



Open your mind. LUT.
Lappeenranta University of Technology

Kauppätieteellinen tiedekunta

Kandidaatintutkielma

A250A5000

Talousjohtaminen

Rahoitus

Aktiivisten ja passiivisten osakerahastojen suoriutuminen Suomen rahastomarkkinoilla

Active vs. passive fund management in Finland

9.5.2013

Tekijä: Tuukka Karvinen

Ohjaaja: Jyri Kinnunen

Sisällysluettelo

1. Johdanto	2
1.1 Tutkimuksen tausta	2
1.2 Tutkimusongelma	3
1.3 Tutkimuksen rajaus	3
1.4 Tutkimuksen viitekehys	4
2. Sijoitusrahastojen toiminta ja sijoitusstrategiat.....	5
2.1 Passiivinen sijoitusstrategia.....	6
2.2 Aktiivinen sijoitusstrategia	7
3. Kirjallisuuskatsaus	8
3.1 Indeksirahastoja koskevat tutkimukset	8
3.2 Aktiivista sijoitusstrategiaa koskevat tutkimukset	11
4. Aineisto ja tutkimusmenetelmä	15
4.1 Aktiiviset rahastot	15
4.2 Indeksirahasto	17
4.3 Vertailuindeksit	18
4.4 Mittarit.....	18
4.4.1 Sharpen luku	19
4.4.2 Treynorin luku.....	19
4.4.3 Jensenin alfa	20
5. Tulokset	21
6. Johtopäätökset.....	26
Lähteet.....	28

1. Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

Rahastosijoittamisesta on kasvanut erittäin suosittu säästämismuoto Suomessa viime vuosina. Rahastosäästäminen onkin toiseksi suosituin säästämismuoto suomalaisille heti pankkitilin jälkeen, eikä sen suosion kasvu vaikuta laantuvan. Arviolta Suomessa oli 700 000 rahastosijoittajaa vuonna 2013. (Talouselämä, 2013) Suomalaisten sijoitusrahastojen yhteenlaskettu pääoma vuoden 2013 lopussa oli jopa 75 miljardia euroa. (Finanssialan Keskusliitto, 2014)

Suuret finanssipalvelukonsernit mainostavat mielellään rahastosäästämisen helppoutta ja mahdollisuuksia asiakkailleen. Rahastomerkinnän tekeminen asiakkaille on tehty helpoksi tarjoamalla mahdollisuus pieniinkin euromääräisiin merkintöihin, jotka voi tehdä esimerkiksi kuukausittain. Suuret finanssipalvelukonsernit ovat onnistuneet hyvin rahastojen markkinoinnissaan, sillä Suomen suurimmat rahastoyhtiöt ovat Nordean ja Osuuspankki-ryhmän omat rahastoyhtiöt. (Taloustaito, 2013) Rahastomarkkinoiden suosioista kertoo myös, että vuoden 2014 alussa S-ryhmä lanseerasi asiakasomistajilleen mahdollisuuden ohjata bonuksensa suoraan oman S-pankkinsa sijoitusrahastoihin. Tämän mahdollisuuden myötä S-pankista voi tulla merkittävä haastaja muille rahastoyhtiöille, onhan S-ketjulla yli 2 000 000 asiakasomistajaa. (Turtola, 2014)

Suosituimmat rahastot Suomessa ovat perinteisiä aktiivisista sijoitusstrategiaa noudattavia rahastoja. Näiden rahastojen periaatteisiin kuuluu, että salkunhoitaja pyrkii aktiivisella sijoitusstrategialla maksimoimaan rahaston tuottoa asiakkaan parhaaksi. Rahastoyhtiöt veloittavat tästä palvelusta vuosittain hallinnointipalkkion, jonka hinta voi vaihdella alle prosentista jopa useampaan prosenttiin riippuen rahastosta.

Viime vuosina globaalin finanssikriisin jälkeen passiivinen sijoitusstrategia on kuitenkin alkanut haastamaan perinteistä aktiivista sijoitusstrategiaa myös yksityishenkilöiden keskuudessa. Suomessakin rahastoyhtiöt ovat alkaneet

tarjoamaan asiakkailleen passiivisia sijoitusrahastoja, joihin on mahdollista tehdä pieniä merkintöjä, kun aikaisemmin nämä rahastot olivat suunnattu lähinnä suursijoittajille. Passiivinen sijoitusstrategia eroaa aktiivisesta siten, että siinä sijoitetut varat sijoitetaan jonkin valmiiksi muodostetun indeksiin mukaan eivätkä rahaston sijoitukset perustu rahastonhoitajan valintoihin.

Passiivisen sijoitusstrategian suosiota on lisännyt sen alhaiset kustannukset verrattuna aktiiviseen sijoitusstrategiaan. Vuosittaiset hallinnointipalkkiot indeksirahastoissa ovat vain prosentin kymmenyksiä sijoitetusta pääomasta. Passiivisen sijoitusstrategian suosiota on varmasti myös kasvattanut finanssikriisin jälkeiset paljastukset rahastonhoitajien jättipalkkioista ja halusta maksimoida omaa palkkiotaan asiakkaiden kustannuksella.

1.2 Tutkimusongelma

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia, että tuottaako aktiivinen sijoitusstrategia lisäarvoa sijoittajalle. Kannattaako asiakkaan maksaa aktiivisesta rahastonhoidosta vai pääsisikö sijoittaja samaan tai jopa parempaan tuottoon passiivisella sijoitusstrategialla? Tutkimuksessa tarkastellaan myös, että ovatko tulokset vastaavia Suomessa kuin aikaisemmin toteutetuissa Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissa.

1.3 Tutkimuksen rajaus

Tutkimus on rajattu maantieteellisesti koskemaan Suomeen. Tutkimus rajattiin koskemaan Suomen osakemarkkinoita, koska aihe on noussut hyvin ajankohtaiseksi rahastosäästämisen suosion myötä. Tutkittavat rahastot valittiin suomalaisten rahastoyhtiöiden Suomeen sijoittavien rahastojen joukosta. Rahastot pyrittiin valitsemaan suurten ja tunnettujen rahastoyhtiöiden valikoimista.

1.4 Tutkimuksen viitekehys

Passiivisen ja aktiivisen sijoitusstrategian tuottoja on vertailtu aikaisemmin runsaasti erityisesti Yhdysvalloista, jossa passiivinen sijoitusstrategia on ollut suuressa suosiossa jo pitkään. Tutkimuksen teoriakatsausosuus perustuu pitkälti Yhdysvaltalaisiin tutkimuksiin. Tutkimuksen empiriaosuus tutkii, kumpi sijoitusstrategia on ollut Suomessa tuottavampi.

2. Sijoitusrahastojen toiminta ja sijoitusstrategiat

Sijoitusrahastotoiminta perustuu toimintamalliin, jossa sijoittajat luovuttavat varansa rahastoyhtiön hallintaan ostamalla rahasto-osuuksia. Rahastoyhtiö sijoittaa keräämäänsä varat erilaisiin sijoitusinstrumentteihin, riippuen heidän tarjoamistaan palveluista. Sijoitusrahastot jakaantuvat keskenään yhtä suuriin rahasto-osuuksiin, jokainen näistä rahasto-osuuksista tuottaa vastaavat oikeudet rahastonomistajalle. Sijoittajan rahasto-osuuksien määrä perustuu sijoitetun pääoman määrää. Sijoitusrahaston omistavat siihen sijoittaneet sijoittajat eikä rahastoa hallinnoiva rahastoyhtiö. (Finanssivalvonta, 2014)

Sijoitusrahastoja on tarjolla monia erilaisia. Sijoitusrahastot voidaan jakaa eri luokkiin riippuen, minkälaisiin sijoitustuotteisiin sijoitusrahasto sijoittaa. Erilaisia sijoitusrahastoluokkia ovat esimerkiksi: osake-, korko-, kiinteistösijoitusrahastot. Nämä rahastoluokat jakautuvat vielä huomattavasti tarkempiin rahastoluokkiin, jotka voivat perustua esimerkiksi maantieteelliseen ja toimialakohtaiseen rajaukseen. (Pörssisäätiö, 2012a)

