



Osaamista
ja oivallusta
tulevaisuuden
tekemiseen

Susanna Wallenius

Työeläkevakuutusyhtiöiden onnistuminen sijoitustoiminnassaan vuosina 2007–2019 ja siihen vaikuttaneet tekijät

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Liiketalouden tutkinto-ohjelma

Opinnäytetyö

Toukokuu 2021

Tekijä Otsikko	Susanna Wallenius Työeläkevakuutusyhtiöiden onnistuminen sijoitustoiminnassaan vuosina 2007–2019 ja siihen vaikuttaneet tekijät
Sivumäärä Aika	87 sivua Toukokuu 2021
Tutkinto	Tradenomi
Tutkinto-ohjelma	Liiketalous
Suuntautumisvaihtoehto	
Ohjaaja	Lehtori Elisabeth Schauman
<p>Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli selvittää, miten työeläkeyhtiöt ovat onnistuneet sijoitustoiminnassaan ja mitkä eri tekijät siihen ovat vaikuttaneet. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumisella eli riittävillä tuotoilla on suuri merkitys koko eläkejärjestelmän kestävyydelle. Suomessa toimii neljä työeläkeyhtiötä, jotka olivat tutkimuksen kohteena eli Varma, Ilmarinen, Veritas ja Elo. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa tutkittiin vuosien 2007 ja 2019 väliseltä ajalta.</p> <p>Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumista tutkittiin kahdella tavalla. Tutkimuksen ensimmäisessä osassa tutkittiin, minkälaisia työeläkeyhtiöiden sijoitustuotot omaisuuslajeittain ovat olleet verrattuna markkinatuottoa kuvaavaan vertailuindeksiin. Tutkimuksen toisessa osassa tutkittiin työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikan tarkastelu oli olennaista tutkittaessa työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumista, sillä sijoituspolitiikka antaa raamit koko sijoitustoiminnalle. Opinnäytetyö on tutkimustyyppinen työ, jonka tutkimusaineistona käytettiin valmiita tilastotyyppisiä tietoja, erilaisia internet-lähteitä sekä työeläkeyhtiöiden omia julkaisuja. Tutkimus on laadullinen tutkimus, jossa hyödynnettiin myös elementtejä määrällisistä tutkimusmenetelmistä.</p> <p>Työeläkeyhtiöiden sijoitukset pärjäsivät hieman heikommin kuin keskimääräinen markkinatuotto. Keskimäärin markkinoiden tuotto oli hieman parempi korko-, osake- ja kiinteistöinvestointeissa, mutta hedge-rahastosijoituksissa työeläkeyhtiöt saivat parempaa tuottoa. Työeläkeyhtiöiden välillä oli kuitenkin suuria eroja sijoitustuotoissa omaisuuslajeittain. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikoista löytyi sekä eroja että yhtäläisyyksiä. Kaikilla työeläkeyhtiöillä oli omanlaisensa perusallokaatio. Työeläkeyhtiöiden omaisuuslajijakaumat ovat muuttuneet riskillisemmiksi.</p> <p>Opinnäytetyössä selvisi, että sijoitusympäristöllä oli suuri vaikutus sijoitustoiminnan muutoksiin sekä sijoitustoiminnan onnistumiseen. Tutkimuksen perusteella vaikuttaa siltä, että valittu sijoituspolitiikka ja siinä etenkin valittu omaisuuslajijakauma vaikuttaa ainakin jonkin verran työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumiseen. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa rajoittaa vakavaraisuusvaateet. Vaikuttaisi myös siltä, että työeläkeyhtiön koolla on merkitystä työeläkeyhtiön sijoituspolitiikassa ja sijoitusten onnistumisessa. Työeläkeyhtiön liian pieni koko vaikeuttaa sen sijoitustoimintaa.</p>	
Avainsanat	Sijoituspolitiikka, sijoitustoiminta, työeläkevakuutusyhtiö, omaisuuslajit, tuotto

Author Title	Susanna Wallenius Success of Earnings-related Pension Insurance Companies in Their Investment Operations in 2007-2019 and the Factors That Influenced It
Number of Pages Date	87 pages May 2021
Degree	Bachelor of Business Administration
Degree Programme	Economics and Business Administration
Specialisation option	
Instructor	Elisabeth Schauman, Lecturer
<p>The purpose of this thesis was to explore how earnings-related pension insurance companies have succeeded in their investment operations and what factors influenced it. The success of the investment operations of pension insurance companies, such as adequate returns, is of great importance to the sustainability of the entire pension system. There are four earnings-related pension insurance companies in Finland. All of them became the subject of this study, namely Varma, Ilmarinen, Veritas and Elo. Their investment operations were studied over the period between 2007 and 2019.</p> <p>The success of the investment operations of earnings-related pension companies was examined in two ways. The first part of the study examined the size of investment returns that the pension companies had and compared it by asset classes to the benchmark index describing market returns. The second part of the study examined their investment policies. The analysis of the investment policy was essential in examining the success of the investment operations of pension companies, as the investment policy provides a framework for all of the investment operations.</p> <p>The thesis utilized mostly qualitative but also elements of quantitative research methods. The study used statistical data, various Internet sources and the earnings-related pension companies' own publications as research material. The study indicated that the pension companies have performed slightly weaker compared to the average market return. On average, market returns were slightly better in fixed income, equity and real estate investments; on the other hand, in hedge fund investments, pension companies received better returns. In the investment policies, there were both, differences and similarities found between the pension companies. However, large differences were discovered in investment profit between the pension companies. All pension companies had their own basic allocation. It was also noted that the asset classes of pension companies have become more risky over the studied period of 2007–2019.</p> <p>In the course of the thesis, it became clear that the investment environment had a great impact on the changes in investment activities and on the success of investment operations. Based on the study, it appears that the chosen investment policy, and in particular the asset allocation chosen, has at least some effect on the success of the investment operations. It also appears that the size of the pension company affects the investment policy of the pension company and the success of its investments.</p>	
Keywords	Investment policy, investment operation, earnings-related pension insurance company, asset classes, investment profit

Sisällys

1	Johdanto	2
1.1	Tutkimuksen aihe ja tutkimuskysymykset	2
1.2	Tutkimuksen taustaa ja tarkoitus	3
1.3	Tutkimusmenetelmät ja -aineisto	5
1.4	Työn rakenne ja rajaukset	6
2	Sijoittaminen ja sen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä	8
2.1	Muuttuva sijoitusympäristö	8
2.2	Sijoitusstrategian hyödyntäminen	10
2.3	Riskin määritelmä	11
2.3.1	Volatiliteetti	11
2.3.2	Systemaattinen ja epäsystemaattinen riski	12
2.3.3	Beta ja alfa	12
2.4	Tuoton määritelmä	13
2.4.1	Korkoa korolle -periaate	14
2.4.2	Eri markkinoiden keskimääräiset historialliset tuotot	15
2.4.3	Erilaiset indeksit ja niiden muodostuminen	16
2.5	Omaisuuksilajihajautus	18
2.5.1	Portfolioteoria	18
2.5.2	Hajautushyöty	19
3	Omaisuuksilajit ja niihin sijoittaminen	20
3.1	Korkosijoitukset	20
3.2	Osakesijoitukset	22
3.3	Kiinteistösijoitukset	23
3.4	Muut sijoitukset	24
3.4.1	Rahastosijoitukset	24
3.4.2	Hedge-rahastosijoitukset	25
4	Suomalainen työeläkejärjestelmä	26
4.1	Työeläkevakuutusyhtiöt	27
4.2	Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan vaikuttavia tekijöitä	28
4.2.1	Sijoituspolitiikka raamittaa sijoitustoimintaa	28
4.2.2	Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa säädetään laeilla	30

4.2.3	Vakavaraisuusvaatimus rajoittaa sijoitustoimintaa	31
4.2.4	Vastuullisuus ja omistajaohjaus	33
5	Tulokset työeläkeyhtiöiden sijoitusten onnistumisesta verrattuna markkinaan	34
5.1	Tutkimuksen toteutus	34
5.2	Tutkimuksessa käytetyt vertailuindeksit	35
5.2.1	Bloomberg Barclayn Global Aggregate EUR Hedged -indeksi	35
5.2.2	MSCI All Country World (EUR) -indeksi	36
5.2.3	KTI Kiinteistöindeksi	37
5.2.4	HFRX Global Hedge Fund EUR -indeksi	38
5.3	Työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten tuotot verrattuna markkinaan	38
5.4	Työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten tuotot verrattuna markkinaan	41
5.5	Työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoitusten tuotot verrattuna markkinaan	43
5.6	Työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitusten tuotot verrattuna markkinaan	45
6	Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikan tutkimustulokset	48
6.1	Tutkimuksen toteutus	48
6.2	Työeläkeyhtiöiden omaisuuslajijakauman muutos vuosina 2007-2019	49
6.3	Työeläkeyhtiöiden keskimääräiset omaisuuslajijakaumat	51
6.4	Työeläkeyhtiö Varman sijoituspolitiikka	53
6.5	Työeläkeyhtiö Ilmarisen sijoituspolitiikka	56
6.6	Työeläkeyhtiö Veritaksen sijoituspolitiikka	60
6.7	Työeläkeyhtiö Elon sijoituspolitiikka	63
7	Päätelmät	66
7.1	Päätelmät työeläkeyhtiöiden sijoitustuotoista verrattuna markkinaan	66
7.2	Päätelmät työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikasta	68
7.3	Yhteenveto	71
7.4	Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti	72
	Lähteet	75

1 Johdanto

Opinnäytetyöni aihe on ajankohtainen ja yhteiskunnallisesti tärkeä. Yleismaailmallisena trendinä on väestön ikääntyminen. Ihmiset elävät länsimaisissa yhteiskunnissa entistä pidempään, kun taas samaan aikaan lapsia syntyy yhä vähemmän. Tämä aiheuttaa ongelmia etenkin Suomen eläkejärjestelmään, jossa työeläkkeet rahoitetaan pääasiassa samana vuonna työntekijöiltä ja työnantajilta kerättyjen maksujen avulla sekä osa jo aikaisemmin rahastoiduilla suorituksilla sekä sijoitusten tuotoilla (Työeläkejärjestelmä).

1.1 Tutkimuksen aihe ja tutkimuskysymykset

Opinnäytetyöni tavoitteena on tutkia suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa ja sen onnistumista. Opinnäytetyössä tarkastellaan suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituksia eri omaisuuslajeittain ja tutkitaan, miten ne ovat onnistuneet sijoituksissaan verrattuna markkinoiden keskimääräiseen tuottoon. Tämän tarkastelun tarkoituksena on selvittää, miten työeläkevakuutusyhtiöt ovat onnistuneet sijoitustoiminnassaan ja miksi. Opinnäytetyössä tutkitaan työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikkaa sekä punnitaan niiden keskinäisiä eroja ja yhtäläisyyksiä. Lisäksi arvioin, miten työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikka on vaikuttanut niiden sijoitustoiminnan onnistumiseen. Työssä käsitellään myös työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikan ja -toiminnan muutoksia sekä sitä, mihin suuntaan niiden sijoituspolitiikka ja -toiminta kehittyi todennäköisesti tulevaisuudessa. Tutkimuksen tarkasteluajanjaksona on 13 vuotta eli vuodet 2007–2019, joka on kohtuullinen ajanjakso tutkia sijoitustoiminnan onnistumista.

Opinnäytetyön tutkimusongelma on suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden onnistuminen sijoitustoiminnassaan ja siihen vaikuttaneet tekijät. Tutkimuskysymykset ovat:

- Miten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitukset omaisuuslajeittain ovat pärjänneet keskimääräiselle markkinatuotolle? Onko työeläkevakuutusyhtiöiden välillä eroja sijoitusten tuotoissa?
- Minkälaista työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikka on? Mitkä tekijät vaikuttavat työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaan ja onko se vaikuttanut sijoitustoiminnan onnistumiseen? Onko työeläkevakuutusyhtiöiden välillä eroja sijoituspolitiikassa?
- Miten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikka on muuttunut vuosien aikana? Miltä tulevaisuus näyttää?

1.2 Tutkimuksen taustaa ja tarkoitus

Suomen työeläkejärjestelmä on erilainen kuin muualla EU:ssa. Suomessa työeläke on kaikille työntekijöille ja yrittäjille sisältyvä vakuutus, joka on sekä pakollinen että laissa säädetty. Työeläke on myös tärkein toimeentulon turvaaja eläkeaikana. Eläkettä karttuu suhteessa ansaittuun palkkaan riippumatta työnantajasta tai toimialasta. Yksityisalojen työeläkkeitä johdetaan hajautetusti eri työeläkeyhtiöissä, eläkesäätiöissä ja -kassoissa, jotka kilpailevat keskenään. Työeläkevakuuttajien tärkein tehtävä on taata eläkkeet, ei voiton tavoittelu. (Suomen työeläkejärjestelmä on ainutlaatuinen EU:ssa.) Suomessa toimii neljä työeläkevakuutusyhtiötä: Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen, Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo ja Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma (Työeläkevakuutusyhtiöt).

Tälläkin hetkellä eläkkeitä maksetaan enemmän ulos kuin niitä kerätään. Esimerkiksi vuonna 2018 työeläkkeitä maksettiin 27,8 miljardia euroa ja kerättiin vastaavasti eläkemaksuina 22,1 miljardia euroa (Mikä työeläke on. 2020). Suomessa onkin nostettu eläkeikää ja edelleenkin on paineita eläkevakuutusmaksujen nostoon, joka on jo nytkin huomattavalla tasolla, esimerkiksi yksityisaloilla keskimäärin 24,4 prosenttia maksun perusteena olevasta palkasta (Työeläkemaksut vuonna 2020). Tämä aiheuttaa paineita työeläkevakuutusyhtiöille ja niiden sijoitustoiminnalle. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistuminen eli riittävät tuotot pienentävät todennäköisyyttä eläkejärjestelmän muutoksille.

Työeläkeyhtiöiden sijoitusvarallisuus koostuu suomalaisilta työntekijöiltä ja yrityksiltä kerätyistä työeläkemaksuista, jotka työeläkeyhtiöt sijoittavat turvatakseen tulevaisuuden eläkkeet. On tärkeää, että sijoitusvarallisuus on sijoitettu tuottavasti ja sopivalla riskitasolla. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan tulee olla vastuullista ja sen tulee tuottaa tarpeeksi markkinoihin nähden. Lainsäädäntö vaikuttaa työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan. Useissa laeissa on määritelty veloitteita työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa kohtaan. Pääsääntöisesti niiden sanoma on, että työeläkevarat on sijoitettava tuottavasti, mutta samaan aikaan turvallisesti. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnalle antaa raamit myös vakavaraisuusvaatimus. (Lainsäädäntö ja suositukset ohjaavat työeläkesijoittamista.)

Tutkin työssäni työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa eli sijoitusstrategiaa, joka vaikuttaa myös olennaisesti sijoitusten onnistumiseen. Työeläkevakuutusyhtiöillä on yleensä tarkkaan määritetty sijoituspolitiikka, jonka mukaan ne sijoittavat varallisuuttaan (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2019, 22). Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaan liittyy vahvasti vastuullisuus myös omistajaohjauspolitiikan kautta, joka vaikuttaa etenkin osakesijoitukseen. Koska työeläkeyhtiöt pyrkivät ensisijaisesti eläkkeiden turvaamiseen, on sijoitusten riskien pienentäminen olennaista. Sijoitustoiminnan riskiä voidaan madaltaa esimerkiksi portfolioteorian avulla. Sen ideana on hajauttaa sijoitukset portfolioihin eli sijoitussalkkuihin eri omaisuuslajien sisällä ja edelleen salkun sisällä eri arvopapereihin. (Kallunki ym. 2019, 29.) Tutkimieni työeläkeyhtiöiden varat onkin jaettu eri omaisuusluokkiin ja tutkin näiden omaisuuslajien tuottoja verrattuna keskimääräiseen markkinatuottoon. Tutkittavat omaisuuslajit ovat korkosijoitukset, osakesijoitukset, kiinteistösijoitukset ja muut sijoitukset, jotka rajaavat aineiston vertailtavuuden vuoksi hedge-rahastosijoituksiin. Opinnäytetyössäni kerron sijoitustoiminnan riskin ja tuoton merkitystä sekä yhteyttä. Kuvaan lisäksi portfolioteorian ja sijoitusten hajautushyödyt.

Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikka nivoutuu vahvasti sijoitusten onnistumiseen, sillä se antaa raamit koko sijoitustoiminnalle, jonka mukaan sijoitukset tehdään. Tämän vuoksi valitun ja määrätyn sijoituspolitiikan tutkiminen on olennaista tutkittaessa sijoitusten onnistumista. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikka voidaan nähdä osittain valittuna ja osittain määrättyinä. Valittua sijoituspolitiikkaa ovat esimerkiksi omaisuuslaji- ja maantieteelliset jakaumat sekä vastuullisuus, kun taas määrättyä sijoituspolitiikkaa ovat lait ja vakavaraisuusvaatimukset.

Opinnäytetyöni tarkoituksena on selvittää myös, vaikuttavatko ennalta määrätty sijoituspolitiikka ja lainsäädännön rajoitukset sijoitusten tuottoon ja miten työeläkevakuutusyhtiöt ovat tahoillaan tämän hoitaneet. Työeläkeyhtiöillä olisi laajojen resurssien, sijoitusvarallisuuden ja osaamisen myötä mahdollisuudet merkittäviin tuottoihin. Koska lainsäädäntö sitoo niiden toimintaa ja lisäksi niiden pääasiallisena tarkoituksena on eläkkeiden turvaaminen, ei tuottojen kasvattaminen, aiheuttaa tämä ristiriitaa eläkkeiden riittävyyden kannalta. Makrotaloustieteen professori Niku Määttänen Helsingin Yliopistolta (2013), haastaa ajatukseen, tulisiko eläkevakuutusyhtiöillä olla oma vertailuindeksi, sillä työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten onnistumista on niin vaikea arvioida. Pyrin vastamaan tähän kysymykseen tutkimalla työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten onnistumista

markkinaan nähden sopivilla vertailuindekseillä ja sitä, mitkä tekijät siihen ovat vaikuttaneet.

1.3 Tutkimusmenetelmät ja -aineisto

Opinnäytetyöni on tutkimustyyppinen työ, jonka tutkimusaineistona hyödynnetään erilaisia valmiita tilastotyyppisiä tietoja, internet-lähteitä ja kirjallisuutta. Tutkimuksessani käytän kvalitatiivista eli laadullista tutkimusmenetelmää, jolla pyritään kuvaamaan ja ymmärtämään tutkittavaa ilmiötä usein sanallisessa muodossa (Kananen 2014, 19). Kvalitatiivinen tutkimusmenetelmä on valittu tutkimuksen luonteen vuoksi, sillä pyrin saamaan kokonaisnäkömyksen tutkittavasta asiasta sekä selvittämään, mitkä tekijät vaikuttavat asioihin ja miten. Tutkimuksessa hyödynnetään myös elementtejä kvantitatiivisista eli määrällisistä tutkimusmenetelmistä ja -aineistoista. Kvantitatiivisella tutkimusmenetelmällä selvitetään tutkittavan asian tilannetta lukumäärillä ja prosenttiosuuksilla, mutta yleensä ei saada riittävästi tietoa asioiden syistä (Heikkilä 2014, 15). Tutkimuksen tuotovertailussa käytän tilastoja sekä vertailuindeksejä aineiston vertailuun ja lasken keskimääräisiä tuottoja, mutta loppututkimuksessa selvitan asioita etsimällä tietoa, päätelemällä ja pyrkimällä kuvaamaan mahdollisimman kattavasti tuottojen ja sijoitustoiminnan taustalla vaikuttavia tekijöitä.

Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnasta on suhteellisen paljon tutkimustietoa. Kuitenkaan työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumisesta ei ole tutkimusta tällaisenaan. Työeläkeyhtiöiden sijoituksia omaisuuslajeittain ei ole verrattu yleiseen markkinatuottoon. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikasta ei ole tehty tämänkaltaista perustutkimusta työeläkeyhtiöittäin. Tutkimustietoa löytyy työeläkeyhtiöiden sijoitusten tuottojen vertaamisesta toisiinsa sekä kansainvälisesti. Työeläkeyhtiöiden vastuullisesta sijoittamisesta löytyy parikin opinnäytetyötä. Myös Eläketurvakeskus on julkaissut useita eläkejärjestelmästä kertovia tutkimuksia ja selostuksia.

Sijoittamisesta on julkaistu paljon kirjallisuutta, tutkimustietoa ja artikkeleita. Näitä pyrin käyttämään monipuolisesti, ja hyödynnän myös englanninkielistä materiaalia, jota löytyy sijoittamisesta runsaasti. Internet-lähteinä käytän esimerkiksi työeläkeyhtiöiden, Työeläkevakuuttajat TELA ry:n, Eläketurvakeskuksen ja Pörssisäätiön internet-sivuja. Jokainen työeläkevakuutusyhtiö on kertonut laajasti toiminnastaan internet sivuillaan ja julkaissut

siellä paljon materiaalia. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa tarkastelenkin yhtiöiden omista julkaisuista kotisivuillaan, käyttäen hyväksi muun muassa tilinpäätöksiä, toimintaja vuosikertomuksia. Kaikilta yhtiöiltä löytyy sijoitusten omaisuuslajijakauma sekä ainakin osittain maantieteellinen jakauma. Kaikki työeläkevakuutusyhtiöt sijoittavat vastuullisesti sekä niillä on omistajaohjauksen periaatteet julkaistu sivuillaan.

Tutkin työeläkeyhtiöiden sijoitusten vuosituottoja omaisuuslajeittain Työeläkevakuuttajat TELA ry:n aineistoista sekä työeläkevakuutusyhtiöiden omista aineistoista. Työeläkeyhtiöiden omaisuuslajien vuosituotoista ja omaisuuslajijakaumista on tietoa Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Osavuositietojen arkistosta. Vertaan näitä toteutuneeseen keskimääräiseen markkinatuottoon. Työeläkeyhtiöt julkaisevat myös itse sijoituksistaan tietoa, kuten esimerkiksi omaisuuslajijakauman sekä tuottojen määrän. Koska työeläkeyhtiöiden toimintaa määrittelevät monet lait ja säädökset, voidaan julkaistuja tietoja pitää hyvin luotettavina. Eri omaisuuslajien tuottoja vertaan soveltuviin vertailuryhmän tuottoihin eli niin sanottuihin vertailuindekseihin, mikä on yleinen tapa verrata sijoitusten onnistumista (Kallunki ym. 2019, 330). Vertailuindeksien lukuja haen indeksistä riippuen esimerkiksi niiden tietolomakkeista. Teen tutkimuksen objektiivisesti ja pyrin löytämään mahdollisimman puolueetonta ja vertailukelpoista tietoa. Tarkastelen sijoituksia mahdollisimman samankaltaisilla vertailuindekseillä kuin työeläkeyhtiöiden sijoitukset, jotta tutkimus olisi mahdollisimman luotettava.

1.4 Työn rakenne ja rajaukset

Opinnäytetyön teoriaosassa käyn läpi työn tutkimusosion kannalta olennaisimmat teoreettiset teemat. Ensin kerron sijoittamisesta ja sen onnistumiseen vaikuttavista tekijöistä, sillä tutkimuksessa tutkitaan työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumista. Toiseksi käsittelen omaisuuslajeja ja niihin sijoittamista, koska tutkimuksessa tarkastellaan työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumista omaisuusluokittain verrattuna markkinaan. Kolmanneksi kerron työeläkeyhtiöistä ja erityisesti niiden sijoitustoimintaan vaikuttavista tekijöistä.

Tutkimuksen teoreettisen osan jälkeen tulee opinnäytetyön tutkimusosat. Tutkimusosia on kaksi: työeläkeyhtiöiden sijoitusten onnistuminen verrattuna markkinaan sekä työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikka. Tutkimusosioista muodostui kaksi itsenäistä osiota, jotka

kuitenkin linkittyvät toisiinsa. Kaksi tutkimusosiota helpottaa kahden tutkimuksen hahmottamista ja pitää rakenteen selkeänä. Ensimmäisessä osassa tutkitaan työeläkeyhtiöiden sijoitusten onnistumista omaisuuslajeittain verrattuna markkinaa. Tutkittavat omaisuuslajit ovat korko-, osake-, kiinteistö- ja hedge-rahastosijoitukset. Tutkimuksen toisessa osassa tutkitaan työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa muun muassa kartoittamalla työeläkeyhtiöiden omaisuuslajijakaumien muutosta ajan myötä sekä tekemällä katsaus jokaisen työeläkeyhtiön sijoituspolitiikkaan.

Molemmissa tutkimuksissa tutkittava ajanjakso on 13 vuotta eli vuodet 2007–2019. Tätä voidaan pitää kohtuullisen pitkänä aikana tutkittaessa sijoitustoiminnan onnistumista. Aikaväli voisi olla pidempikin, sillä työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan horisontti on vuosikymmenien mittainen. Aineiston tarkasteluväli valikoitui etenkin aineiston saatavuuden perusteella. Joistakin tutkimuksissa käytetyistä vertailuindekseistä ei ollut vuosituottolukuja saatavilla ennen vuotta 2007. Tutkimus oli järkevää rajata myös mahdollisimman lähellä nykyhetkeä tutkimuksen mielekkyyden ja ensiarvoisuuden vuoksi, sekä koska aineistosta olisi tullut sen laajuuden vuoksi vaikea käsitellä etenkin sijoituspolitiikkaosiota tutkittaessa.

Tutkimus on rajattu koskemaan työeläkevakuutusyhtiöitä Ilmarista, Eloa, Varmaa ja Veritasta. Työn ulkopuolelle on jätetty työeläkelaitokset ja -kassat, sillä näitä neljää työeläkevakuutusyhtiötä koskee sama vakavaraisuussäädännönalaisuus. (Työeläkevakuuttamisen sääntely.) Nämä samat vaatimukset parantavat tutkimuksen kohteiden vertailtavuutta ja siten tutkimuksen luotettavuutta. Tutkimuksen ajankohdan 2007–2019 alkupuolella oli olemassa myös muita työeläkeyhtiöitä eli Etera, joka yhdistyi Ilmariseen vuonna 2018 sekä Eläke-Fennia ja Eläke-Tapiola, jotka yhdistyivät vuonna 2014 muodostaen Elon. Yhdistymisten vuoksi rajasin tutkittavat työeläkeyhtiöt neljään, jotka olivat edelleen olemassa ja ainoat työeläkeyhtiöt, joita koskee sama sääntely, kun opinnäytetyö tehtiin vuonna 2020 ja 2021.

Tutkittavat omaisuusluokat ovat korkosijoitukset, osakesijoitukset, kiinteistösijoitukset sekä muut sijoitukset, jotka rajaavat hedge-rahastoihin. Työeläkevakuutusyhtiöt ovat käyttäneet jonkin verran myös muita sijoituksia kolmen ensin mainitun omaisuusluokan lisäksi. Näiden muiden sijoitusten sisällä ainoa vertailukelpoinen sijoituskohde on hedge-rahastot, joita löytyy kaikilta työeläkevakuutusyhtiöiltä. Lisäksi hedge-rahastosijoitukset

muodostavat valtaosan työeläkeyhtiöiden muut sijoitukset-luokasta. Sijoitusinstrumenttien hinnoitteluteoriat sekä erilaisten sijoitusstrategioiden tarkka kuvaaminen on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Myös verotus on jätetty huomioimatta arvioitaessa sijoitusten onnistumista. Vaikka verotuksella on suuri merkitys sijoitusten kokonaistuottoon, on kaikilla työeläkeyhtiöillä samanlainen verotus, joten sitä ei tarkasteltu, sillä se ei olisi tuonut lisäarvoa vertailuun.

2 Sijoittaminen ja sen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä

Sijoittaminen on resurssien, yleensä rahan, kohdentamista siten, että sen oletetaan myöhemmin tuottavan tuloja tai voittoa. Tavallisesti sijoittamisella tarkoitetaan rahoitusinstrumenttien ostoa, hallussapitoa ja myymistä, jotka ovat julkisen kaupankäynnin kohteena kuten pörssinoteeratut osakkeet. Sijoitettavien omaisuuserien kirjo on kuitenkin laaja. (Picardo 2020.) Sijoitettavista omaisuuseristä tavallisimpia ovat korkosijoitukset, osakesijoitukset pörssilistattuihin ja -listaamattomiin yrityksiin sekä kiinteistösijoitukset (Kallunki ym. 2019, 60).

