (2024) Investor Relations. < <https://ir.tesla.com/#quarterly-disclosure>>, haettu 19.4.2024.