Sijoitusrahastojen arvo määrittyy rahaston omistaman sijoitusportfolion markkinakehityksen mukaan ja sen arvo vaihtelee reaaliaikaisesti riippuen rahaston omistamien arvopapereiden mukaan. Sijoittajat voivat myydä omistamiaan rahasto-osuuksia, jolloin he tavallaan palauttavat osakkeet takaisin rahastoyhtiölle. (Morley, 2012)

Sijoitusrahastot tarjoavat usein houkuttelevia vaihtoehtoja sijoittajalle, koska rahastot tarjoavat hajautetun osakesalkun, johon pääsee osalliseksi pienelläkin pääoman määrällä. Rahaston hoitamisesta huolehtii rahastoyhtiö ja rahasto-osuudet voidaan muuttaa rahaksi markkina-arvossaan nopeasti. Koska rahastot käyvät kauppaa suurilla määrillä arvopapereita, niiden kaupankäyntikulut ovat pienempiä kuin yksityisellä sijoittajalla. (Pörssisäätiö, 2012a)

Sijoittajien on kuitenkin, tärkeä muistaa riskit, jotka rahastosijoittamiseen liittyy. Rahastoon varat eivät ole pääomasuojattuja, vaan rahaston arvo määräytyy markkinoilla. Rahaston aikaisempi tuotto ei takaa tulevaisuuden tuottoja ja

sijoittaja itse tekee aina lopullisen sijoituspäätöksen rahastoon. Rahastojen toimintaa Suomessa ohjaa sijoitusrahastolaki ja sen toteutumista valvoo Finanssivalvonta. (Pörssisäätiö, 2012a)

2.1 Passiivinen sijoitusstrategia

Osakeindeksit ovat eri tahojen ylläpitämiä osakekoreja, joiden arvoa seurataan pisteluvuilla. Alun perin osakeindeksit luotiin sijoittajien ilmaisiksi työkaluiksi, joiden avulla heidän oli helppo seurata omien salkkujensa kehitystä verrattuna yleiseen markkinakehitykseen. (Shankar, 2007)

1970-luvulla sijoittajien keskuudessa levisi idea, että osakeindeksien avulla voitaisiin luoda kustannustehokkaita rahastoja, joiden osakeportfolio noudattaisivat vertailuindeksien sisältöä. Tämän sijoitusstrategian myötä salkunhoitajan työ vähenee ja rahaston hallinnointikustannuksia pystyttiin alentamaan. Näin saivat alkunsa ensimmäiset indeksirahastot. (Fuller, Bing & Yining, 2010)

Vuonna 1976 yhdysvaltalainen John C Bogle, joka oli aiemmin samana vuonna ollut mukana perustamassa sijoitusyhtiötä The Vanguard Group:ia, perusti ensimmäisen suurelle yleisölle tarkoitetun indeksirahaston. Tämän indeksirahaston osakeportfolio muodostui S&P 500 -indeksin osakkeista. The Vanguard Groupin 500 index-sijoitusrahaston perustamisesta voidaan katsoa nykymuotoisten indeksisijoittamisen alkaneen. (Bogle, 2011a)

Indeksisijoittamisella tarkoitetaan siis sijoittamista rahastoon, jonka sijoituskohteet muodostuvat valitun indeksin osakkeista. Salkunhoitajalla ei ole mahdollisuutta tuoda oma henkilökohtaista näkemystään esiin sijoituksissa vaan sijoitukset perustuvat täysin valittuun indeksiin. (Bogle, 2011a)

Sijoitusrahastot ovat hyviä sijoitusinstrumentteja piensijoittajille. Ne tarjoavat hyvän hajautuksen pienellekin pääomalle. Suorilla osakeostoilla piensijoittajalla ei olisi mahdollisuutta vastaavaan hajautukseen, koska osakkeiden

transaktiokustannukset nousisivat todella suuriksi ja sijoittajalla tämä tuottaisi pelkästään tappioita. Aktiivisten rahastojen ongelmana kuitenkin koettiin korkeat kustannukset sijoittajille, jotka söivät niin houkuttelevuutta sijoitustuotteina. Indeksirahastot pyrkivät yhdistämään matalat hoitokustannukset ja hyvän hajautuksen. (Bogle, 2011a)

2.2 Aktiivinen sijoitusstrategia

Aktiivisen rahastosijoittamisen periaatteisiin kuuluu, että rahastonhoitaja sijoittaa sijoittajien rahat etukäteen määriteltyjen rahaston ehtojen mukaisesti. Rahastonhoitajalla on mahdollisuus rahaston sääntöjen puitteissa käyttää omaa sijoitusstrategiaansa ja mahdollisuus valita sijoitussalkkuun osakkeita omaan analyysinsä pohjautuen. (Petäjistö, 2013a)

Aktiivisessa rahastonhoidossa lisäarvo perustuu salkunhoitajan kykyyn tehdä hyviä osakepoimintoja, koska heillä ei ole indeksin tuomia rajoituksia osakevalinnoissaan. Toinen lisäarvoa tuottava ominaisuus on mahdollisuus reagoida nopeasti markkinamuutoksiin ja näin pyrkiä tuomaan suurin mahdollinen lisäarvo sijoittajalle. (Petäjistö, 2013a)

3. Kirjallisuuskatsaus

Kysymys, pystyvätkö aktiiviset sijoitusrahastot tuottamaan paremmin verrattuna passiivista sijoitusstrategiaa noudattaviin rahastoihin pitkällä aikavälillä, on kiinnostanut tutkijoita aikaisemminkin. Aihetta on tutkinut useassa tutkimuksessa ympäri maailmaan, mutta erityisesti Yhdysvalloissa on tehty paljon tutkimusta aiheeseen liittyen. Tutkimusten tulokset ovat olleet ristiriitaisia ja kumpaakin sijoitusstrategiaa tukevia tuloksia on löytynyt.

3.1 Indeksirahastoja koskevat tutkimukset

Indeksirahastosijoittamisen yksi tärkeä etu on matalat kustannukset sijoittajalle, sillä rahastojen hallinnointikulut ja kaupankäyntikulut ovat vain murto-osa aktiivisten rahastojen vastaavista kuluista. Aktiivisesti johdetuissa rahastoissa osakkeiden kiertonopeus on suurempi kuin indeksirahastoissa, joten rahastojen transaktiokustannukset ovat myös suuremmat. Aktiivinen sijoitusstrategia vaatii osake- ja markkina-analyysien tekemistä, mikä nostaa rahastojen hallinnointikuluja. Suuremmista kuluista johtuen aktiivisten rahastojen tulisi tuottaa paremmin kuin passiivisten rahastojen, jotta korkeammat kulut tulisivat katetuksi. Pitkällä aikavälillä kulujen merkitys kasvaa entisestään, sillä vaikka rahaston tuotto jäisi tappiolle, niin salkunhoitajat veloittavat hallinnointipalkkionsa rahaston pääomista vuosittain. (Bogle , 2010b)

Millicent Holmes tutki vuonna 2007 julkaistussa tutkimuksessaan, kumpi sijoitusstrategia tuotti paremmin 10-vuoden ajanjaksolla. Hänen tutkimuksessaan vertailtiin kattavasti aktiivisten ja passiivisten rahastojen tuottoa eri rahastoluokissa. Tutkimuksessa tutkitut rahastot oli jaettu neljään eri kategoriaan, jotka olivat: suuret, keskisuuret, pienet ja kansainväliset yhtiöt. Näiden kategorioiden sisällä rahastot olivat vielä jaoteltu arvo- ja kasvuyhtiöihin sekä näiden yhdistelmiin sijoittaviin rahastoihin. Holmes pyrki tällä monitasoisella rahastojen erittelyllä saamaan luotettavimpia tuloksia kuin aikaisemmat tutkijat. Hänen mielestään edelliset tutkimukset, jotka olivat vertailleet lähinnä erikokoisia yrityksiä sisältäviä yhdistelmärahastoja S&P 500-

indeksiin, eivät ole tuottaneet luotettavia tuloksia. Rahastot tulisi nimenomaan jaotella yrityskoon mukaan ja verrata niitä indekseihin, jotka sisältävät vastaavankokoisia yrityksiä. (Holmes, 2007)