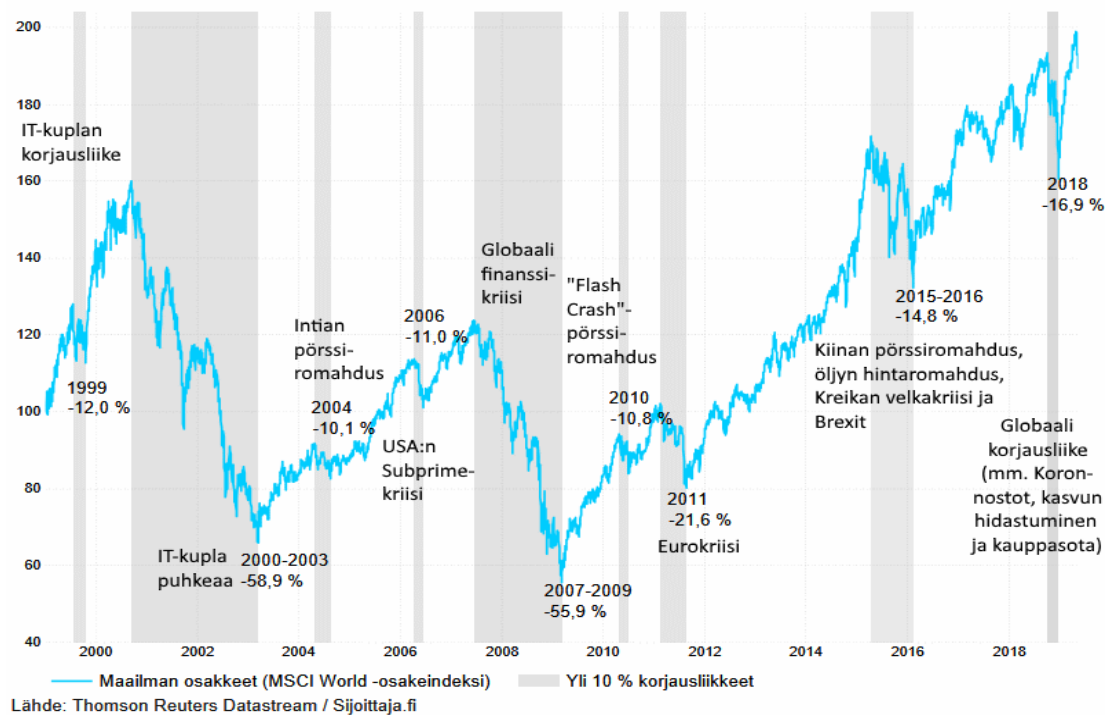
2.1 Muuttuva sijoitusympäristö

Monet tapahtumat esimerkiksi politiikassa, ympäristössä ja taloudessa vaikuttavat maailman markkinoihin. Kansallinen pörssi kertookin tärkeää tietoa yritysten taloudellisen tilanteen suunnasta (Knüpfer & Puttonen 2018, 60). Yleisesti sijoituskohteiden arvon muutoksiin vaikuttavia asioita ovat suhdannevaihtelut, korkopolitiikka, politiikka ja epävarmuus tulevastakin ja luonnonmullistukset (Oppitunti 10: Mikä heiluttaa osakekurseja?).

Sijoitusympäristö on muuttunut voimakkaasti viime vuosikymmenen aikana. Sijoituskohteiden määrä on kasvanut voimakkaasti ja samaan aikaan kaupankäynnin kustannukset ovat laskeneet merkittävästi. Digitalisaatio ja globalisaatio ovat mahdollistaneet sijoittamisen helposti eri kohteisiin ympäri maailman. (Kallunki ym. 2019, 4.)

Digitalisaation, globalisaation sekä väestön ikääntymisen lisäksi yleisinä megatrendeinä ovat ilmastonmuutos ja vastuullisuus. Silvolan ja Landaun mukaan (2019, 11) ne kasvattavat epävarmuutta ja tiedon epäsymmetriaa sekä muokkaavat sijoituskohteiden tuotto-potentiaalia. Megatrendeistä voidaan mainita lisäksi kaupungistuminen. Nämä megatrendit vaikuttavat sijoittajaan sijoittamisen tapojen ja -kohteiden muutoksina sekä uusina

mahdollisuuksina. Toisaalta sijoittajat tarvitsevat enemmän tietoa ja ymmärrystä uusien vaihtoehtojen tarkasteluun. (Lounasmeri 2018.)



Kuvio 1. Maailman osakemarkkinoiden kehitys kahtena viime vuosikymmenenä (Thomson Reuters Datastream & Sijoittaja.fi, artikkelissa Osakemarkkinoiden kaksi vuosikymmentä – poimi tärkeimmät opit. 2019).

Kuviossa 1 esitetään maailman osakemarkkinoiden kehitys vuosien 1999–2019 aikana eli lähes 20 viime vuoden aikana. Osakemarkkinoita kuvaa MSCI World -osakeindeksi, joka on kehittyneiden maiden osakekehitystä kuvaava indeksi, jossa suurin paino on Yhdysvalloissa (Elo & Saarhelo 2018, 157). Tummennetut kohdat taustassa tarkoittavat suurempia, yli kymmenen prosentin korjausliikkeitä eli markkinalaskuja. Kuviosta 1 ilmenee hyvin tyypillistä osakemarkkinoiden heiluntaa eli tuoton vaihtelua. Kuvio 1 kertoo myös, mikä tapahtuma markkinoilla on aiheuttanut heiluntaa. Suurin lähes yhtäjaksoinen lasku markkinoilla tällä ajanjaksolla on ollut vuoden 2000–2003 aikana, joka aiheutui niin sanotun IT-kuplan puhkeamisesta. Toinen suuri lasku markkinoilla tällä kahdella vuosikymmenellä oli vuonna 2007 subprime-kriisistä alkunsa saanut finanssikriisi, joka kärjistyivät vuoden 2008 aikana globaaliksi finanssikriisiksi. Markkinoilla on ollut pienempiä sekä lyhytkestoisempia laskuja, mutta pitkällä aikavälillä kurssit ovat nousseet ylöspäin.

Vuonna 2008 Yhdysvalloista alkanut finanssikriisi vaikutti valtavasti koko maailman talouteen. Maailman osakemarkkinoiden arvosta hävisi 60 prosenttia ja alhaisimmillaan

kurssit olivat maaliskuussa 2009 eli reilut kymmenen vuotta sitten. Sen jälkeen kurssit ovat nousseet, mutta kurssiheiluntaankin on ollut eli useita noin 20 prosentin laskuja, mutta kokonaisuudessa kurssit ovat nousseet. (Heikkilä 2019.)

Viime vuosikymmenen finanssikriisin jälkeen korot ovat olleet pitkään ennätyskallista alhaalla johtuen keskuspankkien määrällisestä elvytyksestä sekä talouden tuotantomahdollisuuksien laskun vuoksi. Alhaisen korkotason vuoksi korkosijoituskohteet eivät ole olleet niin houkuttelevia. Sijoitustuotot muutoin ovat olleet erinomaisia, mutta toisaalta sijoittajien salkut ovat muuttuneet riskipitoisimmiksi. (Rantala 2019, 5–6.)

2.2 Sijoitusstrategian hyödyntäminen

Jokaisen sijoittajan kannattaa tehdä itselleen sijoitusstrategia. Sijoitusstrategialla määritellään sijoittamisen tavoite, sijoitettavien varojen määrä, riskinsietokyky ja sijoitushorisontti eli kuinka pitkäksi aikaa varat voi sijoittaa. Sijoitusstrategialla päätetään, sijoitetaanko aktiivisesti vai passiivisesti eli kuinka usein tehdään muutoksia sijoituksiin markkinatilanteiden mukaan. Sijoitusstrategian myötä valitaan itselle sopivimmat sijoituskohteet. (Taipale 2020.) Kekki (2017) kertoo, että tärkein päätös sijoitusstrategiassa eli sijoitussuunnitelmassa on se, miten varat jaetaan eri omaisuuslajeihin.

Sijoittaminen voidaan ajatella vaiheikkaana prosessina, jonka alussa huomioidaan sijoittajan lähtötilanne, analysoidaan sijoittamisen vaihtoehdot, johon kuuluu niihin liittyvien riski- ja tuotto-odotusten tunnistaminen sekä lopuksi arvioidaan sijoitusten onnistumista (Kallunki ym. 2019, 2). Mika Hyttisen (2017, 108) mukaan taitavan sijoittamisen prosessissa löytyvät seuraavat vaiheet: analyysi, ostopäätös, kurinalainen omistaminen ja myynti. Sijoitussalkun kokoamisen periaate onkin sama, oli kyseessä sitten aloittelija tai ammattimainen sijoittaja, tosin aloittelijalla prosessi on yksinkertaisempi. Jokaisen olisi kuitenkin hyvä ymmärtää riskin ja arvostuksen perusteet, olla tietoinen siitä, miten markkinat toimivat ja milloin ne voivat romahtaa sekä miettiä, minkälainen sijoitusfilosofia tai – strategia itselle sopii. (Damodaran 2012, 4, 10–11.)

Knüpfer ja Puttonen (2018, 183) tuovat esiin, että tutkimusten mukaan esimerkiksi osakemarkkinoilla on löydettävissä yksinkertaisia sijoitusstrategioita, joiden mukaan sijoittamalla pystyisi ainakin oletettavasti saamaan hyvät tuotot pienehköillä riskeillä. Kun sijoitusammattilaisten tuloksia katsoo, voidaan todeta, että todellisuudessa tutkijoiden ha-

vaitsemia strategioita ei ole kovin helppo hyödyntää. Sijoitusammattilaisten onnistumisessa ei juurikaan ole eroa koko osakemarkkinoiden keskimääräisestä tuotosta. (Knüpfer & Puttonen 2018, 183.)

Kun sijoittaminen on yleistynyt, on myös tieto sijoittamisesta lisääntynyt. Myös erilaiset sijoitustavat ja -strategiat ovat lisääntyneet ja erilaisten strategioiden paremmuudesta on ristiriitaista tietoa. (Damodaran 2012, 1.) Koska sijoitusstrategioita on paljon erilaisia, on tärkeää löytää toimiva strategia. Strategian tarkoituksena on erottaa sijoittaja kilpailijoista ja strategiaa pitää pystyä noudattamaan, jotta sille olisi käyttöä. (Hyttinen 2017, 106–108.) Sijoituskirjallisuudessakaan ei siis olla yhtä mieltä siitä, kuinka tärkeää ja järkevää on hyödyntää erilaisia sijoitusstrategioita.

2.3 Riskin määritelmä

Varmasti jokaisen sijoittajan tavoitteena on maksimoida tuotto mahdollisimman pienellä riskillä. Sijoittamisessa riski ja tuotto kulkevat kuitenkin käsi kädessä. Tavoitellessa suurta tuottoa joutuu väistämättä ottamaan suurempaa riskiä. Kun sijoituskohteen riski on suuri, sijoittajat vaativat suurempaa korvausta eli tuottoa ottamastaan riskistä. (Knüpfer & Puttonen 2018, 136.) Riski käsitteenä merkitsee tuoton vaihtelua eli periaatteessa se ilmaisee sekä voiton että tappion mahdollisuuden. Riski voidaan määrittää epävarmuudeksi tulevista tuotoista. (Kallunki ym. 2019, 12; Damodaran 2012, 15.)

Kallunki ym. (2019, 12) korostavat, että sijoittajan riskinsietokyky on yksilöllinen ja siksi onkin tärkeää tunnistaa heti sijoitusprosessin alussa oma riskinsietokyky eli kyky suhtautua mahdollisten tappioiden syntyyn. Riskinsietokykyä voidaan kuvata myös hyödyn muutoksella suhteessa sijoitusvarallisuuden kasvuun. Sijoittajan kannattaa pyrkiä maksimoimaan sijoituksestaan saamansa hyöty eli huomioida molemmat sekä sijoittajalle riittävä tuotto että kestettävissä oleva riski. Sijoittajalle on siis eduksi löytää sellainen riskin ja tuoton yhdistelmä, joka tuo hänelle parhaan hyödyn. (Kallunki ym. 2019, 12.)

2.3.1 Volatiliteetti

Volatiliteetilla eli tuoton keskihajonnalla mitataan sijoituksen kokonaisriskiä (Knüpfer & Puttonen 2018, 136). Volatiliteetti kertoo sijoituskohteen hintamuutosten suuruuden määrätyllä ajanjaksolla ja mittaa kohteen hintavaihtelun ennalta-arvaamattomuutta, toisin sanoen riskiä. Mitä suurempi volatiliteetti on, sitä enemmän sijoituskohteen arvo vaihtelee. (Volatiliteetti - Markkinoiden pelkokerroin. 2018.)

Osakkeiden volatiliteetti on ollut pitkällä aikavälillä keskimäärin 20 prosenttia, kun taas rahamarkkinasijoitusten on ollut merkittävästi vähemmän eli 4,6 prosenttia, mikä selittää osakkeiden suuremman tuoton (Knüpfer & Puttonen 2018, 139). Sijoittajat haluavat siis korvauksen ottamastaan riskistä, ja tätä korvausta kutsutaan riskipreemioksi. Riskipremio on riskillisestä sijoituskohteesta saatavan tuoton ja riskittömän tuoton erotus (Knüpfer & Puttonen 2018, 264).

2.3.2 Systemaattinen ja epäsystemaattinen riski

Yksittäisen sijoituskohteen kokonaisriski muodostuu systemaattisesta riskistä ja epäsystemaattisesta riskistä. Systemaattinen riski on markkinariski, jota ei voi hajauttamalla poistaa. Epäsystemaattinen riski on hajautettavissa oleva riski. Se on siis sellaista yrityskohtaista riskiä, joka ei vaikuta muiden yritysten tuottoihin. (Knüpfer & Puttonen 2018, 148.) Systemaattinen riski johtuu osakemarkkinoille ominaisesta yleisestä vaihtelusta ja se vaikuttaa samoin jossain määrin jokaisen arvopaperin tuottoon. Tästä syystä tuottojen vaihtelu ei kumoudu kokonaan. (Kallunki ym. 2019, 35.)

2.3.3 Beta ja alfa

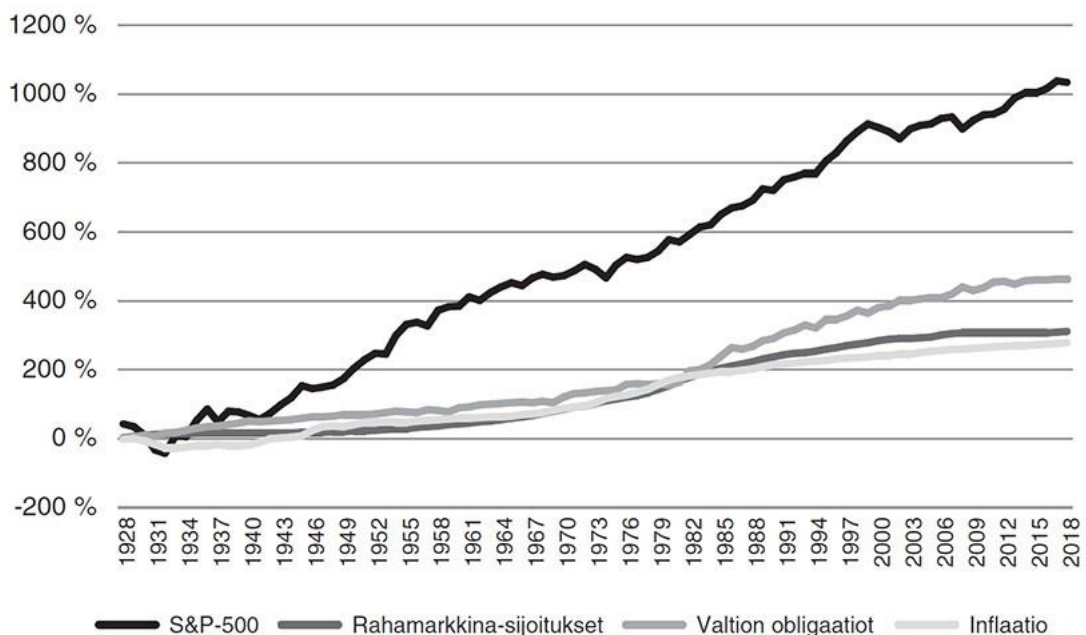
Kuten aiemmin tekstissä kerrottiin, tuoton keskihajonta kuvaa sijoituksen kokonaisriskiä. Sijoituksen systemaattista riskiä kuvaa taas beetakerroin, joka on erityisen hyödyllinen laskettaessa sijoitussalkun systemaattista riskiä. Sijoittajan kannalta sijoitussalkun olennaisen riskin mittaamiseen tarvitaan salkun yksittäisten arvopapereiden beetakertoimet, joiden perusteella lasketaan salkun painotettu keskiarvo, painokertoimina ovat yksittäisen arvopaperin osuudet salkusta. Beeta-kertoimen ollessa yksi on arvopaperi tai salkku neutraali eli sen tuotto muuttuu markkinatuoton mukaan. Jos beeta on suurempi kuin yksi, on arvopaperi tai salkku aggressiivinen eli sen tuotto vaihtelee enemmän kuin markkinoilla olevien arvopapereiden keskiarvon tuotto. Beetan ollessa vähemmän kuin yksi, on arvopaperi tai salkku defensiivinen, jolloin sen tuotto vaihtelee vastaavasti vähemmän verrattuna markkinoiden keskimääräiseen tuottoon. (Kallunki & ym. 2019, 328–329.)

Markkinariskikorjattu mittari on nimeltään Jensenin Alfa tai lyhyemmin alfa, jolla voidaan mallintaa, mikä on sijoituskohteen tai salkun keskimääräinen tuotto vähennettynä betalla. Toisin sanoen se mittaa, onnistuiko sijoituskohde tai salkku saamaan systemaattisen riskin eli betan ylittävää tuottoa. Mikäli alfa on positiivinen, on sijoitus onnistunut saamaan markkinaa parempaa tuottoa ja ylittäneen vertailuindeksinsä. (Mitä tunnusluvut

kertovat? 2018.) Tosin Kahra (2015, 38) väittää, että akateemisen tutkimuksen mukaan alfaa ei ole olemassa. Alfa olisi ikään kuin väärinymmärretty beta eli eräänlainen systemaattisesta riskistä puuttuva tekijä.

2.4 Tuoton määritelmä

Sijoituksen tuotto koostuu pääasiassa kahdesta tekijästä: sijoituksen mahdollisesta arvonnoususta sekä sijoituskohteen omistusaikana saaduista maksuista, kuten osingoista. Yksinkertaisesti kuvattuna sijoituksesta on saanut tuottoa, kun sijoituksen myyntihinta ja saadut maksut ovat suuremmat kuin ostohinta ja kulut. Eri sijoituskohteilla on hyvin erilaiset tuotot ja riskit, jotka siis korreloivat positiivisesti keskenään. (Kallunki ym. 2019, 13.)



Kuvio 2. Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilla erilaisten sijoituskohteiden kumulatiivinen tuotto vuosien 1928–2018 välillä (Kallunki ym. 2019, 14).

Kuviosta 2 nähdään selvästi, miten pitkällä aikavälillä sijoituskohteiden tuotot eroavat toisistaan. Osakesijoitussalkkua kuvaa S&P-500-indeksi eli New Yorkin pörssin 500 suurinta yhtiötä sisältävä osakeindeksi. Tämän osakesalkun tuotto on ollut selvästi suurin. Rahamarkkinasijoituksia eli lyhyen aikavälin sijoituksia kuvaa Yhdysvaltojen keskuspankin liikkeelle laskemat kolmen kuukauden sijoitustodistukset. Niiden tuotto on ollut huo-
noin, mutta ne ovat päihittäneet kuitenkin inflaation, mikä tarkoittaa sitä, että sijoituksella

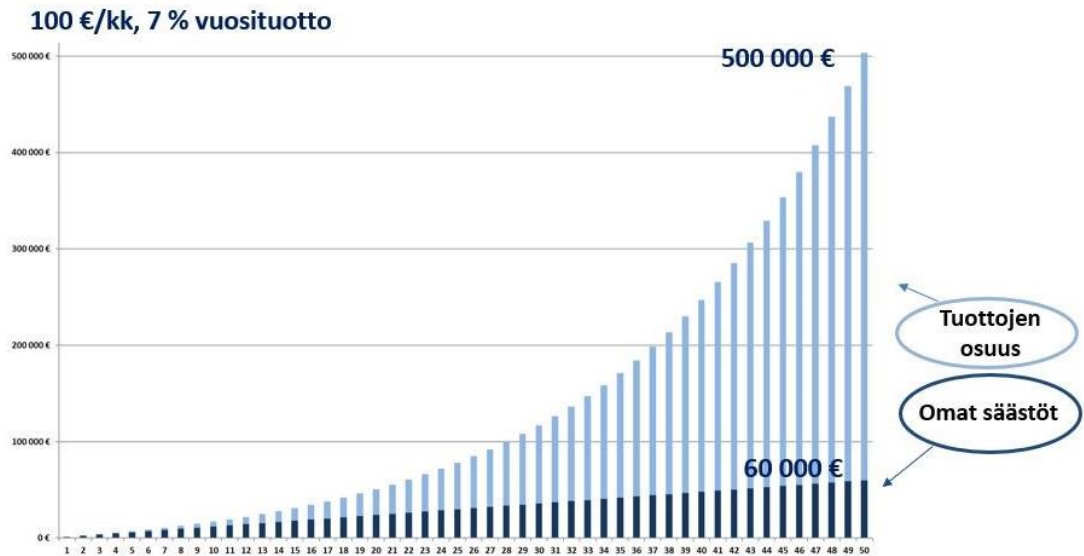
on ollut positiivinen reaalituotto. Valtion obligaatioiden maturiteetti eli lainan takaisinmaksuaika on ollut 20 vuotta. Niiden tuotto on ollut parempi kuin rahamarkkinasijoitusten, mutta selvästi vaatimattomampi kuin osakesijoitusten. (Kallunki ym. 2019, 14.)

Osakkeet ovat tuottaneet siis pitkällä aikavälillä eniten, sillä niiden riski on suurin. Reaalituotto eli inflaation huomioiva tuotto Yhdysvalloissa osakkeille on keskimäärin noin kuusi prosenttia vuodessa, kun taas lähes riskittömien rahamarkkinasijoitusten reaalituotto on ollut noin 0,8 prosenttia. (Knüpfer & Puttonen 2018, 137–139.)

Jordàn, Knollin, Kuvshinovin, Schularickin ja Taylorin (2019, 3, 13) tekemän pitkäaikais-
tutkimuksen mukaan kokonaistuottojen osalta kiinteistöt ovat tuottaneet keskimäärin lähes yhtä paljon kuin osakkeet, mutta niiden volatilitteetti on ollut huomattavasti pienempi. Tutkimuksessa on laskettu kiinteistösijoitusten tuottoon mukaan vuokratuotto, mikä luonnollisesti nostaa tuoton määrää verrattuna siihen, jos kiinteistöä käytetään perheen asuntona, jolloin tuotto muodostuu ainoastaan arvon noususta.

2.4.1 Korkoa korolle -periaate

Sijoitustoiminnassa tärkeää on sijoitusaika. Riittävän pitkä sijoitusaika pienentää riskiä, sillä pitkällä aikavälillä osakkeiden reaalituotto on ollut positiivinen. Sijoittajalla sijoitus-
horisontti voi vaihdella suuresti. Yksityissijoittajalla sijoitusaika päättyy yleensä viimeistään eläkeiässä, kun taas institutionaalisilla sijoittajilla vastuiden takaisinmaksuaika voi olla vuosikymmenien päässä. (Kahra 2009, 45–46.) Sijoitusaika vaikuttaa riskin lisäksi tuottoihin. Pitkän ajanjakson sijoitus suurenee alkuperäisen pääoman ohella korkoa korolle-periaatteen mukaisesti vielä aikaisempien vuosien koroilla. Näin kunkin vuoden korko on suurempi kuin aiempi, sillä menneen vuoden korko on lisännyt pääomaa. Korkoa korolle -periaatteen edellytyksenä on, että korot sijoitetaan edelleen pääomaan eikä makseta ulos. Vaikka osakkeille ei makseta korkoa, on tuottoperiaate sama. Ajan myötä korkoa korolle-ilmio kertaantuu eksponentiaalisesti. (Elo & Saarhelo 2018, 39.)



Kuvio 3. Korkoa korolle-ilmion tulos (Etelävuori 2019).

Kuviossa 3 on havainnollistettu korkoa korolle -ilmiön pitkän aikavälin tulosta. Kuvasta ilmenee pitkän aikavälin eli 50 vuoden ajanjakson vaikutus, kun säästöille saadaan seitsemän prosentin vuosituottoa ja säästetään kuukausittain 100 euroa. Oma pääoma on 50 vuoden kuluttua 60 000 euroa, mutta tuottoa on tullut 440 000 euroa eli säästöjen yhteismäärä on 500 000 euroa. Kuviossa 3 voidaan havaita, että aluksi tuotto on vaatimatonta ja kestääkin usean vuosikymmenen ennen kuin säästöt alkavat kasvaa eksponentiaalisesti.

2.4.2 Eri markkinoiden keskimääräiset historialliset tuotot

Yleensä kuvataan osakkeiden keskimääräinen vuosituotto olevan pitkällä aikavälillä noin 7–10 prosenttia (Kallunki ym. 2019, 77). Kehittyvät markkinat, joiksi luetaan esimerkiksi Brasilia, Kiina, Intia ja Venäjä, kasvavat nopeammin kuin kehittyneet markkinat. Nopea kasvu ja sen myötä tuotto houkuttelee sijoittajia, mutta kääntöpuolena on suurempi riski. (Elo & Saarhelo 2018, 76.) Vuodesta 1998 vuoteen 2017 MSCI Emerging Markets Index, joka mittaa kehittyviä osakemarkkinoita, on tuottanut keskimäärin 16,3 prosenttia vuodessa, kun taas S&P 500-indeksi on tuottanut samalla ajalla 12,2 prosenttia vuodessa. Toisaalta aivan viime vuosina kehittyvät markkinat ovat hävinneet tuottoissa kehittyneille markkinoille. (Kizer 2018.)

Jordàn ym. (2019, 13, 36) tekemän tutkimuksen mukaan kiinteistösijoittaminen on siis kannattavin sijoitusmuoto. Heidän laaja tutkimuksensa osoittaa, että osakesijoitukset ovat tuottaneet parhaiten, mutta sen volatiliteetti on ollut huomattavasti suurempi kuin kiinteistösijoituksilla, jonka tuotto on lähellä osakesijoitusten tuottoa. Saman tutkimuksen mukaan Suomen osakemarkkinat ovat tuottaneet parhaiten pitkällä aikavälillä tutkimuksessa mukana olleista 16 maasta.

Finanssikriisin jälkeisellä kymmenen vuoden ajanjaksolla amerikkalaiset osakkeet ovat tuottaneet parhaiten: keskimäärin 18,4 prosentin vuosituoton S&P 500-indeksillä mitattuna. Korkea korolle ilmiön vuoksi kymmenen vuoden kumulatiivinen tuotto Yhdysvaltojen osakemarkkinoilta olisi ollut 541 prosenttia. Myös suomalaiset osakkeet ovat pärjänneet hyvin tuottaen keskimäärin 17,4 prosenttia vuodessa. Yhdysvalloissa etenkin tietyt, suuret teknologia-alan yhtiöt ovat kasvaneet, kuten Microsoft, Apple, Amazon, Google ja Facebook ja nostaneet siten pörssikursseja. (Heikkilä 2019.)

Peter Nybergin ja Mika Vaihekosken (2011, 28) tutkivat Suomen Pankille tekemässä analyysissä Helsingin pörssin tuottaneen vuosien 1912 ja 2009 aikana nimellisenä 12,9 prosenttia ja reaalisena 5,1 prosenttia, kun tutkimuksessa on käytetty arvopainotettua tutkimusdataa. Käytettäessä Helsingin pörssistä tasapainotettua tilastotietoa, on nimellinen tuotto ollut 17,3 prosenttia vuodessa, joka kertoo, että pienet yhtiöt ovat olleet tuottavampia. (Nybergin & Vaihekosken 2011, 28.) Nimellisessä tuotossa ei oteta huomioon inflaatiota. Kuten voidaan huomata, eri tutkimusten mukaan vuosituottojen määrä vaihtelee. Tutkimustuloksia arvioitaessa tulee huomioida, onko kyseessä reaaliuotto, nimellinen tuotto vai kumulatiivinen tuotto. Lisäksi eri ajanjaksoilla on erilaiset keskimääräiset vuosituotot.

2.4.3 Erilaiset indeksit ja niiden muodostuminen

Erilaisilla indekseillä voidaan kuvata yleistä kurssikehitystä. Indeksiksi voidaan muodostaa erilaisista arvopapereista, joiden hinta ja suhteellinen osuus joukosta tiedetään. Yleisimmin käytetty indeksi on osakeindeksi. (Mikä on indeksi ja miten siihen voi sijoittaa? 2020.)

Arvioidaan, että maailmassa on tällä hetkellä noin 40 000 listattua pörssiyritystä ja moninkertaisesti niiden osakkeiden hinnoista muodostettuja erityyppisiä indeksejä. Indeksiin välillisesti sijoitettavia sijoitustuotteita, kuten sijoitusrahastoja ja ETF:iä (exchange

traded fund) eli pörssinoteerattuja rahastoja, on hyvin suuri määrä. Niiden kautta voi periaatteessa sijoittaa kaikenlaisiin sijoituskohteisiin sekä erilaisten sijoitusstrategioiden ja -tyylien mukaan. (Kallunki ym. 2019, 4.)

Yleensä osakeindeksit ovat markkina-arvopainotteisia eli jokaisen yrityksen markkina-arvo määrää sen painon indeksissä. Kun kerrotaan osakkeiden lukumäärä osakkeen hinnalla, saadaan laskettua yrityksen markkina-arvo. Näin ollen suurten yritysten hintojen muutokset vaikuttavat enemmän indeksiin. (Knüpfer & Puttonen 2018, 61.) Toinen tapa muodostaa indeksi on tasapainoindeksi, jossa jokaisella yrityksellä on yhtä suuri paino indeksissä. Muillakin tavoilla voi muodostaa indeksin, tunnettuja ovat esimerkiksi arvo-osake-, kasvuosake-, laatuosake-, osinko-osake-, momentti-, minimivolatiliteetti ja riskipainotettu indeksi sekä yrityksen koon mukaan muodostettu indeksi. (Mikä on indeksi ja miten siihen voi sijoittaa? 2020.)

Usein indeksin nimessä on luku, joka kertoo yhtiöiden määrän, jota indeksi seuraa. Esimerkiksi tunnetuin osakeindeksi on Yhdysvaltojen osakemarkkinoita seuraava S&P 500-indeksi, joka kuvaa 500 yhdysvaltalaisen yrityksen kehitystä. Helsingin pörssin kehitystä kuvaa OMX Helsinki-indeksi. Suurimpien pörssien muodostamat indeksit ovat erittäin suosittuja, mutta indeksien kautta voi sijoittaa hyvinkin erikoisiin kohteisiin. (Knüpfer & Puttonen 2018, 61.) Koko maailman osakemarkkinoiden kehitystä voi kuvata periaatteessa vain kahdella indeksillä: MSCI World-indeksi kuvaa noin 1700 suuren ja keski-suuren yrityksen kehittyneissä maissa ja MSCI Emerging Markets-indeksi taas noin 850 suurta ja keskisuurta yritystä kehittyvien maiden osakemarkkinoilla. MSCI All Country World-indeksi kattaa lähes koko maailman osakemarkkinat sisältäen 23 kehittyneiden maiden ja 23 kehittyvien maiden osakemarkkinaa. Euroopan osakemarkkinoita kuvaa kattavasti STOXX Europe 600-indeksi ja Nikkei 225-indeksi Japanin. (Mikä on indeksi ja miten siihen voi sijoittaa? 2020; Elo & Saarhelo 2018, 57.)

Indeksisijoittaminen on yleistynyt voimakkaasti, samoin kuin indeksiin sijoittavien tuotteiden valikoima. Myös institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkevakuutusyhtiöt, ovat siirtyneet osittain indeksisijoittamiseen. Esimerkiksi työeläkeyhtiö Varman osakerahastosalkusta 82 prosenttia oli vuonna 2016 indeksisijoituksissa. Suoria pörssinoteerattuja osakesijoituksia oli samana vuonna noin yhdeksän miljardia euroa, joiden lisäksi osakerahastoja oli 5,5 miljardia. (Hyttinen 2017, 150–151.)

Vertailuindeksillä voidaan tarkastella, miten sijoitus tuottaa yleiseen markkinakehitykseen verrattuna riski huomioiden (Silvola & Landau 2019, 11). Usein sijoitusten menestymistä arvioidaan vertaamalla sijoitussalkun tuottoa vertailuryhmän tuottoon. Voidaan siis valita samankaltainen osakeindeksi ja verrata osakesalkun tuottoa sen tuottoon tai vastaavasti korkosijoituksen tuottoa voidaan verrata valtion viitelainojen tuottoon. Vertailuindeksin valinta on keskeistä arvioinnin onnistumisessa. Vertailuindeksiksi tulee valita hyvin samansisältöinen indeksi kuin mitä salkun sijoitukset ovat, jotta vertailu antaisi mahdollisimman todellisen kuvan tilanteesta. (Kallunki ym. 2019, 32.)

2.5 Omaisuuslajihajautus

Sijoittajan riskinsietokyky sekä hajauttamisesta saatava hyöty vaikuttavat sijoittajan allokaatiopäätökseen eli sijoitettavien varojen jakamisesta eri kohteisiin (Kallunki ym. 2019, 27). Varojen allokoimista eri sijoituskohteisiin voidaan katsoa monista näkökannoista. Varat voidaan allokoida perinteisesti omaisuuslajeihin, eli karkeasti osake-, korko- ja kiinteät sijoitukset, kuten kiinteistöt. Varojen allokointi voidaan ajatella myös jakona ulkomaiisiin ja kotimaisiin sijoituksiin. Kun sijoitettavat varat on jaettu eli allokoitu eri sijoituskohteisiin, varat allokoidaan sijoituskohteen sisällä yksittäisiin sijoituksiin. (Damodaran 2012, 5.)

Sijoitettavien varojen allokoointia on tosiaan mahdollista katsoa monista näkökulmista. Yhdysvaltalainen sijoittajakirjailija Robert Arnott (1998) on jakanut varojen allokoinnin kolmeen perspektiiviin, jotka ovat sijoituspolitiikkaan perustuva allokointi, taktinen allokointi ja dynaaminen allokointi. Sijoituspolitiikkaan pohjautuva allokointi on pitkäaikainen perusta allokoinnille eli käytännössä sijoittaja luo allokaatorajat, joiden puitteissa sijoitusten painotukset vaihtelevat. Taktinen allokointi on aktiivista salkunhoitoa, jossa sijoittaja muokkaa sijoituksiaan lähitulevaisuuden näkymiensä mukaan. Dynaaminen allokointi merkitsee sijoitussalkun suojausta esimerkiksi johdannaisilla markkinalaskuja vastaan. (Kallunki ym. 2019, 27–28.)

2.5.1 Portfolioteoria

Sijoitustoiminnan onnistumisessa keskeistä on riskin pienentäminen. Jo vuonna 1952 Harry Markowitz esitteli portfolioteoriansa eli sijoituksen riskin pienentäminen hajauttamalla sijoitukset moneen eri sijoituskohteeseen (Kallunki ym. 2019, 29). Sijoittamisen riskiä voidaan siis vähentää hajauttamalla sijoituksia useisiin sijoituskohteisiin, sillä silloin

koko sijoitussalkun arvo ei ole riippuvainen yhden sijoituskohteen arvon kehityksestä (Elo & Saarhelo 2018, 32).

Portfolioteorian ajatuksena on valita sijoitussalkkuun sellaisia sijoituksia ja omaisuuslajeja, joilla on negatiivinen korrelaatio keskenään tai jotka eivät korreloi keskenään. Salkussa tulee olla riittävä lukumäärä eri arvopapereita, joiden tuotot eivät liiku samaan suuntaan. Esimerkiksi saman alan yritysten osakkeiden tuotot liikkuvat usein yhtäläisen suuntaisesti. Sijoitussalkun arvopapereiden määrän kasvaessa, salkun tuoton keskihajonta vähenee verrattuna yksittäisten sijoituskohteiden tuottojen keskimääräiseen keskihajontaan portfolioteorian mukaan. Yksittäisten arvopapereiden tuotot liikkuvat aina jonkin verran eri suuntiin, joten muutokset mitätöivät toistensa seurauksia. (Kallunki ym. 2019, 29–32.)

Hajautuksen tarkoituksena on siis pienentää riskiä eli salkun arvonvaihtelua tinkimättä tuotto-odotuksesta (Elo & Saarhelo 2018, 32). Yksittäisten sijoituskohteiden yhdessä muodostamaa kombinaatiota sanotaan portfolioksi. Koko sijoitussalkun eli portfolion tuotto voidaan laskea siten, että lasketaan yhteen yksittäisten sijoituskohteiden tuotot painottamalla niiden osuutta portfoliossa. (Knüpfer & Puttonen 2018, 141.)

2.5.2 Hajautushyöty

Hajautushyödyn määrään vaikuttaa arvopapereiden tuottojen välinen korrelaatio sekä eri arvopapereiden lukumäärä salkussa. Suositeltu osakkeiden lukumäärä optimaalisen hajautushyödyn saamiseksi vaihtelee noin 10–50 osakkeen välillä eri tutkimusten mukaan. (Knüpfer & Puttonen 2018, 147–150.) Etelävuori (2019) kertoo, että jo kymmenellä osakkeella saa lähes ihanteellisen hajautuksen salkkuun. Alexeevin ja Taponin (2013, 25) tekemän tutkimuksen mukaan ammattimaisilla sijoittajilla suositeltu lukumäärä portfoliossa on noin 40–50 eri osaketta saavuttaakseen noin 90 prosentin vähennyksen hajautettavissa olevasta riskistä.

Allokaatiopäätökset selittävät jopa 90 prosenttia salkun tuoton kokonaisvaihtelusta usean tutkimuksen perusteella. Muut tekijät, kuten yksittäisten osakkeiden valinnat ja markkinoiden ajoitus eli taktinen allokointi, selittävät vain pienen osan tuoton kokonaisvaihtelusta eli yhteensä jäljelle jäävät alle 10 prosenttia. (Kahra 2009, 132.) Omaisuuslajihajautuksella on siis suuri merkitys tuoton vaihtelulle ja sijoitussalkun onnistumiselle.

3 Omaisuuslajit ja niihin sijoittaminen

Tavallisimmat omaisuuslajit sijoittamisessa ovat korkosijoitukset, osakesijoitukset ja kiinteistö-sijoitukset. Sijoituskohteiksi luetaan myös raaka-aineet, hyödykkeet, johdannaiset, absoluuttisen tuoton sijoitukset ja erilaiset vaihtoehtoiset sijoitukset, joskaan ne eivät ole niistä tavanomaisimpia. Nämä sijoituskohteet on tavanomaisesti jaoteltu suoriin ja välillisiin sijoituksiin. Suoriin sijoituksiin luetaan muun muassa pörssiosakkeet, joukkolainat ja asuntosijoitukset, kun taas välillisistä sijoituksista erilaiset rahastot ovat perinteisin väline. Sijoituskohteet poikkeavat toisistaan ominaisuuksiltaan ja kuluiltaan, mutta etenkin riskiltään ja tuotto-odotukseltaan. (Kallunki ym. 2019, 60–61.)

3.1 Korkosijoitukset

Korkosijoituksiin, kuten joukkolainoihin sijoittamalla saadaan hajautettua sijoitussalkun riskiä, jolloin ne kaventavat sijoitussalkun kokonaisriskiä. Niihin ei yleensä sijoiteta veto-voimaisen tuoton vuoksi. (Kahra 2009, 49.) Erityisesti viime vuosikymmenenä korot ovat olleet poikkeuksellisen matalalla poikkeuksellisen kauan (Kallunki ym. 2019, 63).

Korkosijoitukset voidaan jakaa lyhyisiin, alle vuoden pituisiin rahamarkkinasijoituksiin ja pidempiin yli vuoden pääomasijoituksiin eli pitkän koron sijoituksiin. Rahamarkkinasijoitukset ovat niin sanottuja lyhyen koron sijoituksia, jotka ovat hyvin pieniriskisiä. (Knüpfer & Puttonen 2018, 55–57.) Nykyään korkosijoituksissa on paljon vaihtoehtoja, etenkin yhteisösijoittajille. Perinteisiä korkosijoituksia ovat talletukset ja joukkovelkakirjalainat eli lyhyemmin joukkolainat. Talletukset ovat kaikkein matalariskisimpiä- ja tuottoisia. Perinteisistä joukkolainoista on odotettavissa suurempi tuotto kuin talletuksista ja niiden riskitaso vaihtelee melkein riskittömistä kohtalaisen suureen riskiin. Joukkolainat ovat valtioiden, kuntien, yritysten ja muiden yhteisöjen liikkeelle laskemia lainoja, joilla ne hakevat rahoitusta yleisöltä. Joukkolainat eli bondit ovat monivuotisia, yksi vanhimmista rahoitusinstrumenteista ja niiden lainaehdot vaihtelevat. Useasti joukkolainoilla voi käydä kauppaa laina-aikana, mutta pääomaturva on vain eräpäivään pidetyillä joukkolainoilla. (Sijoittajan korko-opas 2018, 8–14.)

Tavanomaisten joukkolainojen lisäksi on olemassa riskillisempiä joukkolainoja, jotka voidaan jakaa yritysten liikkeelle laskemiin välirahoitus- eli mezzanine-rahoitusinstrumentteihin ja rahoituslaitosten sijoittajille luomiin strukturoituihin sijoitustuotteisiin. Yritysten

laskemia välirahoitusinstrumentteja ovat esimerkiksi pääoma-, optio-, hybridi- ja vaihtovelkakirjalainat, kun taas rahoituslaitosten asettamista strukturoiduista lainoista tavanomaisin on indeksilaina. (Sijoittajan korko-opas 2018, 15.) Korkokohteisiin voi sijoittaa myös epäsuorasti esimerkiksi vakuutuskuorien sisällä sekä korkojohdannaisiin, kuten optioihin, termiineihin ja futuureihin sekä lisäksi vaihto-, lattia- ja kattosopimuksiin. (Sijoittajan korko-opas 2018, 20–26.)

Korkosijoituksille on tyypillistä, että ne nähdään pieniriskisinä ja niihin kytkeytyy kiinteä tuottoelementti. Korkosijoituksen arvo markkinoilla voi vaihdella, mutta korkosijoittaja saa tavallisesti sijoituksistaan vuosittain tietyn, ennakkoon sovitun koron. Korkosijoituksen korkotuottoa sanotaan kuponkikoroksi. Yleensä sijoittajan pitäessä korkosijoituksensa eräpäivään asti, hänelle palautetaan pääoma sekä potentiaaliset hyvittämättömät kuponkikorot. Korkosijoituksen tuotto-odotus on matalampi verrattuna osakesijoitukseen, mutta sijoittaja saa yleensä varmemmin tuoton sijoitukselleen. (Elo & Saarhelo 2018, 42–43.)

Sijoituskohteina korkosijoituksia on perinteisesti pidetty matalan riskin sijoituksina. Korkosijoituksiin voi kuitenkin liittyä liikkeeseenlaskijariski eli luottoriski, joka tarkoittaa joukkolainan liikkeeseenlaskijan eli velallisen kyvyttömyyttä maksaa lainansa takaisin lainaajalle eli sijoittajalle. (Kallunki ym. 2019, 63.) Korkosijoituksia jaotellaan luottoluokituksen mukaan eli liikkeeseenlaskijan takaisinmaksukyvyn mukaisesti. Karkeasti luokiteltuna jako tehdään investment grade - ja high yield -luokkiin. Investment grade tarkoittaa korkeamman luottoluokituksen saaneita liikkeeseenlaskijoita ja joukkolainoja, kun taas high yield -lainat ovat huonomman luottoluokituksen saaneita joukkolainoja, joille liikkeeseenlaskija joutuu maksamaan suurempaa korkoa suuremman riskin vuoksi. Luokitus ilmaistaan usein kirjainyhdistelminä eli paras luokitus on AAA ja luokitusten heikointa päätä ovat C- ja D-luokkaiset lainat. Investment grade-luokkaisten lainojen luokitus on yleensä vähintään BBB- tai Baa3 luokittelijasta riippuen. (Sijoittajan korko-opas 2018, 29.) Riskillisemmistä yrityksistä sijoittajat vaativat suurempaa tuottoa eli kuponkikorkoa ja matalampaa hintaa ja näistä muodostuvaa efektiivistä tuottoa (Elo & Saarhelo 2018, 45). Efektiivinen korko koostuu maksettavasta kuponkikoron tuotosta lainan merkintähinnalle eli emissiokurssille. Joukkolainan merkintähinta voi erota nimellisarvosta eli 100 prosentista, tällöin lainasta saatava efektiivinen korko kohoaa tai laskee. (Sijoittajan korko-opas 2018, 12.)

Korkosijoituksissa on riskinä myös niin sanottu korkoriski, joka tarkoittaa sitä, että koron muutokset vaikuttavat kiinteäkorkoisiin lainoihin eli niiden arvo nousee tai laskee. Muutos on sitä suurempi, mitä pidempi juoksuaika lainassa on. Juoksuaika eli maturiteetti tarkoittaa lainan takaisinmaksuaikaa. (Kallunki ym. 2019, 63.) Vieraaseen valuuttaan tehtyihin korkosijoituksiin liittyy myös valuuttakurssiriski, joka tarkoittaa valuuttakurssin muutoksien vaikutusta sijoituksen tuottoon nousevasti tai laskevasti (Sijoittajan korko-opas. 2018, 28).

3.2 Osakesijoitukset

Osakesijoitus on omistusosuus osakeyhtiöstä (Kallunki ym. 2019, 76). Osakeomistuksen myötä sijoittaja saa oikeuden yrityksen maksamaan osinkotuloon, osallistumisoikeuden yhtiökokouksiin ja etuoikeuden mahdolliseen merkintäoikeusantiin. Pitkällä aikavälillä osakkeet ovat olleet tuottoisin sijoituskohde, mutta samalla myös niiden riski on suuri. Riskinä on osakkeen arvon vaihtelu sekä pahimmillaan osakeyhtiön mahdollisen konkurssin myötä sijoituksen pääoman menetys (Osakeopas 2017, 5.) Osakkeiden tuotto koostuu osingoista ja osakkeen mahdollisesta arvonnoususta (Kallunki ym. 2019, 78).

Osakesijoitukset voidaan jakaa pörssilistattuihin osakesijoituksiin sekä listaamattomiin sijoituksiin. Helsingin pörssissä vuonna 2019 oli 129 yritystä listattuina (Shares). Suomessa on yrityksiä kuitenkin kymmeniä tuhansia ja yrityksen osakkeilla voidaan käydä kauppaa myös pörssin ulkopuolella, mutta tällöin voi olla hankalampi löytää kaupalle osapuolia (Knüpfer & Puttonen 2018, 60). Osakemarkkinat ovat kansainvälistyneet ja digitalisoituneet, joten Suomesta käsin on helppoa ja edullistakin käydä kauppaa ulkomaiden pörsseissä. Lisäksi Helsingin pörssin yhtiö- ja toimialavalikoima on suppea, joten kansainvälisille markkinoille sijoittamisella saa arvokasta hajautushyötyä. Maailmalla on noin 150 maassa pörssi, lisäksi monissa maissa toimii useampi pörssi. Maailman suurin pörssi on New York Stock Exchange eli NYSE ja Yhdysvallat ovat maailman suurin markkina. (Elo & Saarhelo 2018, 71–73, 77.)

Listattuihin osakkeisiin voi sijoittaa siis pörssin kautta, joka on säännelty ja valvottu kaupapaikka (Salo 2016, 42). Kallunki, Martikainen ja Niemelä (2019, 85) kertovat, että listaamattomat osakkeet ovat riskillisempiä sijoituksia, sillä niitä ei koske sama sääntely eikä raportointivelvollisuus. Helsingin pörssin päälistalla yritykset on listattu kolmeen listaan kokonsa perusteella: large cap, mid cap ja small cap. Usein kannattaakin hajauttaa

osakeomistuksia myös eri kokoiisiin yrityksiin toimialan ja maantieteellisen markkinan lisäksi. Markkinat jaetaan maantieteellisesti yleensä kehittyneisiin ja kehittyviin markkinoihin, mutta lisäksi ne voidaan jakaa myös eristäytyneisiin ja reunamarkkinoihin, joihin tosin sijoittaminen ei yleensä onnistu tai se on hyvin hankalaa. (Elo & Saarhelo 2018, 75–76, 81–82.) Helsingin pörssissä toimii päälistan ohella vaihtoehtoinen markkina- paikka First North, joka on kevyemmin säädely ja tarkoitettu erityisesti uusille kasvuyhtiöille. Yksittäisten yritysten osakkeita valitessa sijoituskohteeksi, kannattaa hajautuksen lisäksi tutustua kyseiseen yritykseen ja sen tunnuslukuihin esimerkiksi tilinpäätöksen ja vuosikertomuksen avulla (Osakeopas 2017, 19, 25).

3.3 Kiinteistösijoitukset

Asunto- ja kiinteistösijoittaminen on yleistynyt viime vuosina. Kiinteistösijoituksen kokonaistuotto muodostuu kohteen mahdollisesta arvonnoususta ja vuokratuotoista. Etenkin institutionaaliset sijoittajat käyttävät kiinteistösijoituksia osana hajautettua salkkua ja markkinoilta löytyykin paljon erilaisia vaihtoehtoja sijoittaa kiinteistöihin. Kiinteistöihin voi sijoittaa suoraan ostamalla kiinteistön tai asunto-osakkeen taikka vaihtoehtoisesti ostamalla kiinteistö- ja asunto-osakeyhtiön osakkeita tai epäsuorasti erityyppisten yhtiö- ja rahastosijoitusten avulla, kuten ostamalla listaamattomien tai listattujen kiinteistösijoitusrahastojen ja -yhtiöiden osuuksia tai osakkeita. (Kallunki ym. 2019, 87–88.)

Orava ja Turunen (2016) kertovat kymmenen hyvää syytä sijoittaa asuntoihin, joista päälimmäisenä korostetaan tasaista, kasvavaa kassavirtaa, hyviä tuottoja ja pienehköjä riskejä. Yleensä asuntojen arvot kasvukeskuksissa nousevat ja asuntosijoittamisessa on helppoa käyttää velkavipua eli saada pankista sijoitusasuntolainaa asunnon hankintaan, jolla voidaan nostaa sijoituksen tuottoa. Orava ja Turunen (2016) listaavat samoin asuntosijoittamisen riskejä, joista suurimmat ovat asuntojen yleisen hintatason tai vuokratason voimakas lasku, vuokralaiseen liittyvät riskit, mahdollisen lainan korkojen huomattava nousu tai asunnon kulujen merkittävä nousu esimerkiksi remontin myötä.

Kiinteistö- ja asuntosijoittamiseen liittyy muusta sijoittamisesta poikkeavia erityispiirteitä. Jokainen kiinteistö tai asunto on ainutlaatuinen, ainoa pysyvä ominaisuus on sijainti ja nämä piirteet joko lisäävät sijoituksen tuottoa tai riskiä. Kiinteistösijoituksen nettovuokratuotto on yleensä korkeampi kuin muiden sijoitusten kassavirtatuotto. Esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöille on tärkeä merkitys säännöllisellä kassavirralla, sillä ne kattavat juoksevia kulujaan sijoitustensa tuotoista. Kiinteistöt eivät ole kovin likvidejä sijoituksia eli niitä

ei ole helppo muuttaa rahaksi. Suorat kiinteistösijoitukset ovat mahdollisia usein vain suurille toimijoille, asuntosijoittaminen onnistuu piensijoittajiltakin. Osa kiinteistösijoittamisen negatiivisista ominaisuuksista voidaan välttää sijoittamalla epäsuorasti niihin eli arvopapereiden kautta, tosin tällöin kulut nousevat huomattavasti. Kiinteistösijoitusten poikkeavuus muista sijoitusmuodoista tekee niistä kuitenkin erinomaisen sijoituskohteen hajautusmielessä. (Kallunki ym. 2019, 88–91.)

3.4 Muut sijoitukset

Osake-, korko- ja kiinteistösijoitukset ovat perinteisimmät omaisuuslajit, joihin voi sijoittaa suoraan tai välillisesti. Muita omaisuuslajeja, joihin voi sijoittaa, ovat esimerkiksi raaka-aineet, metallit ja muut hyödykkeet, valuutat sekä uusimpina kryptovaluutat. (Sijoituslajit - Aloittelijan opas 2018.) Institutionaalisen sijoittajan eli esimerkiksi työeläkeyhtiön salkku koostuu perinteisesti korko- ja osakesijoituksista, jota nykyisin täydennetään vaihtoehtoisilla sijoituksilla (Kahra 2009, 147). Usein vaihtoehtoisia sijoituksia käytetään täydentämään salkkua: niillä voidaan hakea lisätuottoja sekä hajautushyötyä eli pienentää sijoittamisen riskejä. Vaihtoehtoiset sijoitukset voivat hyvin pohjautua tavanomaisiin omaisuusluokkiin: osakkeisiin ja korkosijoituksiin. (Fabozzi & Markowitz 2011, 18–19.)

Eri omaisuuslajeihin voi sijoittaa myös erilaisten johdannaisten kautta, joita ovat optiot, termiinit, futuurit ja swapit. Johdannaiset ovat muista sijoituskohteista johdettuja sijoitusinstrumentteja, joiden arvo muodostuu toisen sijoitusinstrumentin hinnan perusteella. Johdannaisia käytetään sekä tuoton lisäämiseen että sijoituksen suojaamiseen. (Kallunki ym. 2019, 101–103.)

3.4.1 Rahastosijoitukset

Eri omaisuuslajeihin voi siis sijoittaa suoraan tai välillisesti jonkin sijoitusinstrumentin kautta. Etenkin hyödykkeisiin voi olla helpompi sijoittaa välillisesti. Perinteisimmät omaisuuslajit eli korot ja osakkeet ovat kuitenkin yleisimmät rahastosijoitusten sijoituskohteet. Sijoitusrahastojen kautta sijoitettaessa saa helposti laajan hajautuksen pienelläkin sijoitettavalla summalla. Sijoitusrahastoja on paljon erilaisia ja yleensä ne on jaoteltu omaisuuslajin sekä aktiivisuuden mukaan. Aktiivisesti hoidetussa rahastossa varat sijoittavat eteenpäin sijoitusrahaston politiikan mukaisesti rahastonhoitaja. Passiivisen rahaston varat sijoitetaan jonkin valitun indeksin mukaisesti, jolloin rahaston kulut ovat pienemmät. Pörssinoteeratut rahastot eli ETF:t sijoittavat myös jonkin indeksin mukaisesti,

mutta sijoitusrahaston osuuksia ostetaan ja myydään pörssistä. (Elo & Saarhelo 2018, 53–60.) ETF:t kuuluvat niin sanottuihin ETP-tuotteisiin (exchange traded products), joiden arvonkehitys riippuu kohde-etuuden, esimerkiksi osakkeen, valuutan tai raaka-aineen, arvonkehityksestä. ETP-tuotteisiin kuuluu lisäksi vaihtoehtoiset rahastot, warrantit ja sertifikaatit. (Elo & Saarhelo 2018, 65–66.)

Korkorahastot ovat sijoitusrahastoja, jotka sijoittavat ainoastaan korkokohteisiin. Niiden etuna on, että niiden kautta sijoittaja saa jo pienellä summalla laajan hajautuksen erilaisiin korkosijoituksiin. Korkorahaston sisällä on siis erilaisia korkokohteita, jotka ovat ajallisesti ja maantieteellisesti hajautettu. Korkorahastot jaotellaan pitkän koron, keskipitkän koron ja lyhyen koron rahastoihin. (Sijoittajan korko-opas 2018, 20–26.)

Osakkeisiin voi myös sijoittaa rahastojen tai ETF:n kautta. Sijoitusrahastot ja ETF:t ovat jo valmiiksi erittäin laajasti hajautettuja ja sijoittajalle onkin usein helpointa sijoittaa etenkin ulkomaisiin osakkeisiin rahastojen kautta, sillä ulkomaan markkinoihin ja etenkin yksittäisiin yhtiöihin voi olla aikaa vievää tutustua. Rahastoja on tarjolla myös korko- ja osakerahastojen yhdistelminä, niin sanottuina yhdistelmärahastoina. (Elo & Saarhelo 2018, 143.) Sijoittajan ostaessa jonkin tietyn markkinan indeksirahastoa, saa hän kyseisen markkinan keskimääräisen tuoton (Elo & Saarhelo 2018, 143).

3.4.2 Hedge-rahastosijoitukset

Hedge-rahastot eli absoluuttisen tuoton rahastoilla tavoitellaan positiivista pääoman tuottoa kaikissa markkinaolosuhteissa. Hedge-rahastot sijoittavat usein perinteisiin omaisuusluokkiin, mutta epätavallisella strategialla. Hedge-rahastosijoitukset ovat yleensä hyvin aktiivisesti hoidettuja rahastoja, joissa salkunhoitajan kyvyt vaikuttavat suuresti rahaston menestykseen. (Kallunki ym. 2019, 124.)