Suuret yhtiöt	Tuottoisampi sijoitusstrategia	Pienet yhtiöt	Tuottoisampi sijoitusstrategia
Yhdistelmä	Passiivinen	Yhdistelmä	<u>Aktiivinen</u>
Arvo	Passiivinen	Arvo	Passiivinen
Kasvu	Passiivinen	Kasvu	Passiivinen
Keskisuuret yhtiöt	Tuottoisampi sijoitusstrategia	Kansainväliset yhtiöt	Tuottoisampi sijoitusstrategia
Yhdistelmä	Passiivinen	Suuret	Passiivinen
Arvo	<u>Aktiivinen</u>	Keskisuuret	<u>Aktiivinen</u>
Kasvu	Passiivinen	Pienet	<u>Aktiivinen</u>

Taulukko 1, Holmes:in tutkimuksen tulokset

Taulukkoon 1 on koottu Holmesin tutkimuksen tulokset. Tuloksista voidaan huomata, että suurimmissa osissa tutkittavissa rahastoluokissa passiivinen sijoitusstrategia on tuottanut paremman tuloksen kuin aktiivinen sijoitusstrategia. Kansainväliset yhtiöt oli ainoa rahastoluokka, jossa aktiivinen sijoitusstrategia oli toiminut paremmin.

Tutkijat Fortin ja Michelson (1999a) löysivät todisteita indeksisijoittamisen hyödyistä tutkimuksessaan, jossa vertailtiin passiivisten ja aktiivisten osakerahastojen suoriutumista vuosien 1981-1995 välisenä aikana. Heidän tutkimuksessaan tutkittiin 30 erilaista tapausta. Tutkittavia rahastoluokkia olivat: voimakas kasvu, kasvu, kasvu/tulos, oma pääoma/tulos, pienet yhtiöt, kansainväliset yhtiöt, yrityslainat, valtionlainat ja kuntalainat. Tulokset tukivat vahvasti passiivisen sijoitusstrategian puolesta, sillä passiivisten rahastojen tuotot olivat suuremmat 25 tapauksessa 30:stä.

Fortin ja Michelson (2002b) tekivät myös jatkotutkimuksen, jossa tutkittiin samaa aihetta, mutta pidemmällä vuodesta 1976 vuoteen 2000 ulottuvalla

vertailujaksolla. Tulokset myös tässä tutkimuksessa noudattelivat edellisen tutkimuksen tuloksia, eli indeksirahastot tuottivat paremmin verrattuna aktiivisesti hoidettuihin rahastoihin sekä kokonaistuotolla että verojen jälkeisellä tuotolla mitattuna. Ainoastaan pienten yhtiöiden rahastojen- ja kansainvälisten yhtiöiden rahastojenhoitajat pystyivät indeksirahastoja parempiin tuottoihin.

Indeksirahastojen toiminnan on myös epäilty vääristävän markkinoiden toimintaa. On epäilty, että osakkeiden arvonmuutokset perustuvat indeksissä mukana olemiseen eikä perustuen osakkeen todelliseen arvonmuutokseen. Tämä ilmiö voisi selittää indeksirahastojen menestystä osittain. Ilmiön olemassaoloa ovat tutkineet useat tutkijat ja he ovat löytäneet todisteita sen olemassaolosta.

Tutkijat Belasco, Finke ja Nanigian (2012) tutkivat edellä mainittua ilmiötä, että ovatko S&P 500 yhtiöiden arvostuskertoimet suurempia verrattuna indeksin ulkopuolella oleviin yhtiöihin. Tutkimuksessa yhtiöiden arvostuksen mittaamiseen käytettiin P/E- ja P/B- tunnuslukuja. Heidän tutkimuksensa mukaan osakkeiden arvostuskertoimet kasvoivat sen myötä, jos osake pääsi osaksi indeksiä. Arvostuskertoimet pysyivät myös uudella korkeammalla tasolla osakkeen pysyessä osana indeksiä. Tämä tutkimus toi esille, että indeksirahastoilla on myös negatiivisia vaikutuksia markkinatehokkuuteen, koska osakkeiden arvonnousut perustuvat enemmän indeksissä mukana olemiseen kuin todelliseen arvonnousuun.

Tätä samaa ilmiötä tutki myös Petäjäistö vuonna 2011(b) julkaistussa tutkimuksessaan. Hänen tutkimuksensa lähtökohtana oli tutkia sisältävätkö indeksissä mukana olevat osakkeet ns. indeksipreemion eli osakkeet ovat korkeammin arvostettuja vain indeksiin kuulumisen takia. Tutkimus havaitsikin, että osakkeiden, jotka otettiin mukaan joko S&P 500- tai Russell 2000 - indeksiin, arvo nousi ilmoittamispäivää seuraavan kahden viikon aikana keskimäärin +4,7 % ja +8.8 % välillä. Vastaavasti, kun osake poistettiin indeksistä osakkeiden arvon lasku oli -15,1% ja -4,6% välillä.

Koska indeksirahastot pyrkivät noudattamaan vertailuindeksinsä portfoliota mahdollisimman tarkasti, rahastot joutuvat maksamaan tämän indeksipreemion ostaessaan osakkeita. Vastaavasti, kun osake poistuu indeksistä, rahastojen täytyy myydä kyseinen osake välittömästi ja rahastot kärsivät indeksistä poistumisesta seuraavan kurssilaskun. Tämä ns. Indeksipremio jää usein sijoittajilta huomaamatta, koska useasti sijoittajat keskittyvät pelkästään rahaston omiin hallinnointikustannuksiin, eivätkä ymmärrä tätä indeksirahastojen piilokulua, joka pienentää rahastojen tuottoa. (Petäjistö, 2011b)

3.2 Aktiivista sijoitusstrategiaa koskevat tutkimukset

Aktiivista sijoitusstrategiaa noudattavan rahaston ylituotot perustuvat rahastonhoitajan kykyyn poimia hoitamaansa rahastoon oikeita osakkeita tai taitoon lisätä salkun systemaattista riskiä oikea-aikaisesti, jolloin tuotot ovat suurempia kuin vertailuindeksin tuotot. Rahastonhoitajan tulee uskaltaa luottaa omaan analyysiinsä ja erottautua vertailuindeksistä, jos hän todella haluaa saada ylituottoja. (Cremers & Petäjistö, 2009)

Aktiivisen sijoitusstrategiaan myötä rahastonhoitajalla on mahdollisuus tuoda omalla ammattitaidollaan lisäarvoa sijoittajalle. Rahastonhoitajat käyttävät apunaan monia eri riskimalleja ja -analyysijä salkunmuodostuksessa. He pyrkivät toiminnallaan optimoimaan rahaston volatilitteettiä, joka ilmaisee rahaston tuottojen vaihtelua. Jos rahaston volatilitteettiä halutaan oikeasti säädellä, tarvitsee se tuekseen aktiivisen sijoitusstrategian. Passiivisilla rahastoilla ei ole tätä mahdollisuutta käytössään, koska rahaston osakkeet perustavat vertailuindeksin määrittämään sisältöön. Aktiivinen sijoitusstrategia tarjoaa myös mahdollisuuden suojautua nopeilta markkinamuutoksilta, koska rahaston hoitajilla on oikeus käyttää eri suojausinstrumentteja ja vaihtaa portfolion sisältöä rahaston sääntöjen puitteissa. Passiivisten indeksirahastojen portfolioista löytyy usein paljon päällekkäisyyksiä osakkeiden riskiprofiileja vertailtaessa. Tällöin rahastot eivät oikeasti ole tehokkaasti hajautettuja, vaan niiden sisältämät riskit voivat suuria. (David Schofield, 2013)

Erityisesti kun markkinoilla esiintyy turbulenssia eli osakkeiden arvonmuutokset ovat nopeita, niin aktiivisen sijoittamisen hyödyt tulevat esiin. Rahaston hoitajat seuraavat markkinoita jatkuvasti ja käyttävät erilaisia riskimalleja hyödykseen portfolion sisällön optimoinnissa. Heillä on myös mahdollisuus reagoida nopeasti markkinoilla tapahtuviin muutoksiin ja suojautua tappioilta. Passiivisten rahastojen portfoliot päivittyvät vain noin neljännesvuosittain, jolloin ne eivät reagoi nopeisiin muutoksiin. Vaikkakin suurempi määrä osakekauppoja tarkoittaa myös suurempia kustannuksia rahastoille, on aktiivinen kaupankäynti kannattavaa, koska sen mahdollistamat tuotot ovat suurempia ja aktiivisella sijoitusstrategialla rahaston riskiä voidaan vähentää. (David Schofield, 2013)

Petäjästön tutkimus (2013a) osoitti, että aktiivisella osakesijoitusstrategialla pystyttiin suojautumaan osittain finanssikriisistä johtuneesta kurssilaskusta. Tutkimuksen mukaan aktiivista osakepoimintaan perustuvat rahastot pystyivät yhden prosentin verran paremmin tuottoihin kuin vertailuindekseihinsä nähden vuonna 2008 markkinoiden laskiessa. Rahastonhoitajat pystyivät siis pienentämään tappioita vertailuindeksiin verrattuna, vaikka markkinoiden laskiessa myös aktiivisten osakerahastojen arvot laskivat. Aktiivisen sijoitusstrategian hyödyt tulivat esille erityisesti vuonna 2009 osakemarkkinoiden elpyessä. Aktiivista osakepoimintastrategiaa noudattavat rahastot tuottivat yli 6 % paremmin kuin rahastojen vertailuindeksit. Tutkimus osoittaa, että osakepoimintastrategialla voidaan saada ylituottoja verrattuna indeksirahastoihin erityisesti nousevilla markkinoilla. Laskevilla markkinoilla aktiivisten rahastojen tuotto noudattelee vertailuindeksin tuottoja, mutta aktiivisella sijoitusstrategialla voidaan tappioita myös vähentää.

Tutkijat Blake, Elton ja Gruber (1996) todistivat tutkimuksessaan, että aktiivisella sijoitusstrategialla on mahdollista saada ylituottoja verrattuna indeksirahastoihin. Aktiivisella sijoitusstrategialla on heidän tutkimuksensa mukaan mahdollista muodostaa osakeportfolioita, joiden riski vastaa indeksin riskitasoa, mutta tuotot ylittävät indeksin tuotot.

Rahastojen tuottojen välillä löytyy myös eroja eri rahastoluokkia tutkittaessa. Eri rahastoluokissa toinen sijoitusstrategia voi olla tuottavampi. Aktiivisesti johdetut rahastot tuottavat erityisen hyvin, kun vertaillaan Yhdysvaltojen ulkopuolelle sijoittavia rahastoja. Fortin ja Michelson toteuttivat (2005) Yhdysvalloissa tutkimuksen, jossa tutkittavat rahastot oli jaettu viiteen eri rahastoluokkaan: Eurooppa, Tyynenmeren alue, Yhdysvaltojen ulkopuolelle sijoittavat, maailma ja kehittyvät markkinat. Tutkimus tuki aktiivisen sijoitusstrategian toimivuutta Yhdysvaltojen ulkopuolelle sijoittavissa rahastoissa.

Tutkimuksen viidestä rahastoluokasta vain Eurooppaan sijoittavassa rahastoluokassa indeksisijoittaminen tuotti paremmin kuin aktiivista sijoitusstrategiaa noudattavat rahastot. Tutkimuksessa käytettiin vertailuun oikeita osakeindeksejä eikä niistä muodostettuja indeksirahastoja, joten tutkimus ei ottanut huomioon indeksirahastojen kuluja eli todellisuudessa aktiivisten rahastojen tuotot olivat vielä suurempia. (Fortin & Michelson, 2005)

On myös tärkeää huomata, että aktiivisten rahastojen sijoitusstrategioiden välillä on eroa. Osa aktiivisiiksi markkinoitujen rahastojen portfolioista noudattelevat hyvin pitkälle vertailuindeksin sisältöä. Tätä strategiaa noudattamalla rahastonhoitajat pyrkivät pienentämään riskiä hävitä indeksin tuotolle. Häviäminen vertailuindeksille tuo rahastolle erittäin huonoa mainetta ja haittaa rahaston markkinointia, koska rahastoesitteissä esitellään aina rahaston tuottoa suhteessa vertailuindeksiin. Rahaston huono suoriutuminen voi johtaa myös pääomien pakoon rahastosta. Tämän takia moni rahastonhoitaja vähentää häviämisen riskiä noudatteleamalla vertailuindeksin sisältöä. Osa aktiivisista sijoitusstrategiaa rahastoista on siis vain näennäisaktiivisia. Koska rahastot kuitenkin toimivat aktiivisten rahastojen periaatteiden mukaan, veloittavat nämä sijoittajalta suhteellisesti korkeita hoitokuluja. Sijoittajien kannattaakin rahastoja vertailtaessa tutkia, saavatko he rahoilleen vastinetta aktiivisen rahastonhoidon muodossa vai veloittavatko rahastoyhtiöltä sijoittajilta ylisuuria kuluja. (Wermers, 2000)

Osa aktiivisesti hoidetuista sijoitusrahoista noudattaa taas aktiivista osakepöimintastrategiaa. Tässä strategiassa rahastonhoitaja pyrkii valitsemaan

rahastonportfolioon oman analyysinsä pohjalta parhaat mahdolliset osakkeet ja näin saamaan aikaan ylituottoja sekä tuottamaan lisäarvoa asiakkaan varoille. (Petäjistö, 2013a)

Petäjistön tutkimus osoitti, että keskimäärin aktiivisesti hoidettujen rahastojen tuotot jäivät pienemmiksi vertailuindekseihin nähden, kun rahastonhoitokulut oli huomioitu laskelmissa. Keskimäärin aktiivista sijoitusstrategiaa noudattavat rahastot hävisivät vertailuindeksilleen 0,41 %. Huomioitavaa oli kuitenkin, että tutkimuksen mukaan aktiivista osakepoimintastrategiaa noudattavat rahastot pystyivät tuottamaan yli 1 prosentin ylituottoja verrattuna indeksirahastoihin, kun rahastonhoitokulut oli huomioitu ja ennen hoitokuluja ylituotot olivat 2,6 %. Heikoimmin vertailujoukossa pärjäsivät rahastot, joiden portfolio noudatteli vertailuindeksin sisältöä. (Petäjistö, 2013a)

Sijoittajan tulee vertailla erilaisia asioita rahastonhoitajan valinnassa, kun ollaan valitsemassa aktiivisen- tai passiivisen rahastonhoitajaa. Kun valitaan rahastonhoitajaa passiiviselle sijoitusstrategialle, tärkeintä on vertailla, mihin indeksiin sijoitetaan, eikä rahastonhoitajalla ole niin suurta merkitystä. Aktiiviseen rahastonhoitoon sijoitettaessa, taas rahastonhoitajalla on suuri merkitys, koska sijoittaja antaa varansa rahastonhoitajan hallintaan ja hänellä on valtuudet sijoittaa varat. Tutkijat Chevalier ja Ellison (1999) havaitsivat tutkimuksessaan, että rahastonhoitajat, joilla oli korkeammat tulokset SAT-testissä pärjäsivät paremmin. He myös kiinnittivät huomiota, että nuoret rahastonhoitajat menestyivät paremmin. Tämän he arvelivat johtuvan kovemmasta halusta näyttää osaamistaan verrattuna vanhempiin rahastonhoitajiin.