Hedge-rahastot voivat sijoittaa oikeastaan mihin tahansa. Ne käyttävät usein johdannaisia sekä niin sanottua lyhyeksi myyntiä eli shorttausta, jolloin myydään osakkeita kalliimmalla, joita ei vielä omisteta, kuin ostetaan takaisin (Lyhyeksi myynti). Hedge-rahastot käyttävät monenlaisia strategioita pyrkiessään päätavoitteisiinsa eli salkun volatiliiteetin laskemiseen, pääoman säilymiseen ja positiivisen tuoton saamiseen (Hedgerahastot - Mystisen alphan metsästäjät. 2015). Kuten aiemmin työssä kerrottiin, on markkinatuoton ylittävä tuotto alfaa eli tätä hedge-rahasto nimenomaan tavoittelee.

Hedge-rahastot sopivat hyvin sijoitussalkun riskien hajauttamiseen, ne rikastavat traditionaalisia omaisuuslajeja, kuten osake- ja korkosijoituksia. Eri rahastostrategioilla voidaan pienentää juuri osake- tai korkosijoitusten riskejä. (Kahra 2009, 141.)

Hedge-rahastoilla on siis erilaisia strategioita. Ne voivat esimerkiksi pyrkiä tuottoon, joka liikkuu erisuuntaisesti markkinan kanssa tai tuoton tasaisuuteen korkean tuoton sijaan. Hedge-rahastot voivat onnistua erinomaisesti valitussa strategiassaan ja tuottaa todella paljon tai sitten rahasto voi hävitä suurimman osan pääomastaan. Työeläkeyhtiöt sijoittavat hedge-rahastoihin saadakseen lisätuottoja sekä vähentääkseen salkun volatiliiteettia ja niiden osuus onkin kasvanut salkuissa. (Hedgerahastot - Mystisen alphan metsästäjät. 2015.)

4 Suomalainen työeläkejärjestelmä

Suomessa työeläke on työntekijöille ja yrittäjille pakollinen vakuutus, jonka rahoittavat yhdessä työntekijä ja työnantaja. Työeläkemaksut tilittää työnantaja tai yrittäjä itse. Työeläke ansaitaan suhteessa saatuun palkkaan riippumatta työnantajasta tai tehdystä työstä. Suomessa työeläke on eläkeaikana ensisijainen toimeentulon tuoja, vähemmällä sijalla ovatkin vapaaehtoiset eläkejärjestelyt. Yksityisten alojen työeläkkeitä hoidetaan jaetusti eri työeläkeyhtiöissä- kassoissa ja säätiöissä, jotka kilpailevat keskenään. (Suomen eläkejärjestelmä. 2020; Suomen työeläkejärjestelmä on ainutlaatuinen EU:ssa.)

Suurimmalla osalla, noin 75 prosentilla, samana vuonna kerätyistä eläkemaksuista maksetaan eläkkeinä nykyisille eläkeläisille. Toisin sanoen aina nuorempi työssäkäyvä sukupolvi rahoittaa nykyisten eläkeläisten eläkkeet. Kerätyistä eläkemaksuista noin neljäsosa rahastoidaan tuleviin eläkkeisiin ja näiden rahastoitujen varojen sijoitustuotoilla voidaan varautua eläkkeiden riittävyteen. (Aaltonen 2019, 120; Rahoitusperiaatteet.)

Aaltonen (2019, 120–121) painottaa, että eläkejärjestelmän jatkuvuuden kannalta on tärkeää, että demografinen kehitys on tasapainoista, talous kasvaa, työllisyysaste on korkea ja sijoitustoiminnalla saavutetaan kohtuulliset tuotot. Ihmiset elävät kauemmin, joten eläkkeellä ollaan pidempään. Suomen huoltosuhde on heikentynyt ja eläkejärjestelmää onkin uudistettu eläkeikää ja eläkemaksuja nostamalla. Finanssikriisin jälkeen Suomen talous on kasvanut hitaasti ja ongelmana on, ettei julkisen talouden menoihin riitä tuloja. Finanssikriisin jälkeen myös korot ovat olleet historiallisen matalalla, joka on myös vaikuttanut sijoitustuottoihin. (Aaltonen 2019, 120–121.)

Eläkemaksujen osittaisella rahastoinnilla voidaan pienentää painetta eläkkeiden riittävyteen ja eläkejärjestelmän muutoksiin. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumisella on suuri vaikutus koko eläkejärjestelmän kestävyydelle. Rahastoitujen eläkemaksujen sijoitustoiminnan pitkän aikavälin reaaliakeskituotoissa yksi lisäprosentti laskee maksujen korotuspainetta suunnilleen kahdella prosenttiyksiköllä. (Sijoitustoiminta.)

Työeläkevarojen sijoittamista säädellään monilla laeilla ja säädöksillä, mutta niiden keskeinen sanoma on, että varat on sijoitettava turvallisesti ja tuottavasti. Kukin eläkelaitos päättää muuten itsenäisesti sijoitustoiminnastaan. Yksityisiä työeläkeyhtiöitä koskee lisäksi vakavaraisuussäädännönalaisuus, jonka takia yksityisalojen ja julkialojen eläkesijoittamista ei voi tasapuolisesti verrata keskenään. (Sijoitustoiminta.) Suomessa toimii neljä työeläkeyhtiötä: Elo, Ilmarinen, Varma ja Veritas (Erilaiset työeläkevakuuttajat).

Vuonna 2019 yksityisalojen työeläkelaitosten eläkevarallisuuden määrä oli 134,8 miljardia euroa, josta suurin osa eli 94,5 prosenttia oli työeläkeyhtiöiden sijoituksissa. Työeläkeyhtiöiden sijoitusvarallisuuden määrä vaihtelee yhtiöittäin, ja vuonna 2019 suurimman arvo oli 50,5 miljardia euroa ja pienimmän 3,7 miljardia euroa. (Eläkevarat yksityisalojen eläkelaitoksissa.)

4.1 Työeläkevakuutusyhtiöt

Työeläkevakuutusyhtiöt huolehtivat pääosin yksityisten toimialojen työntekijöiden sekä yrittäjien lakimääräisestä työeläketurvasta. Työeläkeyhtiöissä on suuri osa kaikista työeläkevakuutetuista, yhteensä noin 1,9 miljoonaa. Työeläkeyhtiöitä on neljä: Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen, Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas ja Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo. (Työeläkevakuutusyhtiöt.)

Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varman vastuulla on reilun 550 000 ihmisen tulevat eläkkeet ja kaikkiaan Varma vastaa noin 900 000 ihmisen eläketurvasta. Varma on toiseksi suurin työeläkevakuutusyhtiö. Varma maksoi vuonna 2019 eläkkeitä noin 4,5 miljardia euroa. (Varman vuosi- ja yritysraportti 2019, 3.)

Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen on Suomen suurin ja vanhin yksityinen työeläkevakuutusyhtiö (Tietoa Ilmarisesta; Ilmarisen historia - 50 vuotta on hyvä alkua). Ilmarinen vastaa noin 700 000 ihmisen tulevasta eläketurvasta, kokonaisuudessaan se on vastuussa lähes 1,2 miljoonan ihmisen eläkkeistä. Ilmarinen on myös kahden yhtiön

yhteen liittämä: se yhdistyi vuonna 2018 Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Eteran kanssa. (Taloudellisia tietoja.)

Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas on pienin työeläkevakuutusyhtiöistä. Se hoitaa yhteensä noin 110 000 ihmisen työeläketurvaa, joista noin 60 000 on eläkevakuutettuja. Veritas maksoi eläkkeitä vuonna 2019 yli puoli miljardia euroa. (Veritaksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 6; Tietoa meistä. 2020.) Veritas yhdistyi vuonna 2019 Ahvenanmaalla toimineen Pensions-Alandian kanssa ja yhdistyminen paransi Veritaksen taloudellisia lukuja. Veritas oli vuonna 2019 eläkealan toiseksi vakavaraisin yhtiö. (Veritaksen vuosikertomus 2019.)

Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo syntyi, kun Eläke-Fennia ja LähiTapiola Eläkeyhtiö fuusioituivat vuonna 2014. Elolla on noin 520 000 suomalaisen työeläketurva vastuullaan, jonka lisäksi eläkkeensaaja-asiakkaita on 240 000. (Tietoa Elostä.) Elo maksoi vuonna 2019 eläkkeitä ja muita korvauksia lähes neljä miljardia euroa (Elon vuosi 2019).

4.2 Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan vaikuttavia tekijöitä

Kahran (2009, 143) mukaan työeläkeyhtiöiden sijoittamista rajoittavat useat tekijät ja sijoitustoiminta voikin olla kompromissi tai tasapainoilua sallitun riskin ja tuoton osalta. Nämä sijoitustoiminnan rajoitteet vaikuttavat siihen, mikä on paras tapa hoitaa sijoituksia.

4.2.1 Sijoituspolitiikka raamittaa sijoitustoimintaa

Sijoituspolitiikka raamittaa työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa ja sijoitussuunnitelmaan kirjataan tehtävät toimenpiteet. Työeläkevakuutusyhtiöillä tulee olla jo lain puolesta sijoitussuunnitelma, joka päivitetään vuosittain. Sijoitussuunnitelman sekä työeläkeyhtiön oman sijoituspolitiikan mukaisesti sijoitetaan työeläkeyhtiöiden varat. Työeläkeyhtiöillä on oma sijoitusorganisaatio, joka tekee suurimman osan yksittäisistä sijoituspäätöksistä. Työeläkeyhtiön sijoitustoiminta muistuttaa sijoitusrahaston toimintaa, mutta eroaa sääntelyltään. (Työeläkeyhtiöiden hallinto. 2014.) Jokainen työeläkevakuuttaja päättää itse omasta sijoitus- ja omistajapolitiikasta. Kaikki työeläkevakuuttajat päättävät myös itse, miten vastuullisuus huomioidaan sijoitustoiminnassa. (Lainsäädäntö ja suositukset ohjaavat työeläkesijoittamista.)

Lain mukaan työeläkevakuutusyhtiöllä tulee olla sijoitustoimintaa varten oma henkilöstö, tosin tiettyjä palveluita voidaan hankkia ulkopuolisilta, kunhan sillä ei vaaranneta sijoitustoiminnan riippumattomuutta. Työeläkeyhtiö laatii siis sijoitussuunnitelman, jonka mukaan varat sijoitetaan. Sijoitussuunnitelman pitäminen ajan tasaisena on työeläkeyhtiön hallituksen vastuulla. Sijoitussuunnitelmassa määritellään ainakin varojen sijoittamisesta, sijoittamisen riskit, sijoitusvaltuuksien asianmukaisuus, lyhyen ja pitkän aikavälin vaatimukset toimintaympäristölle sekä työeläkeyhtiön toiminnalle, sijoittamisen yleiset periaatteet, ohjausjärjestelmästä, raportointijärjestelmien kuvauksesta, sijoitussuunnitelman päivittämisestä sekä muut olennaiset linjaukset. Varojen sijoittamisesta määritellään vuosittain perusallokaatio eli varojen hajauttamisesta eri omaisuuslajeihin ja samalla maantieteellisiin alueisiin, tuotto- ja riskienhallinnalliset tavoitteet sekä varavaraisuusluokittelun perusteet. (Työeläkevakuutusyhtiöiden hallinto. 2017, 26–30.)

Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa määritetään tavoitteet ja sijoituspolitiikka. Tämän jälkeen päätetään strategisesta allokaatiosta ja rakennetaan salkku sen mukaisesti. Yksittäiset sijoitusinstrumentit valitsee sisäinen sijoitustiimi tai jossain tapauksissa ulkoinen varainhoitaja. (Bergring 2020, 142.) Suomessa työeläkeyhtiöiden omat sijoitusammattilaistiimit hoitavat suunnilleen 65 prosenttia sijoituksista (Ambachtsheer 2013, 31). Nykyinen Aktia pankin varainhoidon johtaja Nina Bergringin (2020, 147) on toiminut Veritaksen sijoitusjohtajana ja kuvaa sijoitusstrategisessä päätöksenteossa olevan ikään kuin kaksi kerrosta; ensin muodostetaan hajautettu sijoitussalkku yksittäisistä sijoituskohteista, jonka jälkeen tarkastellaan sijoituksia vielä vakavaraisuussäännösten näkökulmasta.

Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminta on muuttunut viime vuosikymmeninä. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminta perustuu nykyään portfolioteoriaan ja siitä saatavaan hajautushyötyyn. Sijoitukset kohdennetaan enemmän kansainvälisille markkinoille sekä erityyppisiin sijoituskohteisiin. (Sorsa 2011, 99–100.) Sijoituspolitiikan määrittely alkaa omaisuuslajihajautuspäätöksellä eli toisin sanoen omaisuusallokaation rajauksella. Useat institutionaaliset sijoittajat tekevät omaisuuslajihajautuspäätöksen eri omaisuusluokkien riskituotto-ominaisuuksien sekä odotettujen tuottojen perusteella. Sijoituspolitiikkaa määriteltäessä tulee ottaa huomioon mahdolliset asiakasrajotteet, sääntelyrajoitukset, verot ja kirjanpitokysymykset. (Fabozzi & Markowitz 2011, 4–5.) Tyypillisesti suuret institutionaaliset sijoittajat asettavat varojen allokaatiopolitiikan huomattavan analyysin jälkeen, muuttamalla sitä ainoastaan jaksoittain. Tätä voidaan pitää peruspolitiikkana. (Sharpe 2009, 3, 26.)

Institutionaalisilla sijoittajilla, kuten työeläkeyhtiöillä, sijoitussalkku on tyypillisesti perinteinen, strateginen sijoitussalkku, joka koostuu 60 prosenttisesti osakkeista ja 40 prosenttisesti korkosijoituksista. Kuten aiemmin tässä työssä kerrottiin, sijoitussalkun omaisuuslajiallokaatiopäätökset selittävät 90 prosenttia tuoton vaihtelusta. Rahoituksen tutkija Hannu Kahra (2015, 6) mukaan salkunhoitajan tekemät aktiiviset päätökset kertovat ainoastaan alle 10 prosenttia tuoton vaihtelusta. Tällöin strateginen salkku kannattaisi koostaa indeksituotteista, jossa salkunhoitajan tehtävänä olisi lähinnä muokata salkkua ajoittain siten, että tavoiteallokaatio säilyy. Rahoituksen professori Jeremy Siegel uskoo, että nykyisessä markkinatilanteessa, jossa korot ovat olleet kauan poikkeuksellisen alhaalla, ei perinteinen 60/40 salkku ole enää optimaalinen. Hän kehottaa sijoittajia ottamaan salkkuunsa vaihtoehtoisia sijoituksia sekä siirtymään salkun omaisuusallokaation osalta 75 prosenttia osakesijoituksia ja 25 prosenttia korkosijoituksia jakaumaan. (Gurdus 2020.) Suomen eläkejärjestelmän sijoittajilla ominainen salkun allokaatio on 40/40/20 eli salkku, jossa on 40 prosenttia osakesijoituksia sekä korkosijoituksia ja loput 20 prosenttia muita sijoituksia. Tosin tällä salkulla Kahra epäilee, että tavoiteltuun viiden prosentin reaalityottoon on vaikea päästä. (Kahra 2015, 9.)

4.2.2 Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa säädetään laeilla

Työeläkevakuuttamista säätelevät lait, asetukset, ohjeet, perusteet ja vakuutusehdot. Sosiaali- ja terveysministeriö vastaa lainsäädännön esitöistä ja lakien soveltamisesta Eläketurvakeskus antaa suosituksia. (Laskuperusteet ja vakuutusehdot.) Yksityistä työeläkevakuuttamista koskevat muun muassa seuraavat lait: laki työeläkevakuutusyhtiöstä, vakuutusyhtiölaki, laki Eläketurvakeskuksesta, laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä laki Finanssivalvonnasta (Työeläkevakuuttamisen sääntely).

Työeläkeyhtiöt ovat yhtiömuotona tarkasti säädeltyjä ja niihin sovelletaan lakia työeläkevakuutusyhtiöistä sekä vakuutusyhtiölakia (Työeläkevakuutusyhtiöt). Yhtiömuotoina työeläkeyhtiöillä voi olla vakuutusosakeyhtiö tai keskinäinen vakuutusyhtiö, joista jälkimmäisen omistajina ovat vakuutuksenottajat eli työnantajat ja työntekijät. Työeläkevakuutusyhtiöllä tulee olla peruspääomana vähintään viisi miljoonaa euroa sekä valtioneuvoston myöntämä toimilupa. Lisäksi niiden tulee pitää työeläkevakuuttaminen erotettuna muusta liiketoiminnasta. (Erilaiset työeläkevakuuttajat.)

Työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan vaikuttavaa lainsäädäntöä on monissa eri laeissa. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa ohjaa lainsäädännön lisäksi alan yhteiset sekä jokaisen toimijan itsenäiset suuntaviivat ja periaatteet. (Lainsäädäntö ja suositukset ohjaavat työeläkesijoittamista.)

Työeläkevakuutusyhtiön tulee sijoittaa ennen kaikkea kerätyt varat turvallisesti ja tuottavasti sekä huomioida varojen likviditeetti eli rahaksi muunnettavuus (Työeläkevakuuttamisen sääntely). Vuoden 2008 jälkeen finanssitoimijoiden, kuten työeläkelaitosten, sääntely on tiukentunut huomattavasti etenkin EU-tasolla (Lainsäädäntö ja suositukset ohjaavat työeläkesijoittamista). Yksityisaloilla ja julkisilla aloilla on erilliset työeläkelaitokset, joita koskevat erilaiset lait ja säädökset. Yksityisaloilla osa kerätyistä eläkemaksuista on rahastoitu järjestelmän perustamisesta lähtien, mutta julkisilla aloilla rahastointi on aloitettu noin 30 vuotta sitten. Rahastoinnin periaatteet myös eroavat toisistaan kuten myös sijoitussäännökset. (Sijoitustoiminta.)

4.2.3 Vakavaraisuusvaatimus rajoittaa sijoitustoimintaa

Työeläkevakuutusyhtiöt huolehtivat itsenäisesti sijoitustoiminnastaan. Niiden sijoitustoimintaa säätelee kuitenkin yksityisaloilla vastuovelka- ja vakavaraisuussäännökset. Vastuovelka on työeläkeyhtiön vastuulla olevien tulevaisuuden arvioidut eläkkeet, jotka on rahastoitu. Tämän vastuuvelan kattamiseksi tulee olla riittävästi eläkevaroja. Varat, jotka ylittävät vastuuvelan, ovat vakavaraisuuspääomaa. (Poutiainen & Tenhunen 2020, 23.)

Työeläkevakuutusyhtiöiden eläkevarojen sijoittamiseen liittyy riskejä, kuten mihin tahansa sijoitustoimintaan. Riskeihin on varauduttu säätämällä vakavaraisuusvaatimus, jonka mukaan muun muassa työeläkeyhtiöillä tulee olla vakavaraisuuspääoma, joka merkitsee varojen ja velkojen jäännöstä. Periaatteessa vakavaraisuuspääoman avulla voidaan tehdä sijoituksia myös suurempi riskisiin sijoituskohteisiin. Työeläkevakuutusyhtiön vakavaraisuuspääoman määrittelee laki ja se on mitoitettu siten, että vakavaraisuuspääomaa tulisi olla hyvin todennäköisesti jäljellä vuoden päästä riskit huomioon ottaen. Vakavaraisuuspääomalle on määritelty laissa myös yksi kolmasosan vähimmäispääomavaatimus ääritilanteita varten. Työeläkeyhtiöiden on lisäksi laadittava riski- ja vakavaraisuusarvio toimintansa vuoksi sekä sijoitussuunnitelma. Finanssivalvonnalla on määritelmät sijoitussuunnitelman sisällöstä. (Työeläkevakuuttamisen sääntely.)

Vakavaraisuusvaatimuksen taustalla on lisäksi toinen tarve kuin riskipitoisimpiin sijoituskohteisiin sijoittamisen mahdollistaminen. Työeläkelaitosten tulee maksaa vastuullaan olevat eläkkeet kaikissa tilanteissa. Työeläkeyhtiötä sitoo yhteisvastuu. Vaikka työeläkelaitos menisi konkurssiin, vastaavat kaikki työeläkelaitokset yhdessä karttuneista eläkkeistä. Eläke-etuudet eivät ole riippuvaisia eläkelaitoksesta, vaikka ne kilpailevatkin keskenään. Huolimatta siitä, että eläkkeen kartuttajalla voi olla useita työnantajia, jotka maksavat eläkemaksut eri työeläkelaitoksiin, on eläkkeen maksaja kuitenkin viimeisin työeläkeyhtiö. Vakavaraisuussäännös huolehtii siitä, ettei kilpailu lisää turhaa riskinottoa, sillä suurimmat riskit toteutuessaan jakautuvat kaikkien velvollisuudeksi. (Eläkevarat yksityisalojen eläkelaitoksissa.)

Työeläkevakuutusyhtiöillä on periaatteessa määritelty tuottovaatimus. Käytännössä tämä summa on kolmen prosentin nimellinen rahastokorko, joka on suhteellisen matala. Rahastokoron on määritellyt laskuperusteissa sosiaali- ja terveysministeriö. Työeläkeyhtiön on siis saavutettava sijoituksilleen edes rahastokoron arvoinen tuotto, koska vastuvelkaa hyvitetään joka vuosi ainakin rahastokoron verran. (Goebel 2020, 88.)

Työeläkelaitoksen tulee huomioida vakavaraisuusrajan laskentaa varten jokaiseen sijoitukseen kuuluvat riskit, joita voi kohdistua samaan sijoitukseen useita. Vakavaraisuussäännöksissä on määritelty riskiluokat, joita ovat: osake-, korko-, luottomarginaali-, kiinteistö-, valuutta-, hyödyke-, tuottovaatimus-, vakuutus- ja jäännösriski sekä muut mahdolliset riskit. Riskiarvojen summasta muodostuu vakavaraisuusraja, jonka tulee kattaa tulevan vuoden aikana mahdollisesti toteutuvat riskit 97 prosentin todennäköisyydellä. Vakavaraisuuden ja vastuvelan täyttymistä valvoo Finanssivalvonta. (Eläkelaitosten vakavaraisuus.)

Yksityisalojen eläketoimijoiden sijoitustoiminta ja sen sääntely ovat muuttuneet finanssiympäristön muutosten myötä. Vuonna 1997 vakavaraisuussäntelyyn tehtyjen uudistusten myötä työeläkelaitokset pystyivät sijoittamaan entistä monipuolisemmin ja ottamaan enemmän riskiä. Tätä ennen sijoitukset kohdistuivat pääasiassa kotimaisiin, matalariskisiin lainoihin. (Koivurinne & Vaittinen 2020, 54.)

4.2.4 Vastuullisuus ja omistajaohjaus

Vastuullisuus on yleismaailmallinen trendi ja vastuullinen sijoittaminen on noussut niin yksityissijoittajien kuin institutionaalisten sijoittajien suosioon. Monet suursijoittajat ovatkin sitoutuneet vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin. Vastuullisella sijoittamisella on mahdollisuus muun muassa saavuttaa ylituottoa eli markkinoita parempaa tuottoa ja vaikuttaa sijoituskohteena olevien yritysten toimintaan. (Silvola & Landau 2019, 11.)

Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa, että perinteisten taloudellisten tunnuslukujen lisäksi otetaan huomioon ESG-näkökulmat (environmental, social, governance) eli ympäristö, yhteiskunta- ja sosiaaliset näkökannat. Vastuullisuuden huomioiminen antaa yrityksestä sijoitusanalyysiin laajempaa ja syvempää tietoa. Näin voidaan myös havaita riskejä, joita ei perinteisestä tilinpäätösanalyysistä välttämättä tule ilmi. (Silvola & Landau 2019, 18.) Vastuullisella sijoittamisella voidaan siis saavuttaa parempaa tuottoa ja rajata riskejä.

Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa eläkkeiden turvaajana voidaan pitää yhteiskunnallisesti vastuullisena tehtävänä, joten vastuullinen sijoittaminen sopii hyvin työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaan. Jokainen työeläkeyhtiö on allekirjoittanut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet ja huomioi vastuullisuuden tarkasti sijoituspolitiikassaan. (Vastuullinen sijoittaminen sopii työeläkevakuuttajille.)

Kielitoimiston sanakirja (2020) määrittelee omistajaohjauksen erilaisiksi toimiksi, joita yhtiön omistajat käyttävät yrityksen johdon toimia valvoessaan. Työeläkeyhtiöt ovat sijoitustoimintansa kautta omistajina monissa yrityksissä ja nämä omistusosuudet voivat olla suuriakin. Etenkin viimeisen 20 vuoden ajanjaksolla on suomalaisten yritysten omistajaohjaus ja määräysvalta ollut merkittävässä murroksessa. Suuret sijoittajaomistajat, kuten työeläkeyhtiöt, käyttävät määräysvaltaa omistuksensa kautta yrityksissä. Käytännössä vaikutetaan hallitusnimitysten kohdalla. (Jakobsson & Korkeamäki 2014, 10–11.)

Työeläkevakuutusyhtiölaissa on säädetty, että työeläkevakuutusyhtiön tulee olla määritellyt omistajaohjausperiaatteet ja ne on julkistettava. Näissä omistajaohjausperiaatteissa kerrotaan, miten työeläkevakuutusyhtiö käyttää omistuksensa perusteella saamaansa äänivaltaa muissa yrityksissä. Omistajaohjausperiaatteissa tulee ottaa kantaa työeläkevakuutusyhtiön toimitusjohtajan sekä muun henkilöstön mahdollisiin muiden toimijoiden hallintoelinten jäsenyyksiin ja näiden vaikutuksia työeläkeyhtiön asemaan. Mi-

käli kohdeyhteisön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueen pörsissä, omistajaohjausperiaatteissa kuvataan lisäksi yleisellä tasolla omistajaohjauksen linkittymisestä sijoitusstrategiaan, miten omistuksen kohteena olevia yhteisöjen toimintaa valvotaan sijoitusstrategian osalta tärkeissä asioissa, miten äänioikeutta käytetään sekä miten vuoropuhelua käydään omistuksen kohteena olevien yhteisöjen sekä näiden sidosryhmien parissa. (Laki työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta. 2019.)

Dosentti Ulf Jakobsson ja professori Timo Korkeamäki (2014, 21) painottavat Valtioneuvoston kanslialle omistajaohjauksesta ja määräysvallasta tekemässään raportissa, ettei eläkeyhtiöillä tulisi olla liian osallistuvaa roolia yritysten omistajana, sillä niiden päätavoitteina ovat sijoitusten tuotot sekä riittävä hajautus.

5 Tulokset työeläkeyhtiöiden sijoitusten onnistumisesta verrattuna markkinaan

Seuraavaksi selvitän, miten tutkimus toteutettiin ja mitä vertailuindeksejä käytän, ja miksi valitsin kyseiset indeksit tutkiessani työeläkeyhtiöiden sijoitustuottoja markkinatuottoihin. Tämän jälkeen tulevat tutkimustulokset työeläkeyhtiöiden sijoitustuotot omaisuuslajeittain verrattuna markkinatuottoon vuosina 2007–2019 välillä, joka on tutkimukseen valittu tarkasteluväli. Tarkastelun kohteena olevat omaisuuslajit olivat korko-, osake-, kiinteistö- ja hedge-rahastosijoitukset. Tuloksia kuvaan taulukoilla, kuvioilla sekä sanallisella selvityksellä.

5.1 Tutkimuksen toteutus

Opinnäytetyön tutkimuskysymys, mihin haettiin vastausta, oli miten työeläkeyhtiöiden sijoitukset omaisuuslajeittain ovat pärjänneet verrattuna markkinatuottoon. Tutkin tätä vertaamalla työeläkeyhtiöiden sijoitusten vuosituottoja omaisuuslajeittain markkinatuottoon sopivalla vertailuindeksillä. Työeläkeyhtiöiden sijoitustuottojen aineistoksi käytin TELA Työeläkevakuuttajat ry:n vuosittain julkaisemia Sijoitusjakauma ja tuotot -diasarjoja, joista selviää työeläkeyhtiöiden vuosittaiset sijoitusten jakaumat sekä sijoitusten vuosituotot omaisuuslajeittain. Käytin jokaiseen vertailtavaan omaisuuslajiin omaa vertailuindeksiä. Valitsin huolella sopivat vertailuindeksit, jotta tutkimuksen tulos olisi mahdollisimman luotettava ja vertailukelpoinen.

Tutkimuksen indeksien vuosituottojen aineisto kerättiin vaihtelevasti indeksistä riippuen, esimerkiksi indeksin tietolomakkeesta tai sen toimittajan internet-sivustolta. Indeksi kuvaa tutkimuksessa keskimääräistä markkinatuottoa. Työeläkeyhtiöiden vuosituotot omaisuuslajeittain sekä indeksien vuosituotot kerättiin ensin taulukkoon, joiden luvuista laadittiin myös kaaviot, jotta tutkimuksen lukujen trendeistä, vaihteluista ja poikkeamista saa paremman käsityksen sekä vertailu helpottuu. Taulukot ja kaaviot sekä niiden tulkinnot on laadittu omaisuuslajeittain. Työeläkeyhtiöiden tuotoista on laskettu myös keskimääräisiä yhteenlaskettuja aritmeettisia keskiarvoja vuosittain sekä koko ajanjakson keskimääräisiä tuottoja työeläkeyhtiöittäin ja indeksin osalta.

Tutkimani aikaväli on vuosien 2007 ja 2019 välillä eli 13 vuotta, joka on kohtuullisen pitkä aikaväli sijoittamiselle ja sijoitustuottojen vertailuun. Valittu aikaväli valikoitui aineiston saatavuuden perusteella, kuitenkin niin, että aikaväli olisi mahdollisimman pitkä ja vertailukelpoinen. Aikavälin yksi valintaperuste oli, että tutkittu aikaväli on kaikille omaisuuslajeille sama. Poikkeuksena ovat Elon luvut, jotka ovat vain kuuden vuoden ajalta, sillä Elo syntyi vuonna 2014, joten aiempien vuosien lukuja ei ole Elostä taulukoissa tai kaavioissa (Tietoa Elostä).

5.2 Tutkimuksessa käytetyt vertailuindeksit

Tutkimuksen vertailuindeksien valinnat on perusteltu seuraavaksi, sillä oikeanlaiseen vertailuindeksiin päätyminen on erittäin tärkeää, jotta sijoitustoiminnan suoriutumisen arviointi olisi onnistunut (Kallunki ym. 2019, 32). Tutkimuksessa käytettävien vertailuindeksien valinnassa oli kolme perusvaatimusta. Ensimmäinen oli, että indeksi kuvaa markkinaa edustavasti ja on laajalti käytössä oleva. Toinen vaatimus oli, että indeksi on mahdollisimman vertailukelpoinen työeläkeyhtiöiden vertailtavan omaisuuslajin sijoitusten kanssa. Toisin sanoen, että se olisi sisällöltään samankaltainen kuin kyseisessä omaisuusluokassa olevien työeläkeyhtiöiden sijoitukset. Kolmanneksi indeksin tuli olla euroääräinen tai eurosuojattu, jotta vertailu onnistuisi suoraan eikä muun muassa valuutan vaihtelua tarvitsisi huomioida.

5.2.1 Bloomberg Barclayn Global Aggregate EUR Hedged -indeksi

Korkosijoitusten tuottoja vertaan Bloomberg Barclayn Global Aggregate EUR Hedged -indeksiin. Kyseisen indeksin niin sanottu pääindeksi Bloomberg Barclayn Global Aggregate -indeksi on yleisimmin käytetty laajasti hajautettu korkosijoitusten indeksi. Nimensä

mukaisesti se sijoittaa maailmanlaajuisesti kehittyvien ja kehittyneiden markkinoiden liikkeeseenlaskijoiden valtionlainoihin, kiinnitysvakuudellisiin arvopapereihin, yrityslainoihin sekä arvopaperistettuihin kiinteäkorkoisiin joukkolainoihin. Se sijoittaa 24 eri paikallisvaluuttamarkkinaan ja sillä on pitkä historia vuodesta 1999 alkaen. (Bloomberg Barclays Methodology, 4–5.) Sen laaja hajautus erityyppisiin korkosijoituksiin ja maihin mallintaa joukkovelkakirjojen markkinoita. Indeksiä pidetään yleisesti ottaen markkinoiden parhaana joukkolainojen kokonaisindeksinä. Indeksien sijoitusten maturiteetti eli juoksuaika on vähintään vuoden, ja ne ovat korkean luottoluokituksen omaavia. (Chen 2019.)

Valitsin kyseisen indeksin useasta syystä parhaaksi vertailuindeksiksi tutkimukseeni. Ensimmäiseksi on sen laaja käyttö. Usean suomalaisen sekä ulkomaisen sivuston mukaan Bloomberg Barclayn Global Aggregate -indeksi on yleisesti käytetty korkosijoitusten vertailuindeksi. Toiseksi se kuvaa laajasti erilaisia korkosijoituksia hyvin hajautettuna kuitenkin niin, että sijoitukset ovat investment grade -luokituksella eli korkean luottoluokituksen omaavia eikä mukana ole juurikaan high yield -luokituksen riskilainoja. Mielestäni se sopii suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vaatimukseen siitä, että varat on sijoitettava turvaavasti. Näin se sopii hyvin vertailuindeksiksi myös työeläkeyhtiöiden korkosijoituksille.

Valitsemani Bloomberg Barclayn Global Aggregate EUR Hedged -indeksi on valuuttasuojattu. Pääindeksi Bloomberg Barclayn Global Aggregate -indeksissä on 24 eri valuuttaa ja useimmat sijoitukset noteerataan Yhdysvaltain dollareissa. Eurovaluuttasuojattuna indeksi antaa todenmukaisemman kuvan Suomen työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan vertaamiseen. Tällöin tutkimuksen tuottovertailuun ja sitä kautta tulokseen ei vaikuta niin olennaisesti valuuttakurssivaihtelut ja niiden aiheuttama lisävolatiliteetti. Morningstar.fi -sivuston päätoimittaja ja rahastoanalyytikko Matias Möttölä (2019) kuvaa, kuinka valuuttakurssivaihtelut voivat vaikuttaa suuresti korkosijoitusten tuottoon. Usein valuuttojen arvo voi vaihdella jopa enemmän kuin korkosijoitusten tuotto. Valuuttasuojauksella säästyy sijoituksen valuutasta aiheutuvasta heilahtelusta. (Möttölä 2019.)

5.2.2 MSCI All Country World (EUR) -indeksi

Valitsin osakesijoitusten vertailuindeksiksi MSCI All Country World -indeksin euroilla mitattuna. MSCI All Country World -indeksi on laajasti hajautettu ja kuvaa todennäköisesti parhaiten koko maailman osakemarkkinoita yhdellä indeksillä mitattuna. Se on myös hyvin käytetty ja mahdollisesti myös tunnetuin indeksi koko maailman osakemarkkinoita

kuvaamaan. MSCI All Country World -indeksi sisältää sekä kehittyvien että kehittyneiden markkinoiden osakkeita. (Heikinheimo 2020.) Se sisältää 23 kehittyneen markkinan ja 27 kehittyvän markkinan suuria ja keskisuuria yrityksiä (MSCI ACWI Index). Kehittyneiden markkinoiden paino on tosin suuri indeksissä, sillä kehittyvien markkinoiden osuus indeksistä on vain noin 11 prosenttia (Riedl 2019). Tämä jako on kuitenkin karkeasti sama, mitä työeläkeyhtiöiden osakesijoituksissa. Työeläkeyhtiöiden osakesijoituksista vuonna 2019 suurin osa oli kehittyneillä markkinoilla ja noin 10–20 prosenttia kehittyvillä markkinoilla (Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 71; Ilmarisen toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 14; Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 36; Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 43).

MSCI All Country World -indeksi euroissa mitattuna sopii hyvin suomalaisten työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten vertailuindeksiksi. En valinnut kuitenkaan eurosuojattua indeksiä osakesijoitusten vertailuindeksiksi, sillä tyypillisesti osakesijoituksia ei valuuttasuojata, kuten Morningstarin rahastoanalytikko Matias Möttölä (2016) kuvaa. Vertasin myös MSCI All Country World -indeksin vuotuisia tuottoprosentteja euroissa ja Yhdysvaltain dollareissa 13 vuoden ajalta ja vaikka niiden tuotot poikkesivat toisistaan vuosittain, oli niiden keskimääräinen tuotto hyvin lähellä toisiaan eli molemmilla vähän yli kahdeksan prosenttia (MSCI ACWI Index (EUR) 2020; MSCI ACWI Index (USD) 2020). Näin ollen euroissa mitattu indeksi sopii hyvin tutkimuksen osakesijoitusten vertailuindeksiksi.

5.2.3 KTI Kiinteistöindeksi

Työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoitusten vertailuindeksiksi valitsin suomalaisen KTI Kiinteistöindeksin. KTI Kiinteistöindeksi kuvaa suomalaisen kiinteistösijoitussalkun kannattavuutta. Se mittaa suorien kiinteistösijoitusten vuotuista nettotuottoa ja arvonnousua eli kokonaistuottoa. Kiinteistöindeksi perustuu laajaan noin 2200 kohteen kiinteistökantaan, joka muodostuu 26 instituutiosijoittajasta, kiinteistösijoitusrahastosta ja -yhtiöstä. Se kattaa suurimmat kaupungit sekä kaikki kiinteistösektorit. (KTI Vertailupalvelut.) KTI Kiinteistöindeksi on laajasti hajautettu erilaisiin kiinteistösijoituksiin Suomessa ja suomalaisena indeksinä se on valmiiksi euroissa mitattu.

KTI Kiinteistöindeksin sijoitukset ovat suoria kiinteistösijoituksia Suomessa. Tämä kuvaa parhaiten työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksia, joista suurin osa on suoria kiinteistösijoituksia nimenomaan Suomessa. Esimerkiksi vuonna 2019 työeläkeyhtiöiden kokonaisijoituksista kiinteistöissä oli yhteensä 11,3 prosenttia kaikista sijoituksista. Näistä suoria

kiinteistösijoituksia oli 8,9 prosenttia ja vain 2,4 prosenttia kiinteistösijoitusrahastoja tai yhteissijoituksia (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4.) Koska suurin osa työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksista on suoria kiinteistösijoituksia Suomessa, pidän KTI Kiinteistöindeksiä parhaana vertailuindeksinä niihin.

5.2.4 HFRX Global Hedge Fund EUR -indeksi

Hedge-rahastosijoitusten vertailuindeksiksi valitsin HFRX Global Hedge Fund EUR -indeksin. HFRX Global Hedge Fund EUR -indeksi on euromääräinen ja se on suunniteltu edustamaan hedge-rahastojen maailmanlaajuista koostumusta. Se koostuu kaikista hyväksyttävistä hedge-rahastosijoitusstrategioista. Eri strategiat ovat omaisuuspainotettuja perustuen varojen jakautumiseen hedge-rahastosektorilla. (HFRX Global Hedge Fund EUR Index Description.) HFR on vakiinnuttanut paikkansa maailman johtavana globaalien hedge-rahastojen indeksoinnissa, analysoinnissa ja tutkimuksessa. HFR:n kattavaa indeksijoukkoa pidetään hedge-rahastosektorin suorituskyvyn vertailuarvojen institutionaalisenä standardina. (HFR Indices.)

HFRX Global Hedge Fund EUR -indeksi kuvaa siis kattavasti koko maailman hedge-rahastosijoituksia ja sisältää kaikki hedge-rahastostrategiat. Hedge-rahastot voivat olla keskenään hyvinkin erilaisia, ottaen huomioon niiden hyvinkin toisistaan poikkeavat strategiat ja riskiluokat. Näin ollen hedge-rahastoindeksi, joka sisältää kaikki strategiat, on tässä tapauksessa paras vaihtoehto etenkin, kun työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitukset voivat olla keskenään erilaisia. HFRX Global Hedge Fund EUR -indeksi on lisäksi euroissa mitattu. Se on näin ollen mielestäni paras mahdollinen vertailuindeksi työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoituksiin.

5.3 Työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten tuotot verrattuna markkinaan

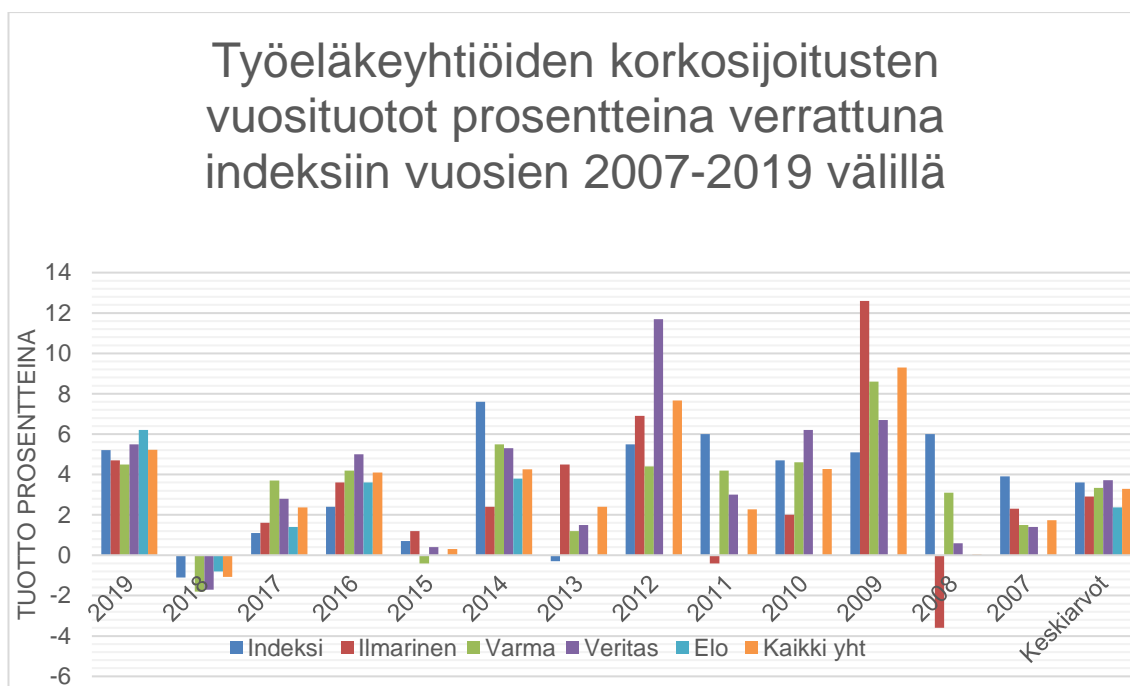
Työeläkeyhtiöiden korkosijoitukset koostuvat pääasiassa joukkovelkakirjalainoista, joita ovat julkisyhteisöjen joukkovelkakirjalainat sekä muiden yhteisöjen joukkovelkakirjat. Muita korkosijoituslajeja korkosijoitus-kategorian sisällä ovat lainasaamiset sekä muut rahoitusmarkkinavälineet ja talletukset, joiden osuus kokonaisuudesta on pieni. (Sijoitusjakauman ja tuottojen osavuositiedot sekä duraatiot.) Työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten tuottoja verrataan indeksiin vuosien 2007 ja 2019 välillä. Tämän vertailun tuloksia havainnollistetaan taulukolla 1 ja kuviolla 4.

Taulukko 1. Työeläkeyhtiöiden vuosittaiset korkosijoitustuotto prosentit verrattuna indeksiin vuosina 2007–2019.

	Indeksi	Ilmarinen	Varma	Veritas	Elo	Kaikki yht
2019	5,2	4,7	4,5	5,5	6,2	5,2
2018	-1,1	0,0	-1,8	-1,7	-0,8	-1,1
2017	1,1	1,6	3,7	2,8	1,4	2,4
2016	2,4	3,6	4,2	5,0	3,6	4,1
2015	0,7	1,2	-0,4	0,4	0,0	0,3
2014	7,6	2,4	5,5	5,3	3,8	4,3
2013	-0,3	4,5	1,2	1,5		2,4
2012	5,5	6,9	4,4	11,7		7,7
2011	6,0	-0,4	4,2	3,0		2,3
2010	4,7	2,0	4,6	6,2		4,3
2009	5,1	12,6	8,6	6,7		9,3
2008	6,0	-3,6	3,1	0,6		0,0
2007	3,9	2,3	1,5	1,4		1,7
Keskiarvot	3,6	2,9	3,3	3,7	2,4	3,3

Taulukko 1 kuvaa neljän työeläkeyhtiön sijoitusten vuotuisia korkosijoitusten tuottoja prosentteina vuosien 2007 ja 2019 välillä sekä markkinatuottoa kuvaavan Bloomberg Barclayn Global Aggregate EUR Hedged -indeksin tuottoja samalla aikavälillä. Taulukon 1 luvut ovat peräisin työeläkeyhtiöiden osalta TELA Työeläkevakuuttajat ry:n Osavuositietojen arkistosta ja indeksin osalta Factsheet Global Aggregate vuoteen 2015 saakka ja vuosien 2016–2019 luvut Morningstar-sivuston Xtrackers II Global Aggregate Bond Swap UCITS ETF 5C - EUR Hedged -etf:n avaintietoesitteen esittämään tuottolukujen vertailuindeksiin, jona toimii Bloomberg Barclayn Global Aggregate EUR Hedged -indeksi.

Työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten keskiarvot 13 vuoden aikana kuvaavat hyvin sitä, että keskiarvoilla laskettuna tuotot ovat olleet lähellä markkinatuottoa. Vuosien 2007 ja 2019 välillä indeksin tuottojen aritmeettinen keskiarvo on ollut 3,6 prosenttia. Lähes sama, mutta hieman korkeampi keskiarvo on ollut Veritaksen korkosijoituksilla 3,7 prosenttia. Muilla keskiarvo on ollut pienempi: Varmalla 3,3 prosenttia, Ilmarisella 2,9 ja Elolla 2,4 prosenttia. Yhteensä työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten keskiarvotuotto on 13 vuoden ajanjaksolla ollut 3,3 prosenttia vuodessa. Sen perusteella voikin sanoa, että keskimäärin Veritaksen korkosijoitukset ovat onnistuneet hyvin ja ylittäneet hieman jopa markkinatuoton. Elon korkotuotot ovat olleet keskiarvoltaan matalimmat, mutta se voi johtua yksinomaan lyhyemmästä aikajänteestä. Neljänä vuotena kolmestatoista on korkoindeksi ollut parempi kuin yhdenkään työeläkeyhtiön korkotuotto.



Kuvio 4. Työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten vuosituotot verrattuna markkinaindeksiin vuosien 2007–2019 välillä.

Kuvio 4 kuvaa edellisen taulukon lukuja ja tällä pyritään selvittämään selkeämmin mahdolliset trendit sekä yhteneväisyydet ja eroavaisuudet lukujen välillä. Kuvio 4 voidaan huomata, että työeläkeyhtiöiden korkosijoitustuotot ovat vaihdelleet suuresti vuosien välillä, kuten myös korkoindeksiin. Useana vuonna korkosijoitusten tuotot ovat olleet työeläkeyhtiöillä hyvin lähellä markkinatuottoa, mutta muutamana vuonna sijoitustuotoissa on ollut suurta hajontaa. Vuonna 2012 Veritaksella ja vuonna 2009 Ilmarisella on ollut poikkeuksellisen hyvät korkotuotot. Ilmarisella on ollut korkosijoitustensa tuotoissa suurinta hajontaa, koska sillä on ollut koko ajanjakson ja työeläkeyhtiöistä korkein korkotuotto 12,6 prosenttia vuonna 2009 sekä kaikkein matalin korkotuotto -3,6 vuonna 2008. Tämä johtuu todennäköisesti siitä, että Ilmarinen on ottanut eniten riskiä korkosijoituksissaan.

Työeläkeyhtiöiden välillä on ollut eroja korkosijoitusten onnistumisissa. Vuonna 2013 indeksi on kehittynyt päinvastaisesti kuin työeläkeyhtiöiden sijoitustuotot. Bloomberg Bargleyn Global Aggregate EUR Hedged -indeksin tuotoissa on tutkittujen 13 vuoden aikana ollut vähemmän heiluntaa, tänä aikana indeksi on ollut ylimmillään 7,6 prosen-

tissa ja alimmillaan -1,1 prosentissa. Työeläkeyhtiöillä vastaavasti luvuissa on ollut suurempaa vaihtelua, lukuun ottamatta Eloa, jolta tutkittu sijoitusaika on huomattavasti lyhyempi.

5.4 Työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten tuotot verrattuna markkinaan

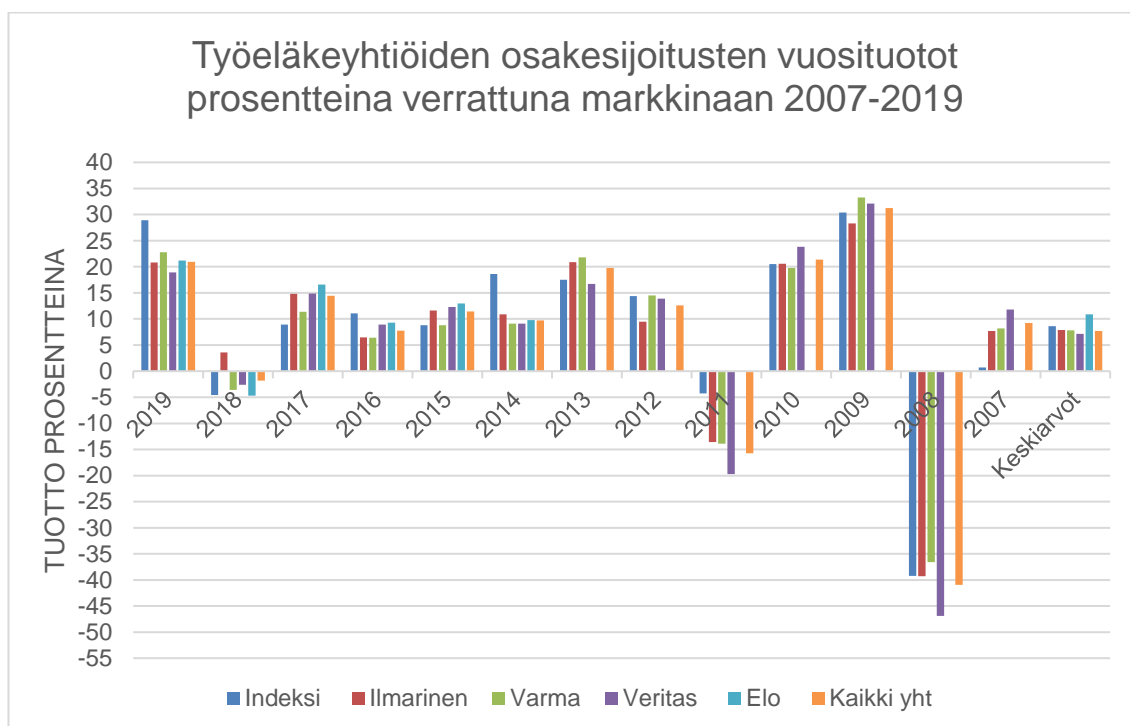
Osakesijoitusten tuloksiin on voinut vaikuttaa se, että vertailussa käytettiin työeläkeyhtiöiden osalta kaikkien osakesijoitusten vuosituottoja, kun taas indeksissä on mukana ainoastaan pörssinoteerattuja osakesijoituksia. Työeläkeyhtiöiden osakesijoituksissa on mukana noteerattomia osakesijoituksia sekä pääomasijoituksia, joiden riski ja mahdollinen tuotto on suurempi. Noteeratut osakesijoitukset ovat kuitenkin enemmistönä. Työeläkeyhtiöiden osakesijoituksia markkinaan verrataan taulukossa 2 ja kuviossa 5.

Taulukko 2. Työeläkeyhtiöiden vuosittaiset osakesijoitustuotto prosentit verrattuna indeksiin vuosina 2007–2019.

	Indeksi	Ilmarinen	Varma	Veritas	Elo	Kaikki yht
2019	28,9	20,8	22,8	18,9	21,2	20,9
2018	-4,6	3,6	-3,6	-2,6	-4,7	-1,8
2017	8,9	14,8	11,4	14,9	16,6	14,4
2016	11,1	6,5	6,4	8,9	9,3	7,8
2015	8,8	11,6	8,8	12,3	13,0	11,4
2014	18,6	10,9	9,1	9,1	9,8	9,7
2013	17,5	20,9	21,8	16,7		19,8
2012	14,4	9,5	14,5	13,9		12,6
2011	-4,25	-13,6	-13,9	-19,7		-15,7
2010	20,5	20,6	19,8	23,8		21,4
2009	30,4	28,3	33,3	32,1		31,2
2008	-39,2	-39,3	-36,6	-46,9		-40,9
2007	0,7	7,7	8,2	11,8		9,2
Keskiarvot	8,6	7,9	7,8	7,2	10,9	7,7

Taulukossa 2 on esitelty neljän työeläkevakuutusyhtiön Ilmarisen, Varman, Veritaksen ja Elon vuosittaiset osakesijoitusten tuotot vuosien 2007 ja 2019 välillä. Markkinatuottoa kuvaa MSCI All Country World (EUR) indeksi, josta on kuvattu samat luvut kuin työeläkeyhtiöistä. Taulukon 2 luvut ovat peräisin työeläkeyhtiöiden osalta TELA Työeläkevakuuttajat ry:n Osavuositietojen arkistosta ja indeksin osalta MSCI All Country World Index (EUR) -tietolomakkeesta.

Taulukon 2 luvuista huomataan, että kaikkien työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten tuottojen keskiarvo on ollut 7,7 prosenttia ja indeksin 8,6 prosenttia. Tässä on lähes prosenttiyksikön ero. Verratessa jokaista työeläkeyhtiön aritmeettista keskiarvoa erikseen indeksiin, on Elon tuotto poikkeavan korkea. Tämä johtuu Elon lyhyestä vertailukaudesta. Esimerkiksi vuoden 2008 finanssikriisin voimakas lasku osaketuottoihin ei näy ollenkaan Elon tuottoluvuissa. Mikäli vertailuindeksistä olisi laskettu keskiarvo samalta ajalta kuin Elon luvut, olisi indeksi tuottanut 12 prosenttia eli paremmin kuin Elo. Verratessa indeksiä muihin työeläkeyhtiöihin, voidaan todeta indeksin tuottaneen keskimäärin parhaiten eli 8,6 prosenttia. Ilmarinen ja Varma ovat tuottaneet valitulla ajanjaksolla keskimäärin lähes yhtä paljon 7,9 ja 7,8 prosenttia, kun taas Veritas keskimäärin heikoiten 7,2 prosenttia. Keskimääräiset luvut ovat kuitenkin hyvin lähellä toisiaan, ja työeläkeyhtiöillä ero on ainoastaan prosentin kymmenyksiä. Veritaksen ja indeksin ero on jo lähes puolitoista prosenttiyksikköä.



Kuvio 5. Työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten tuotto verrattuna markkinaan 2007–2019 välillä.

Kuvio 5 kuvaa kaaviona edellistä taulukkoa eli työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten vuosituottoja vuosien 2007 ja 2019 välillä verrattuna MSCI All Country World (EUR) -indeksiin, joka kuvaa osakesijoitusten markkinakehitystä. Kuvioista 5 voidaan huomata, että sekä indeksin että työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten tuotot ovat vaihdelleet huomattavasti.

Erityisesti verrattuna kuvioon 4, joka on vastaava korkosijoituksia kuvaava kaavio, voidaan todeta tuottovaihtelun olleen suurta. Tämä oli odotettavaa, osakesijoitusten suuremman volatiliiteetin vuoksi. Kuviossa 5 näkyy etenkin vuoden 2008 finanssikriisi, jolloin osakesijoitukset olivat huomattavasti tappiolla. Vastaavasti vuosina 2009 ja 2019 vuosituotot ovat olleet suuret. Tarkastellessa keskiarvoja, huomataan, että kaikkien työeläkeyhtiöiden tuotot ovat olleet hyvin samoissa lukemissa, lukuun ottamatta Eloa, joka erottuu korkeampana tuottona. Tämä johtuu lyhyemmästä mittausajanjaksosta, kuten aiemmin todettiin.

Työeläkeyhtiöiden tuotot ovat vaihdelleet myös keskenään hieman. Pääasiassa tuotot ovat olleet kuitenkin saman suuntaisia eivätkä erot ole olleet kovin suuria. Kuviosta 5 erottuu Veritas, jonka tappiot olivat selkeästi suurimmat verrattuna muihin finanssikriisissä sekä vuoden 2011 pienemmässä markkinalaskussa. Vastaavasti muutamana vuonna eli vuonna 2007 ja 2010 on Veritaksen tuotto ollut kaikkein suurin. Tästä voidaan päätellä, että Veritas on ottanut eniten riskiä osakesijoituksissaan. Taulukosta 2 selvisi, että Veritaksen keskimääräinen osakesijoitusten tuotto oli heikoin ja tästä voitaisiin päätellä, että muutaman vuoden paremmat tuotot eivät kompensoineet muutaman vuoden suurempia tappioita.