4. Aineisto ja tutkimusmenetelmä

Tutkimuksen aineistona ovat Suomeen sijoittavien osakerahastojen historialliset kuukausituotot. Kuukausituotot ovat kerätty ajanjaksolta 1/2003-1/2013. Tutkimuksen aikaväliksi valittiin tämä, koska ennakko-odotusten pohjalta arvioitiin, että vuoden 2003 aikana Helsingin pörssi oli palautunut IT-kuplan aiheuttamalta historiallisen suurilta osakehintojen vaihtelulta. Kymmenen vuotta koettiin sopivaksi tarkasteluajaväliksi, jotta 2000-luvun aikana tapahtuneet lyhyen aikavälin muutosten vaikutukset eivät olisi niin suuria.

Rahastojen tuottohistoria kerättiin Datastream-tietokannasta. Kerätty aineisto, oli tuottoaineisto, joka huomioi osinkojen vaikutuksen rahaston arvossa. Rahastoista pyrittiin valitsemaan kasvuosuussarja, joidenkin rahastojen kohdalla tietokannassa oli saatavilla vain tuottosarja. Tutkittavat rahastot pyrittiin valitsemaan suurten suomalaisten rahastoyhtiöiden valikoimista, jotta tutkimusaineisto koostuisi mahdollisimman hyvin piensijoittajille tarjottavista rahastoista.

4.1 Aktiiviset rahastot

Aktia Capital

Rahasto sijoittaa varansa suomalaisiin julkisenkaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin, näin ollen rahasto ei sisällä valuuttariskiä. Rahaston osakevalinnoissa ei ole yrityskokoon liittyviä rajoituksia. Rahasto harjoittaa aktiivista sijoitusstrategiaa, jota salkunhoitajat harjoittavat tukeutuen tekemäänsä toimiala- ja yritysanalyysiin. Rahaston osakevalinnoissa painottuu toimialat ja yritykset, jotka omaavat tulevaisuuden kasvupotentiaalia. Rahasto pyrkii sijoittamaan pitkäjänteisesti ja ylläpitämään matalaa kiertonopeutta.

(Aktia, 2014)

Nordea Suomi

Rahaston sijoituspolitiikkana on sijoittaa suomalaisiin pörssiosakkeisiin. Rahaston varoista vähintään 95 % on sijoitettuna suomalaisiin osakkeisiin tai osakesidonnaisiin arvopapereihin. Rahasto tavoittelee pitkänajantuloa noudattamalla aktiivista sijoitusstrategiaa. (Nordea, 2014)

OP-Delta

OP Delta on OP- rahastoyhtiön hallinnoima suomalaisiin lähinnä keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin sijoittava rahasto. Suurin osa rahaston sijoituksista ovat suoria osakesijoituksia, mutta rahasto voi sijoittaa myös johdannaisinstrumentteihin. Rahasto tavoittelee pitkäaikaista tuottoa sijoittajalle noudattamalla aktiivista sijoitusstrategiaa. Rahasto hajauttaa sijoituksensa 30–50 suomalaiseen osakkeeseen. (OP-Rahastoyhtiö, 2014a)

OP-Focus

OP- Focus on erikoissijoitusrahasto, joka sijoittaa varansa pääosin suomalaisiin osakkeisiin, mutta enintään 25 prosenttia rahaston varoista voivat olla sijoitettuna myös muuhun läntiseen Eurooppaan. Koska rahasto on erikoissijoitusrahasto, rahaston hajautus on pienempää ja rahaston osakeportfolio koostuukin tyypillisesti 10- 30 osakkeesta. Rahasto hakee pitkäaikaista tuottoa ottamalla korkea aktiiviriskiä ja hakee tällä sijoitusstrategialla ylituottoja markkinoilta. (OP-Rahastoyhtiö, 2014b)

OP-Suomi Arvo

OP-Suomi Arvo rahasto sijoittaa suomalaisiin arvo-osakkeisiin. Arvo-osakkeiksi määritellään yhtiöt, joiden suhteellinen arvostustaso on matala yhtiön omaan pääomaan, tulostasoon tai kannattavuuden nähden. Keskimäärin rahaston osakeportfolio sisältää 20-40 suomalaisen yhtiön osakkeita. (OP-Rahastoyhtiö, 2014c)

Handelsbanken Suomi

Handelsbanken Suomi- rahasto on Handelsbanken Rahastoyhtiön suomalaisiin osakkeisiin sijoittava osakerahasto. Rahaston sijoitukset tehdään suomalaisiin pörssinoteraattuihin yhtiöihin ja rahasto voi käyttää myös suojausinstrumentteja parantaakseen rahaston tuottoja. (Handelsbanken Rahastoyhtiö Oy, 2014)

Evli Select Suomi

Evli Select Suomi –rahasto on Evli Rahastoyhtiön hallinnoima sijoitusrahasto. Rahaston osakevalinnoissa painottuu osakkeen arvo suhteessa yhtiön kasvupotentiaaliin. Rahastoon valittavien yhtiöiden tuloksen ja tulevien kassavirtojen kasvu tulisi olla keskimääräistä korkeampaa sekä yhtiöiden arvostuskertoimet suhteellisesti alhaisia. Rahasto noudattaa aktiivista sijoitusstrategiaa, eikä sille ole toimialakohtaisia rajoituksia. Sijoitukset ovat rajattu vain maantieteellisesti suomalaisiin yhtiöihin, mutta rahasto voi suojaustarkoituksiin käyttää myös muita sijoitusinstrumentteja. (Evli, 2014)

4.2 Indeksirahasto

Seligson Suomi-indeksirahasto

Seligson Suomi- indeksi rahasto on Seligson rahastoyhtiön hallinnoima passiivisesti hoidettu indeksirahasto. Rahaston osakeportfolio noudattaa OMX GES Finland Sustainability indeksin osakeportfoliota. (Seligson, 2014) Seligsonin tarjoama rahasto oli ainoa suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto, jonka tuottohistoria oli saatavilla tutkimusta varten.

4.3 Vertailuindeksit

Markkinatuottona tutkimuksessa on käytetty OMX Helsinki-tuottoindeksiä. Indeksi koostuu 131:stä Helsingin pörssin osakkeesta. OMX Helsinki-tuottoindeksi ei ole painorajoitettu osakeindeksi. (Nasdaq OMX,2014) Kyseinen indeksi valittiin tutkimuksen vertailuindeksistä, koska se kuvaa kattavimmin Suomen osakemarkkinoiden kehitystä.

Tutkimuksen riskittömänä tuottona on käytetty yhden kuukauden Euribor-korkoa vertailuajanjaksolla. Euribor-korko on Euroalueen tärkein ohjauskorko ja se kuvaa tuottotasoa, jolla rahoituslaitokset lainaavat rahaa toisillensa. (European Banking Federation, 2014)

4.4 Mittarit

Tutkimuksessa rahastojen vertailussa käytetään kolmea yleisesti käytössä olevaan portfoliovertailuun kehitettyä tunnuslukua. Valitut tunnusluvut ovat Sharpen luku, Treynorin luku ja Jensenin alfa. Kyseiset tunnusluvut valittiin tutkimukseen, niiden yleisen tunnettavuuden ja käyttökelpoisuutensa vuoksi.