Työeläkeyhtiöiden tuotto on ollut lähellä indeksin tuottoa. Yhtenäkkään vuotena indeksin tuotto ei ollut päinvastainen kuin työeläkeyhtiöiden. Vuonna 2018 Ilmarisen tuotto oli positiivinen muiden työeläkeyhtiöiden ja indeksin ollessa negatiivinen. Indeksien tuotto on ollut muutamana vuonna heikompi kuin yhdenkään työeläkeyhtiön eli vuosina 2017 sekä 2007. Vastaavasti indeksin tuotto on ollut parempi neljänä vuonna kuin yhdenkään työeläkeyhtiön eli vuosina 2019, 2016, 2014 ja 2011. Ero ollut välillä huomattava. Suurimmillaan erot ovat olleet Veritaksen kanssa: vuonna 2019 ero on ollut 10 prosenttiyksikköä ja vuonna 2014 eroa on ollut 15,4 prosenttiyksikköä.

5.5 Työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoitusten tuotto verrattuna markkinaan

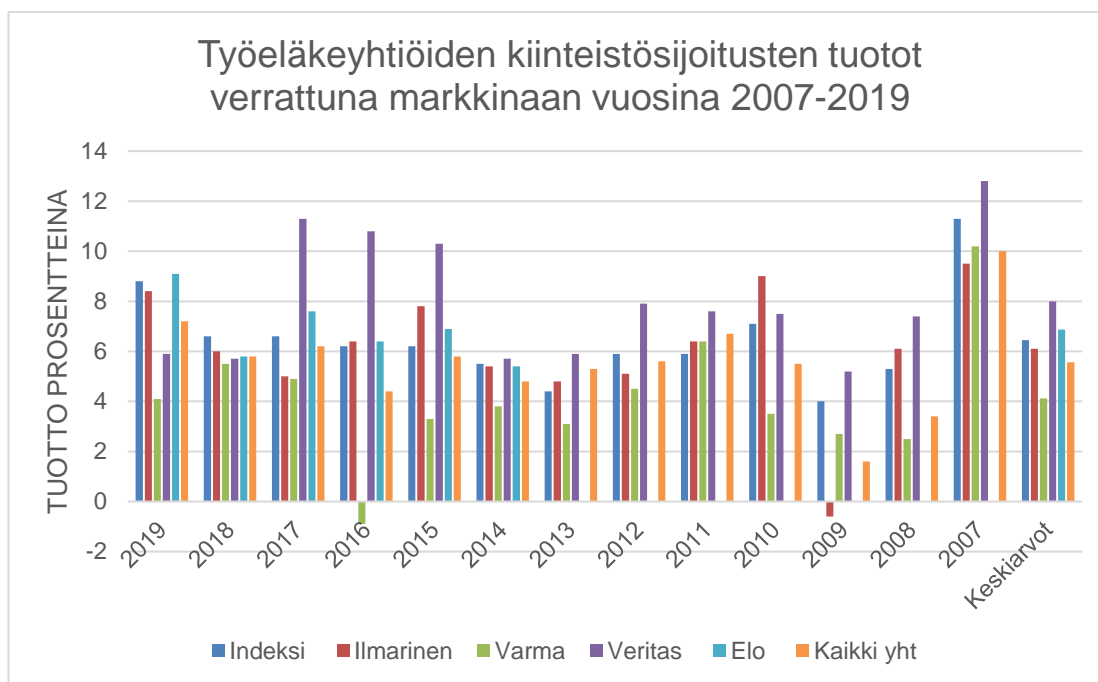
Työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksista suurin osa on suoria kiinteistösijoituksia, mutta mukana on myös kiinteistösijoitusrahastoja sekä yhteissijoituksia. Keskimäärin työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksista suoria kiinteistösijoituksia oli lähes 80 prosenttia vuonna 2019 (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4). Työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksia verrattuna markkinaan kuvataan taulukossa 3 ja kuviossa 6.

Taulukko 3. Työeläkeyhtiöiden vuosittaiset kiinteistösijoitusten tuotto prosentit verrattuna indeksiin vuosina 2007–2019.

	Indeksi	Ilmarinen	Varma	Veritas	Elo	Kaikki yht
2019	8,8	8,4	4,1	5,9	9,1	7,2
2018	6,6	6,0	5,5	5,7	5,8	5,8
2017	6,6	5,0	4,9	11,3	7,6	6,2
2016	6,2	6,4	-0,9	10,8	6,4	4,4
2015	6,2	7,8	3,3	10,3	6,9	5,8
2014	5,5	5,4	3,8	5,7	5,4	4,8
2013	4,4	4,8	3,1	5,9		5,3
2012	5,9	5,1	4,5	7,9		5,6
2011	5,9	6,4	6,4	7,6		6,7
2010	7,1	9,0	3,5	7,5		5,5
2009	4,0	-0,6	2,7	5,2		1,6
2008	5,3	6,1	2,5	7,4		3,4
2007	11,3	9,5	10,2	12,8		10,0
Keskiarvot	6,4	6,1	4,1	8,0	6,9	5,6

Taulukko 3 kuvaa työeläkeyhtiö Varman, Ilmarisen, Elon ja Veritaksen kiinteistösijoitus-tuottoja prosentteina vuosittain 2007 ja 2019 välisenä aikana. Markkinatuottoa kuvaa indeksi, joka tässä on KTI Kiinteistöindeksi. Taulukon 3 luvut ovat peräisin työeläkeyhtiöiden osalta TELA Työeläkevakuuttajat ry:n Osavuositietojen arkistosta ja indeksin osalta vuosina 2007–2016 Kaleva & Oikarinen & Soutamo 2017, 171 ja vuosilta 2017–2019 KTI Kiinteistötieto Oy:n lehdistötiedotteista.

Keskimäärin työeläkeyhtiöt ovat pärjänneet hieman heikommin markkinaa kuvaavaan indeksiin verrattuna eron ollessa vajaan prosentin. Heikoiten kiinteistösijoituksissa on pärjännyt Varma 4,1 prosentin keskimääräisellä tuotolla, joka on yli kaksi prosenttia vähemmän kuin indeksi. Parhaiten ovat menestyneet Veritaksen kiinteistösijoitukset tarkastellulla ajanjaksolla 8 prosentin keskimääräisellä tuotolla. Se on lähes kaksinkertaisesti enemmän kuin heikoiten pärjänneellä Varmalla. Ilmarisen ja Elon keskimääräinen tuotto on ollut hyvin lähellä keskimääräistä markkinatuottoa. Elon luvuista tulee taas huomioida, että sen keskimääräinen tuotto on laskettu ainoastaan kuuden vuoden ajalta.



Kuvio 6. Työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoitusten tuotot verrattuna markkinaan vuosina 2007–2019.

Kuvio 6 on laadittu taulukon 3 lukujen perusteella. Kuviota 6 tarkastellessa huomaa, että kiinteistösijoitusten tuotto on ollut suhteellisen vakaata tarkastellulla ajanjaksolla. Työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoitusten sekä markkinan tuotto on ollut lähes poikkeuksetta positiivista, ainoastaan Varmalla on ollut hieman negatiivinen tuotto vuonna 2016 ja Ilmarisella 2009. Näin ollen voidaan sanoa, että kiinteistösijoitukset ovat pääasiassa tuottaneet tasaisen positiivisesti. Kiinteistösijoitusten tuotto on ollut pääosin positiivista jopa finanssikriisin aikaan vuonna 2008. Lisäksi voidaan havaita, ettei suuria eroja tai poikkeavuuksia ole. Kuviosta 6 erottuu kuitenkin Veritas, jonka kiinteistösijoitusten tuotot ovat olleet useana vuonna muita suurempia. Veritaksen tuotot ovat olleet muita työeläkeyhtiöitä sekä indeksiä parempia peräti yhtenätoista vuonna neljästätoista. Indeksien tuotto on ollut parempi kuin yhdenkään työeläkeyhtiön ainoastaan kerran: vuonna 2018.

5.6 Työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitusten tuotto verrattuna markkinaan

Omaisuuslajit on perinteisesti jaettu osake-, korko- ja kiinteistösijoituksiin sekä sen lisäksi muut sijoitukset -luokkaan. Työeläkeyhtiöillä muut sijoitukset -luokan osuus oli 11,2 prosenttia koko sijoitusomaisuudesta keskimäärin vuonna 2019. Työeläkeyhtiöillä tätä viimeistä luokkaa: muut sijoitukset, kuvaa parhaiten hedge-rahastosijoitukset. Vaikka hedge-rahastot eivät ole oma omaisuuslajinsa, on niiden osuus työeläkeyhtiöiden sijoi-

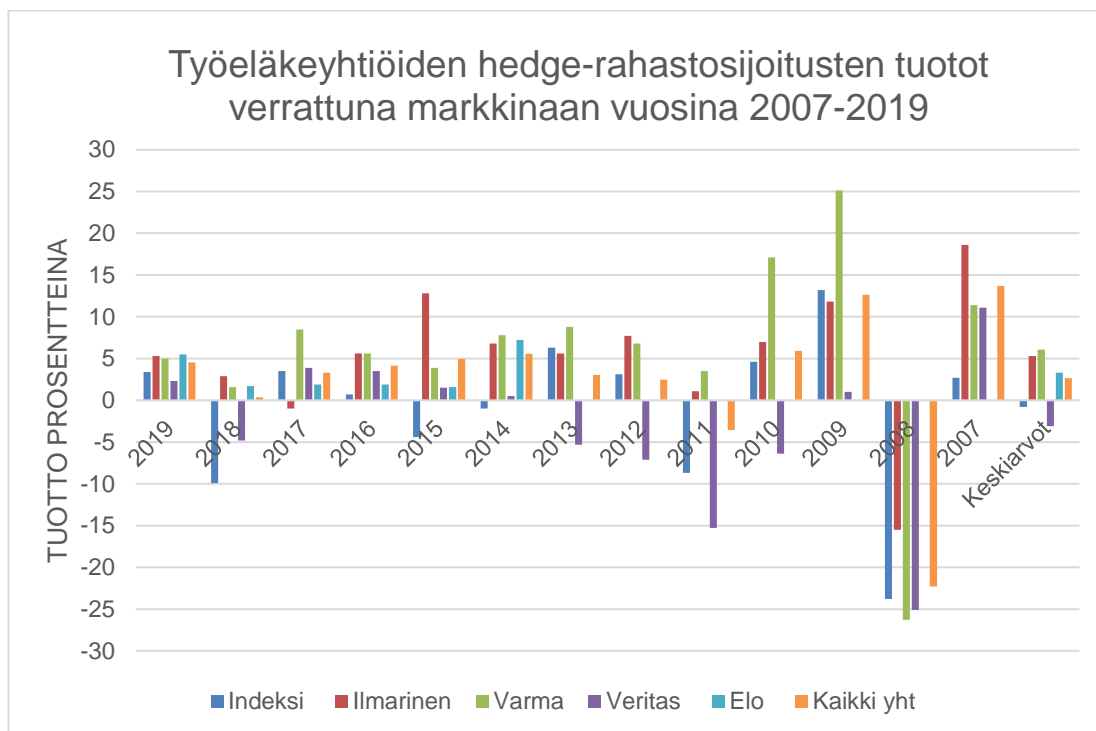
tusvarallisuudesta huomioon otettava, koska esimerkiksi vuonna 2019 kaikkien työeläkeyhtiöiden sijoitusomaisuuden markkina-arvosta hedge-rahastojen osuus oli keskimäärin 10,4 prosenttia. Työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoituksia verrataan markkinaan taulukossa 4 ja kuviossa 7.

Taulukko 4. Työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitusten vuosituotot sekä hedge-rahastosijoitusten markkinatuotot vuosien 2007–2019 aikana.

	Indeksi	Ilmarinen	Varma	Veritas	Elo	Kaikki yht
2019	3,4	5,3	5,0	2,3	5,5	4,5
2018	-9,9	2,9	1,6	-4,8	1,7	0,4
2017	3,5	-1,0	8,5	3,9	1,9	3,3
2016	0,7	5,6	5,6	3,5	1,9	4,2
2015	-4,4	12,8	3,9	1,5	1,6	5,0
2014	-1,0	6,8	7,8	0,5	7,2	5,6
2013	6,3	5,6	8,8	-5,3		3,0
2012	3,1	7,7	6,8	-7,1		2,5
2011	-8,7	1,1	3,5	-15,3		-3,6
2010	4,6	7,0	17,1	-6,4		5,9
2009	13,2	11,8	25,1	1,0		12,6
2008	-23,8	-15,5	-26,3	-25,1		-22,3
2007	2,7	18,6	11,4	11,1		13,7
Keskiarvot	-0,8	5,3	6,1	-3,1	3,3	2,7

Taulukossa 4 on lueteltu neljän työeläkeyhtiön Ilmarisen, Varman, Veritaksen ja Elon hedge-rahastosijoitusten vuosituotot vuosina 2007–2019. Markkinatuottoa kuvaa indeksi, joka tässä on HFRX Global Hedge Fund EUR -indeksi. Taulukon 4 luvut ovat peräisin työeläkeyhtiöiden osalta TELA Työeläkevakuuttajat ry:n Osavuositietojen arkistosta ja indeksin osalta HFRX Global Hedge Fund EUR Index Performance History.

Taulukon 4 keskiarvoista voidaan huomata, että keskimääräiset tuotot ovat vaihdelleet suuresti sekä työeläkeyhtiöiden välillä että verrattuna indeksiin. Keskimäärin työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitukset ovat tuottaneet 2,7 prosenttia. Markkina on samalla ajalla tuottanut keskimäärin -0,8 prosenttia, joten keskimäärin työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitukset ovat onnistuneet paremmin kuin markkina. Vaihtelua on tosin ollut. Huonoiten on keskimäärin pärjännyt Veritas -3,1 prosenttia eli selvästi markkinaa huonommin. Muiden työeläkeyhtiöiden tuotto on ollut keskimäärin tarkastellun ajanjakson aikana positiivista. Parhaaseen keskimääräiseen tuottoon on päässyt Varma 6,1 prosentilla ja lähellä on myös Ilmarinen 5,3 prosentilla.



Kuvio 7. Työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitusten tuotot verrattuna markkinaan vuosina 2007–2019.

Kuvio 7 kuvaa taulukon 4 lukuja kaavion muodossa lukujen toisenlaisen tarkastelun vuoksi. Kuvio 7 osoittaa, että hedge-rahastojen tuotot ovat vaihdelleet huomattavasti. Etenkin finanssikriisin tuottolasku näkyy kuviossa selkeästi. Tuotot ovat vaihdelleet paljon työeläkeyhtiöiden välillä. Kuvio 7 osoittaa selkeästi sen, että hedge-rahastosijoituksissa on käytetty erilaisia strategioita, sillä tuotot poikkeavat niin paljon vuosittain toisistaan. Kuviota 7 tarkastellessa näyttää siltä, että Varman hedge-rahastosijoitukset ovat tuottaneet useana vuonna eli vuosina 2009, 2010, 2011, 2013, 2014 ja 2017 selkeästi eniten. Toisaalta finanssikriisissä Varman hedge-rahastosijoitukset laskivat hieman enemmän kuin muiden. Varma on selvästi onnistunut hedge-rahastostrategiassaan. Myös Ilmarisen hedge-rahastosijoitukset ovat pärjänneet useana vuonna hyvin. Kuvio 7 kertoo myös, että Veritaksen sijoitukset ovat pärjänneet taas useana vuonna huonosti ja tuotto on ollut negatiivista. Markkinaa kuvaavan indeksin tuotto on myös useana vuonna ollut negatiivinen. Indeks ei siis ole yhtenäkkään vuonna tuottanut paremmin kuin työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitukset.

6 Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikan tutkimustulokset

Tutkimuksen toisessa osiossa tarkastellaan työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa saman tarkasteluajankohdan eli vuosien 2007–2019 aikana. Ensimmäiseksi käydään läpi, miten työeläkeyhtiöiden keskimääräiset omaisuuslajijakaumat ovat muuttuneet tarkasteluajanjakson aikana. Sen jälkeen tarkastellaan työeläkeyhtiöittäin niiden keskimääräisiä omaisuuslajijakaumia tutkimuksen ajanjaksona. Saatuja tuloksia havainnollistetaan kaavioilla. Lopuksi tehdään katsaus jokaisen neljän työeläkeyhtiön sijoituspolitiikkaan.

6.1 Tutkimuksen toteutus

Tutkimuksen toinen osio vastaa tutkimuskysymykseen työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikasta: minkälaista se on ollut ja löytyykö työeläkeyhtiöiden väliltä eroja sijoituspolitiikassa sekä onko sijoituspolitiikalla ollut vaikutusta sijoitusten onnistumisessa. Tutkimuksessa tarkastellaan siis työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa siltä osin, kun siitä löytyy julkista tietoa. Työeläkeyhtiöt eivät julkaise juurikaan yksityiskohtaista tai erillistä tietoa sijoituspolitiikastaan ja -strategiastaan. Tutkimuksessa on keskitytty teoreettisesta viitekehyksestä esiin nousseisiin asioihin, jotka vaikuttavat sijoitustoiminnan onnistumiseen. Tutkimuksessa tarkastellaan työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikasta erityisesti seuraavia asioita: kuinka suurta työeläkeyhtiöiden sijoitusvarallisuus sekä vakavaraisuuspääoma on ollut ja miten se on muuttunut ajan myötä, työeläkeyhtiöiden itse kertomia asioita sijoituspolitiikastaan tai -strategiastaan, työeläkeyhtiöiden sijoitusjakauma, vastuullisuus ja omistajaohjaus. Sijoitusten hajautuksia ja niiden muutoksia tarkastellaan seuraavasti: noteeratujen osakesijoitusten maantieteellistä jakaumaa, korkosijoitusten luottoluokitusta sekä kiinteistösijoitusten jakaumaa. Tutkimusaineistosta tarkasteltiin myös työeläkeyhtiöiden kommentteja erityisesti niiden sijoitustoiminnan tulevaisuudesta.

Tutkimuksen toisessa osiossa tarkastellaan ensin työeläkeyhtiöiden omaisuuslajeja ja niiden muutoksia, sillä näin saadaan lisätietoa tutkimuksen ensimmäiseen osaan eli työeläkeyhtiöiden sijoitustuottoihin omaisuuslajeittain verrattuna markkinatuottoon. Ensin käsitellään työeläkeyhtiöiden omaisuuslajijakauman muutosta vuosien 2007–2019 välillä. Tämä kertoo, mihin suuntaan työeläkeyhtiöiden omaisuuslajijakaumat ovat kehittyneet ja löytyykö siitä trendiä. Sen jälkeen tarkastellaan kunkin työeläkeyhtiöiden keskimääräisiä omaisuuslajijakaumia tarkasteluajanjakson aikana. Näin voidaan saada selville, löytyykö niiden omaisuuslajijakaumista eroja, mitkä voivat selittää sijoitustoiminnan

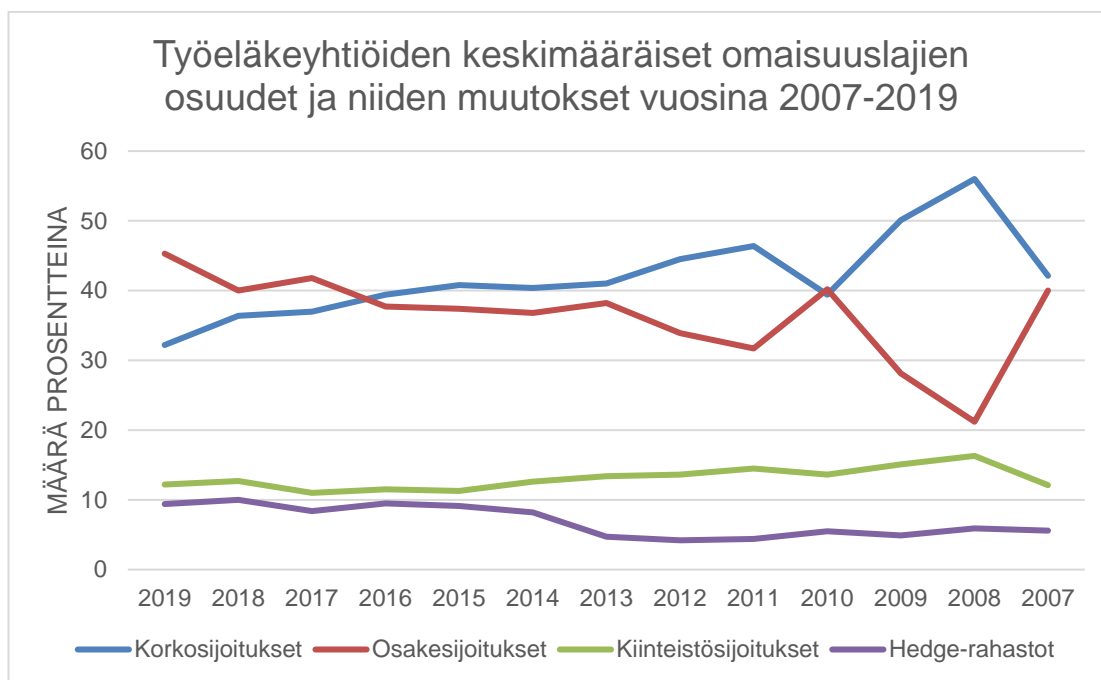
onnistumista. Näitä havainnollistetaan kaavioilla ja tulkinnalla. Tutkimuksen luvut on kerätty TELA työeläkevakuuttajat ry:n Sijoitusjakaumat ja tulokset -arkistosta.

Kunkin työeläkeyhtiön omaa sijoituspolitiikkaa kuvataan sanallisesti edellä mainittujen asioiden, kuten esimerkiksi vastuullisuuden, omistajaohjauksen, sijoitusten maantieteellisen jakauman ja tulevaisuuden näkymien osalta. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa on tutkittu tutkimusten kohteena olevien työeläkeyhtiöiden Varman, Ilmarisen, Veritaksen ja Elon toimintakertomuksista ja tilinpäätöksistä, vuosikertomuksista, vuosi- ja yritys-vastuuraporteista sekä niiden internet-sivuilta ja muista julkaisuista tutkimuksen tarkastelujakson ajalta 2007–2019.

6.2 Työeläkeyhtiöiden omaisuuslajijakauman muutos vuosina 2007–2019

Eläketurvakeskuksen julkaisussa todetaan, että Suomen työeläkelaitokset ovat lisänneet sijoituksia Suomen ulkopuolelle ja lisänneet osakepainoa sijoitussalkuissaan sekä kasvattaneet vaihtoehtoisten sijoitusten osuutta. Näin sijoitusten riski on myös kasvanut. Merkittävänä trendinä viime vuosina voidaan pitää sijoittamisessa myös vastuullisuuden lisääntymistä, passiivisen sijoittamisen lisääntymistä ja korkeampien korkotuottojen hakemista. (Vatanen 2020, 187.)

Sijoituspolitiikan yksi olennaisimmista ja ensimmäisistä päätöksistä on määritellä omaisuuslajijakauma eli päättää sijoitusten perusallokaatio (Fabozzi & Markowitz 2011, 4–5). Näin ollen sijoituspolitiikkaa ja sen muutoksia tutkiessa tulee tarkastella myös työeläkeyhtiöiden omaisuuslajijakaumien muutoksia. Lisäksi useat tutkimukset osoittavat, että allokatiopäätökset selittävät yli 90 prosenttia tuoton kokonaisvaihtelusta. Esimerkiksi Henselin, Ezran ja Ilkiewin tutkimuksessa suurten eläkesijoittajien allokatiopäätöksistä selvisi, että se selitti salkun tuoton vaihtelusta jopa 97 prosenttia. (Kahra 2009, 132.)



Kuvio 8. Työeläkeyhtiöiden keskimääräiset omaisuuslajien osuudet ja niiden muutokset vuosina 2007–2019.

Kuviossa 8 on esitetty neljän työeläkeyhtiön Varman, Ilmarisen, Veritaksen ja Elon omaisuuslajien osuudet ja niiden muutokset vuosien 2007 ja 2019 välisenä aikana. Elon luvut ovat olleet mukana vuosina 2014–2019. Kuvion 8 luvut ovat peräisin TELA Työeläkevaikuttajat ry:n Osavuositietojen arkistosta. Luvut on laskettu kunkin työeläkeyhtiön omaisuuslajien prosentuaalisista osuuksista vuosittain laskemalla ne yhteen ja jakamalla työeläkeyhtiöiden määrällä. Tutkittavat omaisuuslajit ovat samat kuin tutkimusosan edellisessä osuudessa, jossa tutkittiin keskimääräisiä tuottoja eli korko-, osake-, kiinteistö- ja hedge-rahastosijoitukset. Tutkittava ajanjakso on myös sama eli vuodet 2007–2019.

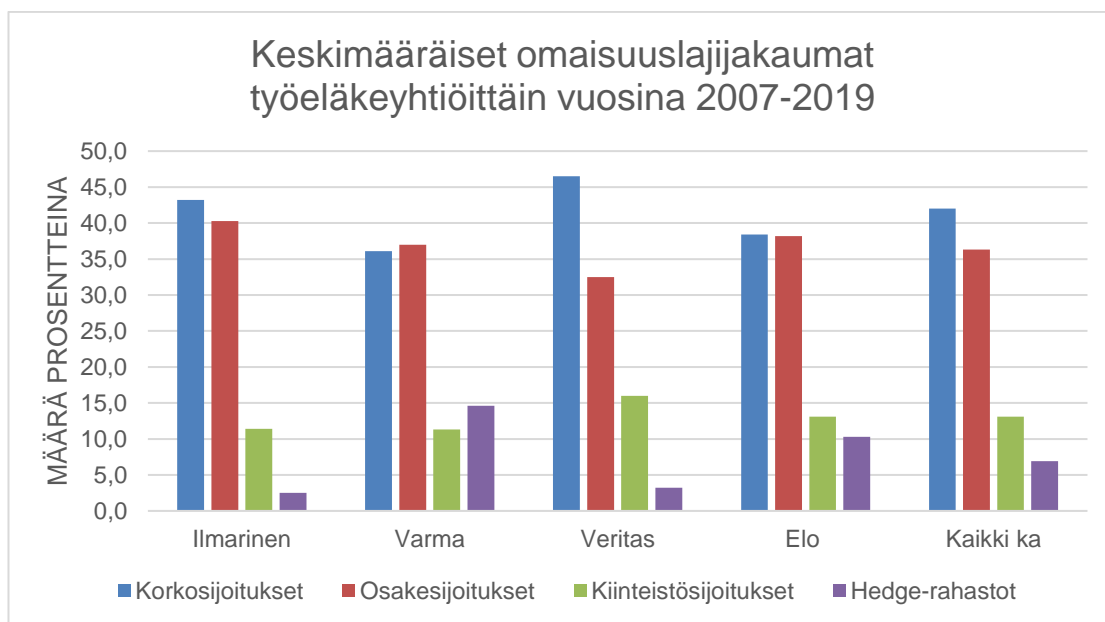
Kuviosta 8 voidaan huomata, että korko- ja osakesijoitukset ovat olleet enemmistössä koko ajan, mikä onkin oletettavaa, sillä sijoitukset usein kohdistuvat näihin omaisuuslajeihin. Niiden osuus on ollut karkeasti arvioiden noin 40 prosentissa. Kiinteistö- ja hedge-rahastosijoitusten osuus on ollut pienempi noin 10 prosentin molemmin puolin. Tämä vastaa teoriaosuudessa kerrottua Hannu Kahran ilmaisemaa suomalaisten työeläkeyhtiöiden perusjakaumaa. Kuviossa 8 on nähtävissä muutoksia ajan kuluessa. Tutkimusjakson alussa vuonna 2007 korkosijoituksia on ollut hieman enemmän kuin osakesijoituksia ja kiinteistösijoituksia selvästi enemmän kuin hedge-rahastosijoituksia. Vuoden 2008 finanssikriisin aikana osakesijoitusten osuus laski huomattavasti noin reiluun 20 prosenttiin ja vastaavasti korkosijoitusten osuus nousi yli 55 prosenttiin. Tämä voi johtua

useasta eri syystä. Työeläkeyhtiöt ovat voineet vähentää osakepainotustaan osakkeiden kurssien laskiessa ja siirtää varat turvallisimpiin korkosijoituksiin tai työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten arvo on tippunut niin voimakkaasti, että se on vaikuttanut osakesijoitusten osuuteen laskevasti ja nostanut siten korkosijoitusten määrää.

Vuonna 2010 korko- ja osakesijoitusten määrä on ollut lähes yhtä suuri, kun taas 2011–2012 nähdään samanlainen muutos kuin finanssikriisin aikaan, mutta vaatimattomampana. Tämän jälkeen korkosijoitusten määrä on tasaisesti laskenut ja vastaavasti osakesijoitusten osuus on kasvanut. Kiinteistösijoitusten määrä on pysynyt tasaisena, tosin hienoista laskua on nähtävillä. Samoin hedge-rahastosijoitusten osuus on ollut tasainen, mutta päinvastoin kuin kiinteistösijoitusten, niiden määrä on ollut hienoisessa kasvussa. Näin ollen hedge- ja kiinteistösijoitusten määrä on lähentynyt toisiaan ollen vuonna 2019 lähes samoissa osuuksissa. Vuonna 2019 työeläkeyhtiöiden yhteinen keskimääräinen jakauma oli seuraavanlainen: korkosijoituksissa oli 30,8 prosenttia, osakesijoituksissa 46,7 prosenttia, kiinteistösijoituksissa 11,3 prosenttia ja hedge-rahastosijoituksissa 10,4 prosenttia (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019).

6.3 Työeläkeyhtiöiden keskimääräiset omaisuuslajijakaumat

Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa tutkiessa on olennaista tutkia myös kunkin työeläkeyhtiön omaisuuslajijakaumaa jakaumien muutosten lisäksi. Etenkin tarkasteltaessa onko työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikassa eroja, on tärkeää tarkastella työeläkeyhtiökoh- taista keskimääräistä allokaatiota tutkitulla ajanjaksolla.



Kuvio 9. Keskimääräiset omaisuuslajijakaumat työeläkeyhtiöittäin vuosina 2007–2019.

Kuvio 9 kuvaa neljän työeläkeyhtiön eli Ilmarisen, Varman, Veritaksen ja Elon sijoitusomaisuuden keskimääräistä omaisuuslajijakaumaa vuosien 2007–2019 aikana. Kuvion 9 luvut ovat peräisin TELA Työeläkevakuuttajat ry:n Osavuositietojen arkistosta. Luvut ovat työeläkeyhtiöiden omaisuuslajien vuosittaisista prosenttimääräisistä osuuksista ja ne on laskettu aritmeettisiksi keskiarvoiksi, jotta voidaan tarkastella jokaisen työeläkeyhtiön keskimääräistä omaisuuslajijakaumaa tarkastellulla ajanjaksolla. Elon luvut ovat taas vuodesta 2014 lähtien. Kuviossa 9 on esitetty myös kaikkien neljän työeläkeyhtiön yhteinen omaisuuslajien keskimääräinen jakauma vuosien 2007 ja 2019 ajanjaksolla. Kuvioista 9 voidaan tarkastella, minkälaisia eroja työeläkeyhtiöiden omaisuuslajihajautuksessa on ollut keskimäärin.

Kuvion 9 perusteella voidaan huomata, että työeläkeyhtiöiden välillä on ollut eroja keskimääräisissä omaisuuslajijakaumissa valitulla ajanjaksolla ja että jokaisella työeläkeyhtiöllä oli omanlaisensa perusallokaatio. Veritaksella on ollut selvästi suurin painotus korkosijoituksissa verrattuna muihin työeläkeyhtiöihin. Veritaksen keskimääräisestä omaisuuslajijakaumasta suurin paino on ollut korkosijoituksissa eli 46,5 prosenttia ja seuraavaksi suurin osuus on ollut osakesijoituksissa vain 32,5 prosentin osuudella, joka on pienin osuus muihin työeläkeyhtiöihin verrattuna. Varmalla ja Elolla on ollut keskimäärin yhtä suuret osuudet korko- ja osakesijoituksissa. Varmalla on ollut hedge-rahasotot suurin osuus kaikista työeläkeyhtiöistä ja Elolla toiseksi suurin. Ilmarisella ja

Veritaksella on ollut huomattavasti pienemmät osuudet hedge-rahastosijoituksissa ja Veritaksella esimerkiksi vuonna 2013 ei ollut lainkaan hedge-rahastosijoituksia. Ilmarisella on ollut hieman suurempi osuus korkosijoituksissa kuin osakesijoituksissa keskimäärin. Varma on ainoa, jolla osakesijoitusten osuus on ollut hieman suurempi kuin korkosijoitusten osuus keskimäärin. Ilmarisella on ollut tosin suurin osuus osakesijoituksissa jakaumastaan verrattuna muihin työeläkeyhtiöihin. Kiinteistösijoitusten määrä on kaikilla suhteellisen tasainen, ainoastaan Veritaksen kiinteistösijoitusten osuus on ollut suurempi kuin muiden.

Keskimääräisiä jakaumia katsellessa voisi sanoa, että Varman ja Elon jakaumat muistuttavat toisiaan eniten. Myös Veritaksen ja Ilmarisen omaisuusjakaumat muistuttavat toisiaan, Veritaksella tosin on huomattavan suuri osuus ollut korkosijoituksissa verrattuna muihin. Vaikuttaa siltä, että Ilmarinen luottaa perinteisiin korko- ja osakesijoituksiin jakaumassaan. Varman sijoitukset ovat jakautuneet tasaisemmin omaisuuslajien kesken, mutta hedge-rahastosijoitukset ovat suurehkot verrattuna muihin työeläkeyhtiöihin. Myös Elon omaisuuslajijakauma on tasaisempi kuin esimerkiksi Ilmarisella. Veritaksen jakaumassa korostuu korkosijoitukset ja osakesijoitusten pienempi määrä muihin työeläkeyhtiöihin verrattuna. Veritas luottaa myös selvästi kiinteistösijoituksiin, joita sillä on suurin osuus verrattessa muihin työeläkeyhtiöihin.

6.4 Työeläkeyhtiö Varman sijoituspolitiikka

Varman sijoitusvarallisuus on kasvanut tarkastellulla ajanjaksolla 2007–2019. Vuonna 2007 sen määrä oli 28,4 miljardia euroa ja vuonna 2019 jo 48,7 miljardia euroa (Varman vuosikertomus 2007, 4; Varman vuosi- ja yritysraportti 2019, 6). Luonnollisesti Varma joutuu muiden työeläkeyhtiöiden tapaan huomioimaan sijoitustoiminnassaan vakavaraisuuspääoman riittävyyden. Varman vakavaraisuuspääoma on myös kasvanut sijoitusvarallisuuden myötä ollen vuonna 2007 noin 7 miljardia euroa ja vuonna 2019 se oli kasvanut 11,6 miljardiin euroon (Varman vuosi- ja yritysraportti 2016, 15; Varman vuosi- ja yritysraportti 2019, 6).

Varma itse kertoo sijoituspolitiikastaan, että sen sijoitustoiminta on pitkäjänteistä ja tavoitteena on eläkkeiden maksun turvaaminen, johon pyritään parhaalla mahdollisella tuotolla, varovaisella riskinotolla ja laajalla hajauttamisella (Varman vuosikertomus 2008, 22). Varma reagoi vuoden 2008 finanssikriisiin vähentämällä rajusti erityisesti noteeratuja osakesijoituksiaan, lukuun ottamatta suomalaisia osakesijoituksia. Osakesijoitusten

määrä oli enää 10 prosenttia, kun se edellisenä vuonna oli 39 prosenttia. (Varman vuosikertomus 2008, 18, 21.) Varma kuvaa hedge-rahastosijoituksiaan matalariskisiksi ja tasaista tuottoa tarjoaviksi. Tämä pitää paikkansa, sillä tarkastelemalla hedge-rahastoja Varman vuosikertomuksista on niiden volatilitteetti ollut karkeasti noin kaksi prosenttia. (Varman vuosikertomus 2007, 22.) Tarkastelemalla edellisen osion tutkimustuloksia, voidaan huomata, että Varman hedge-rahastosijoitukset olivat tuottaneet parhaiten. Varma kertoi sijoituspolitiikkaansa kuuluvan avoimen valuuttariskin suojaus kaikissa muissa omaisuusluokissa lukuun ottamatta osakesijoituksia (Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2017, 6).

Vuonna 2007 Varman sijoitusomaisuudesta korkosijoituksissa oli 37 prosenttia, osakesijoituksissa 39 prosenttia, kiinteistösijoituksissa 12 prosenttia ja hedge-rahastosijoituksissa 13 prosenttia (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2007). Vuonna 2019 Varman sijoitusjakaumasta korkosijoituksissa oli 27 prosenttia, osakesijoituksissa 46 prosenttia, kiinteistösijoituksissa yhdeksän prosenttia ja hedge-rahastosijoituksissa 18 prosenttia (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4). Tästä voidaan huomata, että tarkastellun ajanjakson aikana Varman omaisuuslajijakauma on muuttunut selvästi. Korkosijoitusten osuus on laskenut ja osakesijoitusten noussut. Kiinteistösijoitusten osuus on laskenut hieman ja hedge-rahastosijoitusten määrä on noussut.

Varman sijoituspolitiikan yksi kulmakivi on vastuullisuus. Vastuullisuudesta erityisesti ympäristönäkökulmat vaikuttavat tärkeiltä ja Varman tavoitteena onkin saavuttaa hiili-neutraali sijoitussalkku vuoteen 2035. Varma on sitoutunut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin ja Varman omissa vastuullisen sijoittamisen periaatteissa kerrotaan, että Varma huomioi sijoitustoiminnassaan lisäksi seuraavat asiat: sijoitusten ilmastopolitiikan, omistajaohjauksen periaatteet, aktiivisen omistajuuden ja vaikuttamisen periaatteet, vuosittaisen sijoitussuunnitelman sekä vastuullisen sijoittamisen omaisuuslajikohtaiset vuosittaiset tavoitteet. (Varman sijoitusten ilmastopolitiikka; Varman vastuullisen sijoittamisen periaatteet.) Varma on vuonna 2019 luonut yhteistyökumppaniensa kanssa kaksi vastuullista ETF- eli pörssinoteerattua rahastoa eli näin ollen Varma on ollut luomassa vastuullisia sijoitustuotteita markkinoille (Varman vuosi- ja yritysraportti 2019, 26). Varma kertoo paljon vastuullisuudestaan sekä toimistaan vastuullisuuden ja ympäristön hyväksi.

Varman toimintaa yritysten suurena osakkeenomistajana linjaavat sen omistajaohjauksen periaatteet. Omistajaohjauksen periaatteet ovat voimassa sekä suomalaisissa että

ulkomaisissa osakesijoituksissa, mutta tyypillisesti Varma on suuromistajana suomalaisissa yrityksissä. Varma keskittää aktiivisimmat vaikuttamistoimensa sellaisiin yrityksiin, joihin se katsoo pystyvänsä vaikuttamaan parhaiten ja joihin sillä on paras osaaminen. Varma nostaa esiin omistajaohjauksen periaatteissaan tärkeiksi toimiksi hallitusten jäsenten nimityksen, johdon palkitsemisohjelman kehittämisen sekä odotukset yritysten läpinäkyvästä raportoinnista ilmastomuutoksen vaikutuksista. (Varman omistajaohjauksen periaatteet, 1–4.)

Varman sijoitusvarallisuudesta 22 prosenttia oli vuonna 2019 sijoitettu Suomeen ja Varma kuvaakin itseään merkittäväksi sijoittajaksi suomalaiseen yhteiskuntaan (Varman vuosi- ja yritysraportti 2019, 21). Vuonna 2013 suomalaisten sijoitusten osuus oli 36 prosenttia eli osuus on selvästi laskenut (Varman vuosikertomus 2013, 29). Varmalla oli omistuksessaan vuonna 2019 useita kymmeniä eri noteerattuja suomalaisia ja ulkomaisia osakkeita. Myös hedge-rahasto-, pääomarahasto-, kiinteistö- ja pääomarahastosijoituksia sekä perinteisiä korko- ja osakerahastoja oli suuri määrä, jotka olivat rekisteröity eri maihin. (Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 27–33.)

Varman kiinteistö- ja sijoitukset on hajautettu erityyppisiin kiinteistöihin. Suurin osa kiinteistö- ja sijoituksista oli vuonna 2019 asuntoja sekä toimistoja. Mukana oli myös liiketiloja, teollisuustiloja ja varastoja sekä muita toimitiloja. Vuonna 2007 suurin osuus kiinteistö- ja sijoituksista oli toimistokiinteistöjä 46 prosentin osuudella. (Varman vuosikertomus 2007, 25; Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 43–44.) Myös joukkovelkakirjalainat on hajautettu eri luottoluokittain. Vuonna 2019 eniten joukkolainoista oli luokassa BBB+, BBB sekä BB+ tai huonompi eli yhteensä noin 52 prosenttia. Myös AA ja A-luokissa oli paljon joukkolainoja eli noin 35 prosenttia. (Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 43–44.) Vuonna 2007 Varman joukkolainojen keskimääräinen luottokelpoisuusluokitus oli A eli joukkolainojen luottoluokitus on laskenut (Varma toimintakertomus ja tilinpäätös 2007, 8).

Varman noteerattujen osakesijoitusten alueelliset osuudet ovat siirtyneet lähemmäs toisiaan. Tarkastellulla ajanjaksolla on ollut suuriakin muutoksia alueellisissa jakaumissa. Pääsääntöisesti alueelliset osuudet ovat lähentyneet toisiaan kuitenkin niin, että suomalaisia osakkeita on edelleen hieman suurempi määrä kuin muita, vaikka suomalaisten osakesijoitusten määrä on kokonaisuudessaan laskenut. Vuonna 2011 suomalaisten osakesijoitusten määrä oli huomattava 56 prosenttia, mutta tarkasteltaessa koko ajan-

jaksoa 2007–2019, muutos ei ole ollut niin dramaattinen, vaan suomalaisten osakesijoitusten määrä on laskenut noin viisi prosenttia reiluun 32 prosenttiin. Myös eurooppalaisten noteerattujen osakkeiden osuus on laskenut huomattavasti noin 31 prosentista 16 prosenttiin, samalla amerikkalaisten osakkeiden osuuden kasvaessa reilusti 11 prosentista 30 prosenttiin. Muiden alueiden osakkeiden osuus on pysynyt suunnilleen samassa vuodesta 2007 vuoteen 2019, vaikka ajanjakson aikana osuus on vaihdellut. (Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 43; Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2018, 42; Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2017, 44; Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2016, 71; Varman vuosikertomus 2015, 189; Varman vuosikertomus 2014, 175; Varman vuosikertomus 2013, 177; Varman vuosikertomus 2012, 177; Varman vuosikertomus 2011, 70; Varman vuosikertomus 2010, 81; Varman vuosikertomus 2009, 86; Varman vuosikertomus 2008; 21; Varman vuosikertomus 2007, 23.)

Tulevaisuuden haasteista Varma nostaa esiin alhaisen syntyvyyden sekä pitkään jatkuneen nollakorkoisen ympäristön. Varman mukaan eläkejärjestelmää tulisi vielä kehittää ja pohtia eläkevarojen tuottojen lisäämistä esimerkiksi osakepainon lisäämisellä. (Varman vuosi- ja yritysvastuuraportti 2019, 9.) Varma (2019, 13) kertoo Vuosi- ja yritysvastuuraportissaan, että se joutuu hakemaan lisätuottoja vaihtoehtoisista sijoituskohteista sekä hajauttamaan sijoitusvarallisuuttaan ahkerasti eri omaisuusluokkiin.

6.5 Työeläkeyhtiö Ilmarisen sijoituspolitiikka

Vuonna 2019 Ilmarisen sijoitusvarallisuus oli noin 50,5 miljardia euroa ja vuonna 2007 sen määrä oli noin 23,7 miljardia euroa (Ilmarisen vuosi- ja yritysvastuuraportti 2019, 7; Ilmarisen vuosi 2009, 1). Tutkimuksen tarkasteluajanjaksona 2007–2019 Ilmarisen sijoitusvarallisuus on siis yli kaksinkertaistunut. Vakavaraisuuspääoma vuonna 2019 oli noin 10,7 miljardia euroa ja vuonna 2007 sen määrä oli noin 7 miljardia euroa (Ilmarisen vuosi- ja yritysvastuuraportti 2019, 27; Ilmarisen vuosi 2007, 23). Ilmarinen yhdistyi vuonna 2018 Eteran kanssa muodostaen Suomen suurimman työeläkeyhtiön (Ilmarisen vuosi 2018).

Ilmarinen kertoo hajauttavansa sijoitusvarallisuutensa eri omaisuuslajeihin sekä maantieteellisesti (Ilmarisen sijoitukset). Ilmarinen kuvaa sijoituspolitiikkaansa siten, että sen tärkeimpänä päätöksenä on strategisen allokaation valinta. Sen sijoittamisen aikajänne on pitkä ja tuoton lähteet muuttuvat ajan kuluessa. Sijoituksissa otetaan tuoton saamiseksi välttämätöntä riskiä, mutta riskiä hajautetaan tuoton tehostamiseksi. Ilmarinen

pyrkii hyödyntämään markkinoiden ajoittaista tehottomuutta lisätuottojen saavuttamiseksi. Ilmarinen pyrkii laskemaan sijoittamisen kuluja etenkin välttämällä ulkoistamista sijoitustoiminnassaan. (Sijoitamme eläkevaroja kestävästi.) Ilmarinen haluaa toimia aktiivisena omistajana ja vastuullisena sijoittajana (Ilmarisen vuosi 2018). Ilmarinen tavoittelee aktiivisella salkunhoidolla vallitsevaa markkinatuottoa suurempaa tuottoa (Ilmarisen vuosi 2009, 7). Vuonna 2007 Ilmarinen kertoi pyrkivänsä korkeisiin tuottoihin hyvällä hajautuksella, ammattimaisilla sijoitusvalinnoilla sekä riskien hallinnalla. Tällöin tavoitteena oli myös osakepainon lisääminen, aktiivisuus ja asiantuntijuus markkinoilla. (Ilmarisen vuosi 2007, 18.)

Ilmarisen vuosikertomuksessa vuodelta 2014 kerrottiin, että sen silloinen sijoitusstrategia ulottuu vuoteen 2020 ja sen yhtenä merkittävänä tavoitteena oli pienentää korkosijoitusten painoa samalla lisäten kiinteistö- ja infrastruktuurisijoituksia (Ilmarisen vuosikertomus 2014). Vuonna 2014 Ilmarisen korkosijoitusten osuus oli 44,4 prosenttia perusjakauman markkina-arvosta ja kiinteistösijoitusten 10,8 prosenttia (Sijoitusjakauma ja tuotot 2014 q4). Vuonna 2019 vastaavat luvut olivat korkosijoituksissa 33,7 prosenttia ja kiinteistösijoituksissa 12,6 prosenttia (Sijoitusjakauma ja tuotot 2019 q4). Tästä voidaan todeta, että laadittu strategia on pitänyt ja etenkin korkosijoitusten määrä on laskenut yli 10 prosenttiyksiköllä. Myös kiinteistösijoitusten määrä on kasvanut, mutta ero on vain 1,8 prosenttia.

Ilmarisen sijoitusvarallisuudesta oli vuonna 2019 korkosijoituksissa 33,7 prosenttia ja vuonna 2007 määrä oli 43,5 prosenttia, joten korkosijoitusten määrä on laskenut noin kymmenellä prosentilla tutkimuksen tarkasteluajanjaksolla. Osakesijoituksia vuonna 2019 oli jakaumasta 47 prosenttia ja vuonna 2007 niitä oli 43,7 prosenttia. Kiinteistösijoituksia vuonna 2019 oli 12,6 prosenttia ja 2007 niiden määrä oli 9,2 prosenttia. Osake- ja kiinteistösijoitusten määrä on kasvanut, mutta vain muutamilla prosenteilla. Hedge-rahastosijoitusten osuus on noussut myös hieman eli 3,4 prosenttia vuonna 2007 ollen 4,9 prosenttia vuonna 2019. (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4; Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2007.)

Ilmarinen kertoo huomioivansa ESG-näkökulmat sijoitustoiminnassaan. Ilmarinen oli ensimmäinen suomalainen sijoittaja, joka sitoutui YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin jo 2006 (Ilmarisen vuosi 2010, 9). ESG (environmental, social, governance) tarkoittaa yhteiskunnallisia, sosiaalisia ja ympäristönäkökulmien huomioimista sijoitustoiminnassa (Silvola & Landau 2019, 18). Ilmarinen uskoo näin pienentävänsä sijoittamisen

riskejä sekä saavansa parempaa tuottoa. Ilmarinen kertoo vastuullisuuden olevan tärkeä osa sijoitustoimintaansa ja se on myös julkaissut omat Vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Ilmarisen vastuullisuuden raportointi on keskittynyt nimenomaan ESG-näkökulmien ympärille. (Vastuullisuus sijoitustoiminnassa; Vastuullisen sijoittamisen periaatteet.) Ilmarisella on tavoitteena hiilineutraali sijoitussalkku vuoteen 2035 mennessä (Ilmarisen sijoitukset). Ilmarisen passiivisista sijoituksista 70 prosenttia oli vuonna 2019 vastuullisissa rahastoissa (Ilmarisen vuosi- ja yritysraportti 2019, 32.) Vastuullisuus on ollut tärkeää jo vuonna 2007 Ilmariselle, mutta sillä on näkyvämpi rooli vuonna 2019.

Ilmarinen kuvaa omistajaohjauksen olevan olennainen osa sen sijoitustoimintaa. Ilmarinen toimii aktiivisesti vaikuttamalla omistamiinsa yrityksiin. Ilmarisen omistajaohjaus keskittyy suomalaisiin omistuksiin ja suoraan vaikuttamiseen. Ilmarisen aktiivinen omistajuus painottuu yhtiökokouksissa äänestämiseen, nimitystoimikunnissa työskentelyyn ja jatkuvalla keskusteluyhteydellä yritysten johtoon. Ilmarinen pitää omistajaohjauksessaan tärkeänä myös tarkastella pääomarakenteen muutoksia, osallistumista yritysten hallituksen toimintaan, palkitsemista, osinkopolitiikkaa, osakesarjoja ja äänivaltaa sekä raportointia. Ilmarinen näkee aktiivisen omistajaohjauksen myös madaltavan sijoitusriskejä. (Ilmarisen omistajaohjauksen periaatteet, 2–12.)

Vuonna 2019 koko Ilmarisen sijoitusvarallisuudesta oli karkeasti arvioiden noin yksi neljäsosa sijoitettuna Suomeen (Ilmarisen vuosi- ja yritysraportti 2019, 44). Vastaava luku vuonna 2017 oli 30 prosenttia, joten suomalaisten sijoitusten osuus on laskenut (Ilmarisen yritysraportti 2017, 21). Vuonna 2011 Suomeen oli sijoitettu 39 prosenttia ja vuonna 2010 luku oli 44 prosenttia (Ilmarisen vuosi 2011, 10; Ilmarisen vuosi 2010, 6). Vuonna 2007 sijoitusvarallisuudesta oli sijoitettu Suomeen noin kolmasosa (Ilmarisen vuosi 2009, 19). Voidaan siis todeta, että suomalaisten sijoitusten osuus on kokonaisuudessaan tarkastellulla ajanjaksolla laskenut. Määrä on kuitenkin vaihdellut, sillä vuonna 2010 luku oli 44 prosenttia eli enemmän kuin kolme vuotta aikaisemmin.

Ilmarisen kiinteistösijoituksista valtaosa, noin 74 prosenttia, oli Suomessa vuonna 2019. Ilmarinen tavoittelee kuitenkin kiinteistösijoitusten laajempaa hajautusta ulkomaille siten, että ulkomailta sijaitsevien kiinteistösijoitusten osuus olisi 40 prosenttia. Kiinteistösijoitukset oli lisäksi hajautettu eri kiinteistötyyppeihin, joista suurimpina toimistokiinteistöihin 37 prosenttia ja asuinkiinteistöihin 22 prosenttia. (Ilmarisen vuosi- ja yritysraportti 2019, 41–42.)

Yhteensä Ilmarisella oli erilaisia osakesijoituksia sekä korko-, osake-, pääoma- ja kiinteistösisijoitusrahastoja useita satoja vuonna 2019. Ilmarisen noteeratuista osakesijoituksista vuonna 2019 oli 29 prosenttia sijoitettu Suomeen, USA:han oli 26 prosenttia ja muille kehittyneille markkinoille 36 prosenttia. Kehittyvien markkinoiden osuus oli 11 prosenttia. Ilmarinen oli hajauttanut osakesijoituksensa laajasti Suomeen ja muualle maailmaan. (Ilmarisen vuosi- ja yritysraportti 2019, 42; Ilmarisen toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 50–62.) Noteeratuista osakkeista yhdysvaltalaisen määrä kasvoi tarkasteluajanjaksolla, ollen vuonna 2007 noin 10 prosenttia. Vuonna 2007 suomalaisia osakesijoituksia oli noin 40 prosenttia noteeratuista osakkeista, kehittyvien markkinoiden osuus oli noin 17 prosenttia ja kehittyneiden osakkeiden osuus, pois lukien USA ja Suomi, oli noin 35 prosenttia. (Ilmarisen vuosi 2007, 45.) Noteerattujen osakesijoitusten maantieteellinen paino siis muuttui tarkastelujaksolla. Suomalaisen osakkeiden osuus laski neljäsosalla, yhdysvaltalaisen osuus nousi 16 prosenttia, muiden kehittyneiden alueiden osuus pysyi suunnilleen samana ja kehittyvien markkinoiden osuus laski.

Korkosijoituksista joukkovelkakirjalainat olivat vuonna 2019 pääasiassa BBB, BB tai huonomman luokituksen joukkolainoissa (Ilmarisen toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 15). Joukkovelkakirjalainojen luottoriskijakauma on laskenut, sillä esimerkiksi vuonna 2016 eniten joukkolainoja oli AAA-luokassa, kuten myös vuonna 2011 (Ilmarisen toimintakertomus ja tilinpäätös 2016, 15; Ilmarisen vuosi 2011, 48). Tarkastelujakson alussa vuonna 2007 AAA-luokituksen joukkolainoja oli yli 50 prosenttia joukkolainoista (Ilmarisen vuosi 2009, 44).

Ilmarinen kertoo tulevaisuuden haasteikseen tulevaisuuden eläkkeiden riittämisen, joka johtuu matalasta syntyvyydestä, pienestä maahanmuutosta ja korkeahkosta työttömyydestä (Ilmarisen vuosi- ja yritysraportti 2019, 4). Vuosi 2019 oli työeläkeyhtiöillä ennätysellisten sijoitustuottojen vuosi. Viime vuosina useiden sijoituskohteiden hinnat ovat olleet korkealla ja samanaikaisesti korkotaso on ollut pitkään hyvin matala. Tämä laskee odotuksia tulevasta tuotoista, jonka vuoksi Ilmarinen tavoittelee tuottoja muista omaisuuslajeista kuten kiinteistöistä ja listaamattomista yhtiöistä. (Ilmarisen vuosi- ja yritysraportti 2019, 27.)

6.6 Työeläkeyhtiö Veritaksen sijoituspolitiikka

Veritas yhdistyi vuonna 2019 Pensions-Alandin kanssa. Veritas kertoo olevansa profiloitunut yrittäjien työeläkeyhtiöksi. Veritaksen vakavaraisuuspääoma oli 820 miljoonaa euroa vuonna 2019. (Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 3, 5.) Veritakselta ei löytynyt vuoden 2007 euromääräistä vakavaraisuuspääoman määrää. Veritas on huomattavasti pienempi työeläkevakuutusyhtiö kuin Varma ja Ilmarinen, ja sen sijoitusvarallisuus vuonna 2019 oli noin 3,7 miljardia euroa (Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 5). Ilmarisen ja Varman sijoitusvarallisuus vuonna 2019 vertailun vuoksi oli 50,5 miljardia ja 48,7 miljardia euroa (Varman vuosi- ja yritysraportti 2019, 6; Ilmarisen vuosi- ja yritysraportti 2019, 7). Vuonna 2007 Veritaksen sijoitusomaisuus oli reilut 1,8 miljardia euroa (Veritas vuosikertomus 2007, 5).

Veritas kertoo (2019, 3) toimintakertomuksessaan ja tilinpäätöksessään, että sen sijoitustoiminnan tuotot ovat olleet matalammat kuin muilla työeläkeyhtiöillä sen varovaisemman riskinoton ja alhaisemman osakepainon vuoksi. Tarkastellessa vuotta 2019 voidaan todeta, että Veritaksen sijoitusomaisuudesta on huomattavasti pienempi osuus ollut osakesijoituksissa kuin muilla työeläkeyhtiöillä. Veritaksella se on ollut 39,7 prosenttia ja muilla 46,2–48,4 prosenttia osakesijoituksia perusjakaumasta. Kun katsotaan vuoden 2019 osakesijoitusten tuottoja, huomataan, että Veritaksen tuotot ovat olleet heikoimmat 18,9 prosentin tuotolla muiden yltäessä 20,8–22,8 prosentin tuottoon. (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4.) Ero ei kuitenkaan ole kovin suuri, noin 2–4 prosenttiyksikköä, mutta suuressa sijoitusvarallisuudessa prosenttiyksiköiden merkitys on huomattava.