Rahastojen kuukausituotot laskettiin Datastream-tietokannasta saadusta tuottoaineistoista, joka huomioi osinkojen vaikutuksen rahaston tuottoihin. Kaikissa mittareissa markkinatuottona käytettiin OMX-Helsinki indeksin tuottoa. Lisäksi Jensenin alfan ja betan laskemisessa käytettiin lineaarista regressiota. Kaikki tutkimuksessa käytettävät tuotot olivat kuukausituottoja ja ennen ylituottoja rahastoille laskettiin logaritmiset tuotot. Kaavassa rahaston kuukausituotto (r_p) lasketaan rahaston arvon (p_t) hetkellä t ja (p_{t-1}) hetkellä t-1 avulla. (Kaava 1)

$$r_p = LN\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (1)$$

4.4.1 Sharpen luku

Sharpen luku mittaa sijoitussalkun riskiä jakamalla portfolion ylituotot salkun volatiliteetillä. Mitä suuremman arvon Sharpen suhdeluku saa, sitä paremmin rahasto on tuottanut riskiin suhteutettuna. Vertailtaessa rahastoja toisiinsa, suurimman Sharpen luvun omaava rahasto on vertailuryhmän parhaiten suoriutunut rahasto. Sharpen lukua (S) laskettaessa riskitön tuotto ($r_p - r_f$) jaetaan rahaston volatiliteetillä (σ_p). (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999 s:844-846) (Kaava 2)

$$S = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (2)$$

Sharpen luvun laskemista varten rahastoille laskettiin logaritmiset kuukausituotot kaavan 1 mukaan. Rahaston volatiliteetti on myös laskettu logaritmisten tuottojen keskihajonnan avulla.

4.4.2 Treynorin luku

Treynorin luku on myös yleisesti käytetty tunnusluku, kun vertaillaan rahastojen tuottojen ja riskien välistä suhdetta keskenään. Tunnusluku kuvaa rahaston tuottoa suhteessa markkinarisktiin. Treynorin lukua laskettaessa riskitön tuotto ($r_p - r_f$) jaetaan lineaarisen regression avulla estimoidulla betalla (β) (Vaihekoski, 2004) (Kaava 3)

$$T = \frac{r_p - r_f}{\beta} \quad (3)$$

4.4.3 Jensenin alfa

Kolmas tutkimuksessa käytettävä tunnusluku on Jensenin Alfa. Tämä tunnusluku mittaa rahaston suoriutumista sen sisältämään riskiin verrattuna. Jensenin Alfa tunnusluku arvioi rahaston toteutuneen ja odotetun tuoton erotusta. Positiivinen alfa kertoo, että rahaston on tuottanut paremmin, kuin sijoittajat olisivat betan mukaan voineet odottaa. (Vaihekoski,2004) (kaava 4)

$$J_{\alpha} = \alpha_p = r_p - E[r_p] = r_p - r_f - \beta_p(r_m - r_f) \quad (4)$$

J_{α} = Jensenin alfa

α_p = Alfa

r_p = Rahaston tuotto

r_f = Riskitön tuotto

r_m = markkinatuotto

β = Beta

Tässä tutkimuksessa Alfa-tunnusluku estimointiin hyödyntäen lineaarista regressiota, johon on lisätty vakio-termi ja tutkimuksen markkinatuottona on käytetty Helsinki OMX -indeksin tuottoa.

5. Tulokset

Tutkimuksen viidennessä osiossa esitellään tutkimustulokset aineiston ja tutkittujen tunnuslukujen osalta. Ensimmäiseksi esitellään aineiston perusdeskriptiiviset tiedot vuosituoton, volatiliteetin ja betan osalta

Kuukausituotot ovat keskimääräiset logaritmiset ylikuukausituotot, joista on laskettu vuosituotot ajanjaksolta 1/2003- 1/2013. Taulukossa esiteltävät rahastojen volatiliteetit ovat myös laskettu keskimääräisistä kuukausituotoista vastaavalta ajanjaksolta.

	Aktia Capital	Nordea Suomi	OP-Delta	OP- Focus	Handels banken Suomi	Evli Suomi Select	OP- Suomi Arvo	Seligson Suomi Indeksra hasto	OMX Helsinki
Ylituotot Pa.	8,46 %	6,48 %	6,47 %	7,42 %	7,79 %	7,47 %	6,24 %	7,02 %	3,58 %
Volatiliteetti Pa.	20 %	23 %	21 %	21 %	22 %	22 %	20 %	22 %	23 %
Beta	0,80	0,91	0,86	0,86	0,88	0,88	0,76	0,88	1,00

Jokainen vertailtavista rahastoista ylittää vertailuindeksin OMX Helsinki tuoton kymmenen vuoden vertailujaksolla. Rahastoista parhaiten on tuottanut Aktia Capital-rahasto, jonka keskimääräinen vuosituotto on ollut 8,46 % vertailujakson aikana. Yli seitsemän prosentin tuottoihin on päässyt myös Handelsbankenin Suomi-, OP Focus-, Evli Suomi Select-rahasto sekä Seligsonin Suomi indeksirahasto. Tuottoja vertailtaessa aktiivinen sijoitusstrategia on tuottanut parhaimman tuoton, mutta erot ovat pieniä verrattuna indeksirahaston tarjoamaan tuottoon.



Kuva 1, OMX Helsinki -indeksin kehitys 1/2003-1/2013

Koko vertailujaksolla vuosittaiset keskimääräiset tuotot jäivät suhteellisen alhaisiksi. Alhaisia vuosituottoja selittää vertailuperiodilla tapahtuneet voimakkaat markkinamuutokset. Kuvassa 1 on esitelty OMX Helsinki osakeindeksin kehitys vertailuajanjaksolla. Maailmanlaajuinen yleinen kurssitaso oli matalalla vertailujakson alussa vuonna 2003 johtuen IT-kuplan puhkeamisesta 2000 alussa. Vertailujakson ensimmäisellä puoliskolla kurssinousu oli voimakasta vuoden 2008 alkuun asti. Vuoden 2008 maailmanlaajuinen finanssikriisi aiheutti erittäin voimakkaan pörssikurssien laskun joka jatkui vuoteen 2009 asti. Tämän ajanjakson aikana OMX Helsinki indeksin arvo palautui vastamaan vuoden 2003 alun tasoa. Tämän jälkeen alkoi uudelleen pörssikurssien maltillinen elpyminen. Seuraava notkahdus koettiin vuonna 2012, kun Euroopasta alkanut valtioiden velkakriisi alkoi vaikuttamaan negatiivisesti pörssikurssien kehitykseen.

Rahastojen annualisoidut volatiliiteetit ovat kaikilla vertailurahastoilla 20-23 % välillä eli vastaavat kuin vertailuindeksillä. Kaikkien vertailtavien rahastojen

betat ovat alle 1 eli rahastojen tuotot ovat reagoineet markkinamuutoksiin vertailuindeksiä maltillisemmin. Alimman betan saa OP-Suomi Arvo rahasto. Alhaisinta arvoa selittää osittain rahaston muista eroava sijoituspolitiikka, jonka mukaan rahasto keskittyy arvo-osakkeisiin. Arvo-osakkeiden kurssikehitys on usein melko vakaata (Pörssisäätiö, 2014b).

Rahastot	Sharpe
Aktia Capital	0,12
Handelsbanken Suomi	0,10
OP-Focus	0,10
Evli Suomi Select	0,10
Seligson Suomi Indeksrahasto	0,09
OP-Suomi Arvo	0,09
OP- Delta	0,09
Nordea Suomi	0,08

Taulukko 2 , Sharpen luvut, paremmuusjärjestyksessä

Taulukkoon 2 on kerätty tiedot rahastojen Sharpen luvuista. Sharpen tunnusluvun arvioinnissa mitä suuremman arvon tunnusluku saa sitä paremmin voidaan katsoa rahaston menestyneen vertailujaksolla. Positiivinen Sharpen luku kuvastaa, että rahasto on tuottanut yli riskittömän koron. Tutkimuksen jokainen vertailurahasto saavutti positiivisen Sharpen luvun arvon eli sijoittajat ovat saaneet korkeamman tuoton, kuin jos olisivat sijoittaneet riskittömään 1 kk Euribor korkoon.

Aktia Capital rahasto on parhaiten menestynyt vertailujoukosta. Seligsonin Suomi Indeksrahasto sijoittuu viidennelle sijalle rahastoja vertailtaessa. Sitä paremmin ovat tuottaneet Aktia Capitalin lisäksi, Handelsbanken Suomi, OP-Focus ja Evli Select Suomi rahasto. Sharpen luvulla arvioitaessa aktiivinen sijoitusstrategia on tuottanut parhaimman tuoton riskiin suhteutettuna. Erot rahastojen välillä ovat kuitenkin pieniä. Kaikkien rahastojen voidaan katsoa menestyneen lähes tasavertaisesti 10-vuoden vertailujaksolla.

Rahastot	Treynor
Aktia Capital	0,0088
Handelsbanken Suomi	0,0074
OP-Focus	0,0072
Evli Suomi Select	0,0071
OP-Suomi Arvo	0,0069
Seligson Suomi Indeksrahasto	0,0066
OP-Delta	0,0063
Nordea Suomi	0,0059

Taulukko 3, Treynorin luvut, paremmuusjärjestyksessä

Tutkimuksen toinen tunnusluku, jolla vertaillaan rahastojen suoriutumista ajanjaksolla 1/2003-1/2013, on Treynorin luku, joka mittaa rahaston tuottoja suhteessa betaan. Treynorin luvun laskemista varten rahastoille laskettiin betat lineaarista regressiota hyödyntäen. Jokaisen rahaston betan t-arvo oli merkitsevä, sillä t-arvot olivat suurempia kuin kaksi. Myös CAPM selitystasetta voidaan pitää hyvänä jokaisen rahaston kohdalla sillä ne ylittivät 70 %.

Taulukko esittelee rahastojen keskinäisen järjestyksen Treynorin luvun osoittamassa järjestyksessä, siten että suurimman arvon saanut rahasto on ylimpänä ja alhaisimman arvon saanut viimeisenä. Myös Treynorin luvulla mitattuna Aktia Capital -rahasto suoriutuu parhaiten vertailurahastoista. Rahastojen keskinäinen järjestys Treynorin luvulla mitattuna mukaillee Sharpen luvun tuottamaan järjestystä. Seligsonin Suomi indeksirahasto, kuitenkin saavuttaa vasta 6. Sija, kun Sharpen luvulla mitattuna se oli viidenneksi parhaiten menestynyt rahasto.

Rahastot	Alfa	
Aktia Capital	0,0047	*
Handelsbanken Suomi	0,0039	*
OP-Focus	0,0036	*
Evli Suomi Select	0,0036	*
Seligson Suomi Indeksrahasto	0,0032	*
OP-Suomi Arvo	0,0029	*
OP-Delta	0,0028	*
Nordea Suomi	0,0027	*

Taulukko 4, Rahastoiden Jensenin alfat, paremmuusjärjestyksessä

* ei merkitsevä 5 % riskitasolla

Taulukossa 4 on esitelty rahastojen menestys kolmannella tutkimuksessa käytettävällä mittarilla Jensenin alfalla. Jälleen Aktia Capital rahasto menestyi vertailurahastoista parhaiten. Rahastojen keskinäinen järjestys vastaa Sharpen luvun antamaa järjestystä. Seligsonin Suomi indeksirahasto sijoittuu viidenneksi Jensenin alfalla mitaten. Myös Tutkimuksen kolmannen tunnusluvun mukaan aktiivinen sijoitusstrategia on tuottanut paremmin kuin passiivinen sijoitusstrategia. Vaikkakaan alfat eivät olleet tutkimuksessa tilastollisesti merkitseviä, kolmas tunnusluku vahvistaa kahden ensimmäisen tunnusluvun antamia tuloksia.

Tutkimusten tulokset tukevat vahvasti aktiivisen sijoitusstrategian kannattavuutta Suomen rahastomarkkinoilla. Jokaisella käytetyistä tunnusluvuista (Sharpen luku, Treynorin luku, Jensenin alfa) parhaiten menestyi Aktia Capital rahasto ja tutkimuksen vertailurahastona toiminut Seligsonin indeksirahasto sijoittui keskivaiheille. Erot rahastojen välillä ovat kuitenkin pieniä. Tätä pientä eroa selittää luultavasti osittain Helsingin pörssin suhteellisen pieni yritysten määrä, jolloin rahastojen portfoliot ovat luonnollisesti lähellä toisiaan.

6. Johtopäätökset

Tutkimuksessa tutkittiin kahdeksan suomalaisen osakerahaston suoriutumista ajanjaksolla 1/2003-1/2013. Tutkimuksen pääpaino oli tutkia tuottaako aktiivinen sijoitusstrategia suurempia ylituottoja verrattuna indeksirahastoon. Tutkimuksessa rahastojen menestystä mitattiin kuukausituotoilla ja kolmella riskikorjatulla menestysmittarilla, jotka olivat Sharpen luku, Treynorin luku ja Jensenin alfa.

Tutkimusaihetta oli tutkittu aikaisemmin erityisesti Yhdysvalloissa. Aikaisempien tutkimusten tulokset ovat olleet hieman ristiriitaisia. Useat tutkimukset ovat osoittaneet, että indeksisijoittaminen tuottaisi sijoittajalle paremman tuoton, kun kaikki rahastosijoittamisen kulut on huomioitu. Toisaalta osa tutkimuksista taas osoittaa, että aktiivinen sijoitusstrategia on ollut tuottoisampi vaihtoehto sijoittajalle tietyissä rahastoluokissa.

Tämän tutkimuksen mukaan Suomeen sijoittavissa rahastoissa aktiivinen sijoitusstrategia on ollut tuottoisampi vaihtoehto sijoittajalle. Erot rahastojen välillä ovat kuitenkin pieniä ja tulokset ovat lähellä toisiaan. Jokaisella käytetyllä mittarilla parhaimman tuloksen saavutti aktiivista sijoitusstrategiaa noudattava rahasto ja tutkimuksen vertailurahastona toiminut Seligsonin indeksirahasto sijoittui vasta tutkimusjoukon keskivaiheille. Tältä osin siis tämä tutkimus tuottaa hieman erilaisia tuloksia kirjallisuuskatsaus osiossa mainittuihin tutkimuksiin, joiden pohjalta indeksisijoittaminen olisi sijoittajalle tuottavampi vaihtoehto.

Tutkimustulokset olisivat voineet olla hieman erilaisia, jos rahastojen merkintä- ja lunastuspalkkiot olisi huomioitu tutkimuksessa. Indeksirahastoissa nämä ovat keskimäärin alhaisempia kuin aktiivista sijoitusstrategiaa noudattavissa rahastoissa. Tosin rahastoyhtiöt markkinoivat rahastojaan myös usein alennetuilla merkintä- tai lunastuspalkkioilla, joten sijoittavat eivät välttämättä joudu maksamaan näitä kuluja.

Tutkimuksessa käytetty aikaväli 1/2003-1/2013 oli myös haastava globaalien osakemarkkinoiden kannalta, koska tällä aikavälillä markkinamuutokset ovat olleet erityisen radikaaleja. Tutkimusperiodin alkuvaiheen hintatasoon vaikutti IT-kuplan jälkeinen alhainen hintataso, keskivaiheilla globaali finanssikriisi ja loppuvaiheessa Euroopan laajuinen valtioiden velkakriisi. Nämä hintavaihtelut ovat alentaneet rahastojen tuottoja. Mahdollisesti haastavat markkinaolosuhteet ovat ohjanneet myös rahastonhoitajia pidättäytymään vertailuindeksin sisällössä, jotta heidän hallinnoimansa rahastot eivät häviäisi ainakaan vertailuindeksille. Tutkimuksen tulosten pohjalta, voidaan arvioida, että suomalaiset rahastonhoitajat ovat saavuttaneet haastavissa markkinaolosuhteissa keskimääräistä korkeampia tuottoja. Aktiivisen sijoitusstrategialla on saavutettu niitä etuja, joilla sitä usein markkinoidaan.

Tutkimusaihe oli mielenkiintoinen ja sen aihe on noussut mielenkiintoiseksi myös Suomessa rahastosijoittamisen suosion myötä. Suomessa rahastoyhtiöt eivät ole tarjonneet indeksirahastoja piensijoittajalle, Seligson rahastoyhtiö on ollut yksi harvoista, jonka kautta piensijoittavat ovat voineet hyödyntää passiivista sijoitusstrategiaa. Indeksirahastojen globaalin kasvun myötä myös suuret finanssikonsernit ovat tuoneet viime vuosina indeksirahastot valikoimiinsa. Tämän tutkimuksen aineistoon ne eivät kuitenkaan sopineet rahaston lyhyen tuottohistorian takia. Tutkimus tarjoaa jatkotutkimusmahdollisuuksia esimerkiksi lisäämällä tutkittavien rahastojen määrää ja vertailemalla rahastoja yrityskoon mukaan.

Lähteet

Aktia, 2014, *Aktia Capital -rahastoesite*, Aktia rahastoyhtiö Oy,

Belasco Eric, Finke Michael, Nanigian David, 2012, "The impact of passive investing on corporate valuations", *Managerial Finance*, Vol. 38 No. 11, Sivut: 1067-1084

Bogle John C, 2011a, "How the index fund was born", *Wall Street Journal - Eastern Edition*, 3.9. Vol. 258 Issue 55, sivu:15

Bogle John C. ,2010b, "On mutual fund, Cheaper is better", *Wall Street Journal Eastern edition*, Vol. 256 Issue 49, sivu17

Chevalier, Judith, and Glenn Ellison., 1999, "Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance." *Journal of Finance*, vol. 54, nro. 3,sivut: 875-899

Cremers Martijn K. J, Petäjistö Antti, 2009, "How active is your fund manager? A new measure that predicts performance", *The review of financial studies*, V 22 nro 9 sivut: 3329-3365

Elton, E.J., M.J. Gruber, C.R. Blake, 1996, "The Persistence of Risk Adjusted Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, Vol. 69, Nro. 2, sivut: 133-157.

European Banking Federation, 2014, "Euribor-EBF", [verkkodokumentti] [viitattu:6.5.2014] saatavilla: <http://www.euribor.org/>

Evli Rahastoyhtiö, 2014, "EVLI Suomi Select rahaston avaintietoesite", Evli Rahastoyhtiö

Finanssialan Keskusliitto, 2014, "Finanssialan kuukausitilasto" , [verkkodokumentti] [viitattu: 14.2.2014] saatavilla: http://www.fkl.fi/tilastot/Tilastot/Finanssialan_kuukausitilasto.pdf

Finanssivalvonta, 2014,” Sijoitusrahastot”, [verkkodokumentti].

[viitattu:5.4.2014] saatavilla:

<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/finanssiasiakas/tuotteita/sijoittaminen/sijoitusrahastot/pages/default.aspx#.U00RORAixIE>

Fortin Rich & Michelson Stuart, 1999a, ”Fund Indexing VS. Active management: Results are...”, *Journal of financial planning*, helmikuu, sivut: 74- 81

Fortin Rich & Michelson Stuart, 2002b, ”Indexing versus active management”, *Journal of Financial planning*, syyskuu, sivut: 82-94

Fortin Rich, Michelson Stuart, 2005c, ”Active International Mutual Fund Management: Can Managers Beat the Index?”, *Journal of Managerial Finance*, vol. 31 nro 1,

Fuller Russell J., Bing Han, Yining Tung, 2010, ”Thinking about Indices and "Passive" versus Active Management“, *The Journal of portfolio management*”, Summer, sivut 35-47

Handelsbanken Rahastoyhtiö Oy, 2014, ”Handelsbanken Suomi-avaintietoesite“, Handelsbanken Rahastoyhtiö Oy.

Holmes Millicent, 2007, ”Improved study finds index management usually outperforms active management”, *Journal of financial planning*, tammikuu, sivut: 48-58

Morley John, 2014, ”The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation” *Yale law journal*, March;123(5) sivut:1228-1287

Nasdaq OMX, 2014, ”Index info OMX Helsinki_GI”, Nasdaq OMX Nordic, , [verkkodokumentti] [viitattu:15.4.2014] saatavilla:

http://www.nasdaqomxnordic.com/indeksit/index_info?Instrument=FI0008900220&InstrumentName=OMX%20Helsinki_GI

Nordea, 2014“ Nordea Suomi kasvu- rahastoesite”, *Nordea Funds Oy*,

OP-Rahastoyhtiö, 2014c, ”OP-Arvo sijoitusrahasto avaintietoesite”, OP-Rahastoyhtiö

OP-Rahastoyhtiö, 2014b, ”OP-Delta sijoitusrahasto avaintietoesite”, OP-Rahastoyhtiö

OP-Rahastoyhtiö, 2014a, ”OP-Focus sijoitusrahasto avaintietoesite”, OP-Rahastoyhtiö

Petäjistö Antti , 2013a, “Active Share and Mutual Fund Performance”, *Financial analyst journal*, Vol. 69, sivut: 73-93

Petäjistö Antti , 2011b, “The index premium and its hidden cost for index fund”, *Journal of Empirical Finance*, Vol.18, sivut 271-288

Pörssisäätiö 2012a, ”Sijoitusrahasto-opas 2012”, , *Pörssisäätiö*, [Verkkodokumentti] [viitattu:15.4.2014] saatavilla: http://stock.neodes.fi/porssisaatio/Flipovers/sijoitusrahasto-opas_suomi/#/4/

Pörssisäätiö 2014b, "Arvo-Osake", Pörssisäätiö, [verkkodokumentti] [viitattu:10.4.2014] saatavilla: <http://www.porssisaatio.fi/blog/dictionary/arvo-osake/>

Schofield David, 2013, “Big debate: passive versus active “, *Global Investor*, Toukokuu, Issue 266

Seligson, 2014, “seligson & co suomi indeksirahasto- avaintietoesite”, Seligson & co,

Shape William, Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V., 1999 "Investments", Yhdysvallat, Prentice-Hall International Inc., sivut:844-846

Shankar Gowri S., 2007, "Active versus passive index management: A performance comparison of the S&P and Russell indexes", *The Journal of investing*, kesäkuu, sivut 85-95

Talouselämä, 10.1.2013, "Ei hullummin, suomalainen rahastosijoittaja: +11 miljardia euroa" *Talouselämä*, [verkkodokumentti] [viitattu 14.2.2014], saatavilla: <http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/ei+hullummin+suomalainen+rahastosijoittaja+11+miljardia+euroa/a2162943>

Taloustaito, Suomen suurimmat rahastoyhtiöt, 4.3.2013, [verkkodokumentti] [viitattu 15.2.2014] saatavilla: <http://www.taloustaito.fi/fi-FI/sijoitukset/sr/sijoitusrahastot/suurimmat-rahastoyhtiöt>

Turtola Ilona, 20.1.2014, "Rahastoihin laajentanut S-Pankki: Tavoitteena 100 000 sijoittajaa tänä vuonna" , Yle-verkkosivut Talous, [verkkodokumentti] [viitattu 14.2.2014], saatavilla: http://yle.fi/uutiset/rahastoihin_laajentanut_s-pankki_tavoitteena_100_000_sijoittajaa_tana_vuonna/7031010

Vaihekoski Mika, 2004, *Rahoitusalan sovellukset Excel*, WSOY Helsinki sivu: 260

Wermers Russ, 2000, "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses.", *Journal of Finance*, vol. 55, no. 4 (elokuu) sivut 1655-1703