Veritas kuvaa sijoitustoimintansa tavoitteeksi sitä, että sen varat ovat sijoitettu niin, että ne kattavat yhtiön vastuuvelan kaikissa taloudellisissa tilanteissa ja että sijoitustoiminnan tuotto on pitkällä aikavälillä määrältään vastuuvelan tuottovaatimuksen suuruinen. Tähän Veritas pyrkii etenkin oikeanlaisilla allokaatiopäätöksillä. (Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 34.) Veritas kertoo tavoittelevansa sijoitustoiminnallaan parasta mahdollista tuottoa saavuttamalla sen erilaisista lähteistä. Se kuvaa sijoitustoimintansa olevan ammattimaista, itsenäistä ja vastuullista. (Tulostiedot ja sijoitukset.)

Veritaksen korkosijoitusten määrä on laskenut noin kymmenellä prosenttiyksiköllä 46,6 prosentista 36,3 prosenttiin vuodesta 2007 vuoteen 2019. Osakesijoitusten määrä on kasvanut vain muutaman prosenttiyksikön, joten vuonna 2019 se oli 39,7 prosenttia.

Kiinteistösijoitusten määrä on pysynyt samassa ollen noin 15 prosenttia molempina vuosina. Luokan muut sijoitukset määrä on kasvanut ja hedge-rahastosijoitusten määrä olikin vuonna 2007 ainoastaan 0,5 prosenttia ja vuonna 2019 se oli kasvanut 7,4 prosenttiin. (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4; Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2007.) Veritas onkin siirtänyt korkosijoituksiaan vaihtoehtoisin sijoituksiin kuten hedge-rahastosijoituksiin samalla pitäen kiinteistö ja osakesijoitusten määrän ennallaan.

Veritas kertoo muiden työeläkeyhtiöiden tapaan huolehtivansa sijoitustensa vastuullisuudesta ja ESG-näkökulmista. Myös Veritas uskoo vastuullisuuden nostavan tuottoja ja pienentävän riskejä pitkällä aikavälillä. Veritaksen tavoitteena on pyrkiä kohti hiilineutraalia sijoitussalkkua vuoteen 2035 mennessä siinä suhteessa kuin ympäristö sallii. (Vastuullinen sijoittaminen.) Tämä poikkeaa kahdesta suurimmasta työeläkeyhtiöstä, joiden tavoitteena on suoraan olla hiilineutraali sijoitussalkkunsuhteen vuonna 2035, kun taas Veritaksen lupaus on selkeästi varovaisempi. Veritas kertoo noudattavansa vastuullisen sijoittamisen sekä omistajaohjauksen periaatteitaan ja on myös allekirjoittanut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet (Vastuullinen sijoittaminen).

Veritas kertoo omistajaohjauksen ja sijoitustoimintansa taustalla olevan pyrkimys työeläkejärjestelmän rahoittaminen pitkällä aikavälillä. Veritas pyrkii tähän suorilla kotimaisilla ja muun EU:n osakesijoituksillaan sekä sijoittamalla vähintään osittain omistamiinsa kiinteistöyhteisöihin. Muut osakesijoitukset tehdään etupäässä sijoitusrahastojen avulla. Veritas näkee vastuullisuuden ja omistajaohjauksen kulkevan käsi kädessä. Veritas toimii omistajana pääsääntöisesti seuraamalla sijoitusstrategiansa suhteen tärkeitä asioita, vuoropuhelun avulla sekä äänestämällä. Veritas kuvaa sijoituspolitiikkansa olevan kauaskantoista, joten omistajana toiminta on aktiivista, mutta vain kun se nähdään tarpeellisenä ja mahdollisena. Se kertoo tarkkailevansa omistamiensa yritysten strategiaa, taloudellista onnistumista, riskien arvioimista, pääomarakennetta, vastuullisuutta ja hallinnointia. (Veritaksen omistajaohjauksen periaatteet.)

Veritas kertoi noteerattujen osakesijoitusten maantieteellisistä painotuksista suppeammissa kategorioissa kuin muut työeläkeyhtiöt. Sen ilmoittamat luokat olivat Suomi, muut euroalueen maat sekä muut alueet. Muut alueet pitää siis sisällään kaikki kehittyvät markkinat sekä loput kehittyneistä markkinoista. Verratessa vuosia 2007 ja 2019 keskenään ei alueellisissa painotuksissa ole ollut merkittävää eroa. Ainoastaan muun euroalueen kuin Suomen painotus on selkeästi kasvanut 19 prosentista 27 prosenttiin. Suomen osuus on hieman laskenut 33 prosentista 29 prosenttiin. Kuitenkin tarkastellessa myös

muita vuosia on alueellisessa jakaumassa ollut muutoksia. Vuonna 2009 oli suomalaisten osakkeiden osuus jopa 62 prosenttia ja muiden alueiden pois lukien euroalueen vain 16 prosenttia. Tämä johtui hyvin todennäköisesti finanssikriisin jälkeisestä epävarmuudesta. Myös vuonna 2012 suomalaisten osakkeiden osuus oli suurempi 43 prosentin osuudella ja lähes samassa tasossa olivat muut alueet 42 prosentilla, euroalueen osakkeiden osuuden ollessa 15 prosenttia. Tämä johtui todennäköisesti Euroopassa vallinneesta epävarmuudesta, joka aiheutui muun muassa Kreikan velkakriisistä. (Veritas vuosikertomus 2007, 39; Veritas vuosikertomus 2010, 35; Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 36; Veritas vuosikertomus 2012, 34.)

Veritaksella oli suurempiin toimijoihin Varmaan ja Ilmariseen verrattuna runsaasti vähemmän suoria noteerattuja osakesijoituksia vuonna 2019. Myös muita sijoituskohteita, kuten rahastosijoituksia oli määrältään huomattavasti vähemmän. (Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 19–22; Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 27–33; Ilmarisen toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 50–62.) Tämä johtuu hyvin todennäköisesti Veritaksen pienemmästä sijoitusvarallisuudesta ja resursseista. Veritas kuvaakin, että muut kuin suomalaiset osakesijoitukset tehdään pääasiassa osakerahastojen kautta. (Veritaksen omistajaohjauksen periaatteet.)

Veritaksen mukaan sen sijoitussalkussa on aina ollut suuri osuus kiinteistöissä (Veritas vuosikertomus 2018, 12). Veritaksella löytyy ilmeisimmin myös osaamista kiinteistösijoittamisesta, sillä keskimäärin tarkastellulla ajanjaksolla vuosina 2007–2019 ovat Veritaksen kiinteistösijoitukset tuottaneet 8 prosenttia eli parhaiten neljästä työeläkeyhtiöstä. Veritaksella oli vuonna 2019 enemmän kiinteistösijoituksia kuin muilla työeläkeyhtiöillä 15 prosentin osuudella markkina-arvoisesta perusjakaumastaan. Muilla työeläkeyhtiöillä luvut olivat 9,1–12,6 prosentin välillä. (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4.) Tarkasteltaessa aikaisemmin työssä esiteltyjä työeläkevakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitusten keskimääriä vuosien 2007–2019 välillä, voidaan todeta, että Veritaksella on ollut suurin osuus kiinteistösijoituksissa verrattuna muihin työeläkeyhtiöihin. Veritaksen kiinteistösijoitukset oli vuonna 2019 hajautettu tasaisesti erityyppisiin kiinteistöihin. Suurin osuus oli toimistokiinteistöissä, mutta asuin-, liike- ja hoivakiinteistöissä oli kaikissa lähes yhtä suuret osuudet eli noin 20 prosenttia. (Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 36–37.)

Vuonna 2019 Veritaksen joukkolainoista suurin osa eli puolet oli luokassa muut. Ilmeisesti tämä tarkoittaa, että luokka on alempi kuin BBB, sillä BBB-luokkaa parempien luokkien osuudet on ilmoitettu. (Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 36–37.) Vielä vuonna 2010 AAA-luokkaiset joukkolainat olivat enemmistössä 54 prosentin osuudella ja vuonna 2007 niiden osuus oli 51 prosenttia (Veritas vuosikertomus 2010, 35; Veritas vuosikertomus 2007, 39).

Veritas kommentoi vuoden 2015 vuosikertomuksen Toimitusjohtajan katsauksessaan, että työeläkejärjestelmän tulevaisuus on hyvin riippuvainen siitä, miten Suomen taloudella menee. Veritaksen silloinen toimitusjohtaja Jan-Erik Stenman huomauttaa samassa katsauksessa, että työeläkeyhtiöt ovat ikään kuin talouden moottoreita, sillä ne investoivat esimerkiksi kasvuyrityksiin ja asuntojen tuotantoon. Hän mainitsee myös, että Suomen eläkejärjestelmä on maailman mittakaavassa erinomaisimpia ja tehokkaimpia. Vuoden 2013 vuosikertomuksessaan Veritas kuvaa onnistuneen sijoitustoiminnan vaativan maailman ja tulevaisuuden ymmärtämistä. Veritas kertoo pyrkivänsä tähän suhteuttamalla omat sijoituspäätöksensä kartoittamalla ympäröivän maailman muutostrendejä ja taloutta maailmanlaajuisesti. Veritas kertoo varautuvansa tulevaisuuden vaihteleviin markkinatilanteisiin sijoitussalkkunsaa harkitulla hajauttamisella (Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 8). Vuosikertomuksessaan Veritas (2019, 2) kuvaa, että työeläkeala on kestäväällä pohjalla, joskin sitä tulee kehittää sijoitustuottoja kasvattamalla ja työuria pidentämällä.

6.7 Työeläkeyhtiö Elon sijoituspolitiikka

Työeläkeyhtiö Elo syntyi 1.1.2014, kun LähiTapiola Eläkeyhtiö ja Eläke-Fennia yhdistyivät (Tietoa Elostä). Tästä syystä Elon sijoituspolitiikkaa tarkastellaan vuodesta 2014 lähtien. Elolla oli sijoitusomaisuutta vuoden 2014 lopussa 19,6 miljardia euroa (Elon vuosikertomus 2014, 3). Vuonna 2019 Elolla oli sijoitusomaisuutta 25,3 miljardia euroa ollen näin keskikokoinen työeläkeyhtiö sijoitusvarallisuuden määrältään (Elo toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 7). Elon vakavaraisuuspääoma vuonna 2019 oli 5,1 miljardia euroa (Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 4). Vuonna 2014 Elon vakavaraisuuspääoman määrä oli noin 4,1 miljardia euroa (Elon vuosikertomus 2014, 17). Karkeasti laskettuna Elon sijoitusvarallisuus ja vakavaraisuuspääoma nousivat vuosina 2014–2019 viidenneksellä.

Vuonna 2014, jolloin Elo syntyi, se kuvasi sijoitustoimintansa tavoitteena olevan saavuttaa mahdollisimman hyvä tuotto kaikissa markkinaolosuhteissa pitkäjänteisesti ja näin omalta osaltaan huolehtia eläkkeiden riittävydestä. Elo nostaa esiin tärkeäksi riskienhallinnan nopeasti vaihtuvassa sijoitusympäristössä. Heti synnyttyään vuonna 2014 Elon tärkeimpänä tehtävänä oli allokaation muokkaus vastaamaan Elon sijoitusstrategiaa. Elo muun muassa muokkasi korkosalkkuaan siten, että valtiolainoja hajautettiin euroalueen ulkopuolelle. Osakesalkkua muokattiin siten, että eurooppalaisia omistuksia vähennettiin ja vastaavasti lisättiin osakeomistuksia Yhdysvaltoihin ja kehittyville markkinoille. (Elon vuosikertomus 2014, 15–17, 34.)

Elo kuvailee sijoitustoimintansa kulmakivinä olevan tuottavuus, turvaavuus ja vastuullisuus. Sen sijoitustoiminta on myös riippumatonta ja pitkään aikaväliin tähtäävää. Tämä pyritään saavuttamaan strategisella allokoinnilla sekä omaisuuslajien sijoituskohteiden onnistuneilla valinnoilla. Elo kuvailee riittävän vakavaraisuuden sallivan aktiivisen sijoituspolitiikan erilaisissa talousympäristöissä. Riskiä tarvitaan tuoton saavuttamiseksi, mutta sitä rajataan hajautuksella sekä vastuullisuudella. Sijoitustoiminnassa pyritään myös kustannustehokkuuteen koko sijoitusprosessissa erityisesti välttämällä ulkopuolisia tekijöitä sekä hyödyntämällä digitalisaatiota. (Sijoitukset.)

Elon sijoitusjakaumassa on ollut suuriakin muutoksia, vaikka tarkasteluajanjakso on ollut lyhyempi. Korkosijoitusten määrä on laskenut reilusti vuoden 2014 määrästä, joka oli 43,2 prosenttia ja vuonna 2019 ollen 32,3 prosenttia. Vastaavasti osakesijoitusten osuus on noussut huomattavasti vuoden 2014 luvusta, joka oli 32,9 prosenttia ja vuonna 2019 se oli jo 48,4 prosenttia ja näin ollen suurin osuus työeläkeyhtiöistä. Elon kiinteistösijoitusten määrä on laskenut maltillisesti vain puolitoista prosenttia vuonna 2019 ollen 12,2 prosenttia. Hedge-rahastosijoitusten määrä oli myös laskenut tarkasteluajanjaksolla kolmella prosenttiyksiköllä ollen vuonna 2019 noin seitsemän prosenttia. (Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4; Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2007.)

Elo kertoo toimivansa sijoitustoiminnassaan muiden työeläkeyhtiöiden tapaan vastuullisesti ja tarkastelevansa vastuullisuutta muun muassa ESG-näkökulmien kautta. Elo on sitoutunut esimerkiksi YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin yhdessä muiden työeläkevakuutusyhtiöiden kanssa. Lisäksi Elo tavoittelee vuoteen 2025 mennessä, että suuri osa sen sijoituksista edistää YK:n kestävä kehityksen tavoitteita. Elon strategia vastuulliselle sijoittamiselle on oman toiminnan vastuullisuus, kansainvälisten sääntöjen noudattaminen, omistajaohjaus ja vaikuttaminen sekä sijoitustensa vastuullisuuden

analysointi sijoitustoimintansa eri vaiheissa. (Vastuullisuus sijoitustoiminnassa.) Sijoitustoiminnassa vastuullisuus oli mukana jo, kun Elo syntyi vuonna 2014 (Elon vuosikertomus 2014, 17). Elo ei ole maininnut ilmastostrategiassaan pyrkimyksestä saavuttaa hiilineutraalia sijoitussalkkua vuoteen 2035 mennessä kuten muut työeläkeyhtiöt. Sillä on tosin lyhyemmän aikavälin tavoitteena vähentää vuosien 2019–2025 aikana noteerattujen osake- ja yrityslainasijoitusten hiili-intensiteettiä 25 prosentilla (Elon ilmastostrategia 2020–2025, 6).

Elo sitoo omistajaohjauksen periaatteissaan vahvasti omistajaohjauksen ja vastuullisuuden yhteen. Elo kertoo, että se vaatii omistamiltaan yrityksiltä, että ne toimivat vastuullisesti ja samalla osakkeenomistajien etu tavoitteenaan. Omistajaohjaus painottuu suoriin listattuihin osakkeisiin ja omistajaohjauksen periaatteet pätevät Suomessa ja ulkomailla. Pääsääntöisesti Elon omistajaohjauksen toimet näkyvät yhtiökokouksiin ja nimitystoimintoihin osallistumisena sekä vuoropuheluna yritysten johdon kanssa. Elo kiinnittää huomiota omistajaohjauksessaan myös hallituksen kokoonpanoon ja palkkioihin, pääomarakenteen muutoksiin, raportointiin, johdon palkitsemiseen sekä osakesarjoihin ja äänivaltaan. (Elon omistajaohjauksen periaatteet, 1–5.)

Elon noteerattujen osakesijoitusten alueellinen jakauma on pysynyt suhteellisen samanaikaisena vuosien 2014–2019 aikana. Tämä voi johtua lyhyemmästä tarkastelujaksosta kuin muilla työeläkeyhtiöillä. Suomen osuus on pysynyt noin 20 prosentissa, eurooppalaisten osakkeiden paino on vaihdellut 32 ja 40 prosentin välillä, yhdysvaltalaiset osakkeet ovat olleet reilussa 20 prosentissa, kehittyvät markkinat 14,2–21 prosentin välillä ja kategoriassa muut on ollut keskimäärin seitsemän prosenttia (Elon vuosikertomus 2014, 76; Elon vuosikertomus 2015, 74; Elon vuosikertomus 2016, 56; Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2017, 68; Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2018, 71; Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 71). Elolla oli vuonna 2019 useita satoja eri noteerattuja osakesijoituksia sekä Suomessa että muualla maailmassa (Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 31–46). Myös erilaisia korko-, osake-, pääoma-, kiinteistö- ja hedge-rahastoja oli useita satoja erilaisia (Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 46–54).

Vuonna 2019 joukkovelkakirjojen luottoluokitusjakauma oli seuraavanlainen: suurin osuus eli 36,8 prosenttia oli BBB-luokituksen lainoissa, 25,5 prosenttia sen alle, 20,5 prosenttia AAA-luokituksen ja loput 17,1 prosenttia AA- tai A-luokituksen joukkolainoissa (Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 71). Vuonna 2017 AAA-luokituksen lainoissa

oli 32 prosenttia joukkolainoista ja suurin osuus BBB-luokassa 41 prosenttia (Elo Toimintakertomus ja tilinpäätös 2017, 68). Elon joukkovelkakirjalainoista vuonna 2014 oli AAA-luokituksen omaavia 37 prosenttia, BBB 25 prosenttia ja alle BBB:n 13 prosenttia ja AA-tai A-luokituksella 25 prosenttia (Elon vuosikertomus 2014, 76). Luottoluokitusten taso on laskenut selvästi vuosien 2014 ja 2019 välillä. Elo ei ole ilmoittanut kiinteistösijoitustensa hajautuksia.

Elo kuvailee toimintaympäristönsä haasteita liittyen sijoitustoimintaansa olevan työn murros, yhteiskunnan digitalisoituminen, ilmastonmuutos sekä haasteellinen talousympäristö (Tietoa Elostä). Elo totesi Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019 (4), että Eläketurvakeskuksen mukaan alentunut syntyvyys vaikuttaa eläkejärjestelmän jatkuvuuteen. Elo pitää työeläkeyhtiönä suurimpana riskinään vakavaraisuuden kontrollointia ja siihen merkittävimmin vaikuttava asia on sijoitustoiminnasta saatavat tuotot (Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2019, 8).

7 Päätelmät

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli selvittää, miten Suomen työeläkeyhtiöt ovat onnistuneet sijoitustoiminnassaan vuosien 2007–2019 aikana ja mitkä tekijät siihen ovat vaikuttaneet. Seuraavaksi käydään läpi opinnäytetyön tutkimuskysymyksiin saadut vastaukset ja tutkimuksen tuloksista syntyneitä johtopäätöksiä sekä mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita. Ensin kuvataan tutkimuksen ensimmäisen osan ja seuraavaksi toisen osan johtopäätökset ja näiden yhteenveto. Lopuksi kommentoidaan opinnäytetyön validiteettia ja reliabiliteettia.

7.1 Päätelmät työeläkeyhtiöiden sijoitustuotoista verrattuna markkinaan

Tämän opinnäytetyön ensimmäinen tutkimuskysymys, johon haettiin vastausta, oli: miten työeläkeyhtiöiden sijoitukset omaisuuslajeittain ovat pärjänneet keskimääräiselle markkinatuotolle ja onko työeläkeyhtiöiden tuottojen välillä ollut eroja? Tähän tutkimuskysymykseen haettiin vastausta tutkimuksen ensimmäisessä osassa luvussa viisi, jossa työeläkeyhtiöiden sijoitustuottoja omaisuuslajeittain verrattiin markkinaa kuvaavaan indeksiin.

Tutkimuksessa selvisi, että keskimäärin työeläkeyhtiöiden korkosijoitukset olivat pärjänneet hyvin verrattuna markkinaa tutkitulla aikavälillä vuosina 2007–2019. Työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten tuotto on keskimäärin ollut 3,3 prosenttia ja markkinaa kuvaavan indeksin 3,6 prosenttia. Työeläkeyhtiöistä parhaiten oli keskimäärin pärjännyt Veritas hieman indeksiä paremmin 3,7 prosentin keskimääräisellä tuotolla. Ilmarisen korkosijoituksissa on ollut eniten volatilitteettia. Indeksillä on ollut pienempi volatilitteetti kuin työeläkeyhtiöiden korkosijoituksissa. Tämä johtui todennäköisesti työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten luottoluokitusten laskusta tutkittavalla ajanjaksolla, joka selvisi tutkittaessa työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa.

Työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten sekä markkinaa kuvaavan indeksin tuottojen määrä oli vaihdellut suuresti vuosien aikana. Työeläkeyhtiöiden keskimääräinen osakesijoitusten tuotto on ollut matalampaa kuin markkinaa kuvaavan osakeindeksin tarkasteluajanjaksolla, vaikka työeläkeyhtiöiden osakesijoituksissa on ollut mukana myös suuremman volatilitteetin noteeraamattomia osake- sekä pääomasijoituksia. Markkina on tuottanut keskimäärin 8,6 prosenttia ja työeläkeyhtiöt yhteensä keskimäärin 7,7 prosenttia. Elon osakesijoituksissa on ollut poikkeuksellisen hyvä keskimääräinen tuotto, mutta se johtuu lyhyemmästä mittausajanjaksosta. Veritaksen osakesijoitusten tuotto on ollut keskimäärin kaikista alhaisin 7,2 prosentin tuotolla ja sen osakesijoituksissa on ollut suurimmat kurssilaskut. Työeläkeyhtiöiden osakesijoitusten alueelliset jakaumat poikkesivat toisistaan ja vaikuttivat todennäköisesti myös tuottoihin.

Kiinteistösjoitukset ovat olleet tarkasteluajanjaksolla tasaisen positiivisesti tuottavia. Markkinaa kuvaavan kiinteistöindeksin vuosituotto ei ollut kertaakaan negatiivinen ja työeläkeyhtiöilläkin tuotto oli huomattavasti vähemmän negatiivinen kuin muilla omaisuuslajeilla. Kiinteistöindeksi tuotti tarkasteluajanjaksolla paremmin kuin työeläkeyhtiöt keskimäärin. Kiinteistöindeksin tuotto oli 6,4 prosenttia ja työeläkeyhtiöiden 5,6 prosenttia. Varman kiinteistösjoitukset tuottivat heikoiten. Veritaksen kiinteistösjoitusten tuotto oli selvästi paras työeläkeyhtiöistä sekä selvästi parempi kuin kiinteistöindeksi kahdeksan prosentin keskimääräisellä vuosituotollaan.

Työeläkeyhtiöiden hedge-rahastosijoitukset pärjäsivät keskimäärin markkinaa paremmin tutkimusajanjaksolla. Markkinaa kuvaava indeksin keskimääräinen tuotto oli negatiivinen eli -0,8 prosenttia ja työeläkeyhtiöillä 2,7 prosenttia. Markkinaa heikommin pärjäksi kuitenkin Veritas. Varman hedge-rahastosijoitusten keskimääräinen 6,1 prosentin tuotto oli paras työeläkeyhtiöistä.

Kaiken kaikkiaan työeläkeyhtiöt ovat pärjänneet sijoitustoiminnassaan kohtuullisesti, mutta hieman markkinaa huonommin. Keskimäärin työeläkeyhtiöiden korko-, osake- ja kiinteistösijoitukset ovat pärjänneet hieman heikommin kuin keskimääräinen markkinatuotto, mutta ero on ollut vain vajaa prosentin. Hedge-rahastosijoituksissa kolme työeläkeyhtiötä neljästä peittosi keskimääräisen markkinatuoton. Työeläkeyhtiöiden sijoitusten onnistumisissa on kuitenkin ollut suuriakin eroja työeläkeyhtiöiden välillä.

7.2 Päätelmät työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikasta

Tutkimuksen toinen osa eli luku kuusi koski työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikan tutkimus nähtiin olennaiseksi asiaksi tutkittaessa työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumista, sillä sijoituspolitiikka raamittaa työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa. Sitä tutkittiin perustutkimuksena eli haluttiin selvittää, minkälaista se on, mitkä tekijät ovat siihen vaikuttaneet, onko työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikan välillä ollut eroja ja minkälaisia muutoksia havaittiin ajan kuluessa. Nämä olivat tämän opinäytetyön tutkimuskysymyksiä. Sijoituspolitiikkaan liittyvinä tutkimuskysymyksinä olivat myös, onko sijoituspolitiikalla ollut vaikutusta sijoitustoiminnan onnistumiseen ja miltä työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminta vaikuttaa tulevaisuudessa.

Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa tarkasteltaessa pyrittiin vastaamaan tutkimuskysymyksiin teoriaosuudesta nousseiden seikkojen perusteella. Teoriaosuudesta ilmeni sijoituspolitiikkaa tutkittaessa olennaisimmiksi käsiteltäviksi asioiksi sijoitusvarallisuuden ja vakavaraisuuspääoman määrä, työeläkeyhtiöiden itsensä kertomat asiat sijoituspolitiikastaan ja -strategiastaan, sijoitusten omaisuuslajijakauma eli allokaatio ja sen muutokset, vastuullisuus, omistajaohjauksen periaatteet ja sijoitusten tarkempi jakauma esimerkiksi maantieteellisesti.

Työeläkeyhtiöistä Varma ja Ilmarinen ovat suurimmat, Elo keskikokoinen ja Veritas selvästi pienin. Tarkasteltuajanjaksolla kaikkien sijoitusvarallisuus ja vakavaraisuuspääoman määrä kasvoivat. Osa työeläkeyhtiöistä koki fuusioita tarkastellulla ajanjaksolla. Esimerkiksi Ilmarinen yhdistyi Eteran kanssa vuonna 2018 ja Elo syntyi vasta vuonna 2014 kahden työeläkeyhtiön yhdistymisestä (Ilmarisen vuosi 2018; Tietoa Elosta).

Kaikilla työeläkeyhtiöillä vaikutti olevan omanlaisensa perusallokaatio eli omaisuuslajijakauma. Ilmarisen jakauma oli perinteisen korko- ja osakepainotteinen, kuitenkin osakesijoituksiin selvästi painottuva. Varma luotti tasaisemmin eri omaisuuslajeihin, mutta sillä oli suurin osuus työeläkeyhtiöistä hedge-rahastosijoituksissa. Veritaksen jakauma oli selvästi korkopainotteinen ja sillä oli työeläkeyhtiöistä suurin paino kiinteistösijoituksissa. Elon jakauma oli myös tasaisempi Varman tapaan, mutta sen osakepaino oli suurin työeläkeyhtiöistä vuonna 2019.

Työeläkeyhtiöiden yhteenlaskettua omaisuuslajijakaumaa eli perusallokaation muutoksia vuosina 2007–2019 tutkittaessa huomattiin, että keskimäärin työeläkeyhtiöt ovat vähentäneet korkosijoituksiaan ja nostaneet osakesijoitusten määrää. Kiinteistö- ja hedge-rahastosijoitusten määrä ei ole muuttunut voimakkaasti, kiinteistösijoitusten määrä on hieman laskenut ja hedge-rahastosijoitusten määrä on hieman noussut ollen vuonna 2019 molemmissa noin 10 prosentissa. Omaisuuslajijakauman muutokset ovat johtuneet erityisesti sijoitusympäristön muutoksista, joihin työeläkeyhtiöt ovat reagoineet jakauman muutoksilla. Esimerkiksi finanssikriisi vaikutti myös muun muassa maantieteellisiin jakaumiin omaisuuslajijakaumien lisäksi. Pitkään jatkunut matala korkotaso on siirtänyt työeläkeyhtiöiden korkosijoituksia suuremman tuoton perässä osakesijoituksiin. Työeläkeyhtiöt näkevät itse myös tämän kehityksen jatkuvan ainakin lähitulevaisuudessa. Sijoitusympäristöllä on siis suuri vaikutus sijoitustoiminnan muutoksiin sekä sijoitustoiminnan onnistumiseen. Sijoitusympäristön muutoksista johtuen työeläkeyhtiöt ovat jonkin verran muuttaneet sijoituspolitiikkaansa.

Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikassa vaikuttaa olevan paljon yhtäläisyyksiä, mutta niistä löytyi erojakin. Veritaksen sijoituspolitiikka tuntui eroavan eniten muista työeläkeyhtiöistä. Sillä on selvästi suurin painotus korko- ja kiinteistösijoituksissa ja pienin paino osakesijoituksissa työeläkeyhtiöistä. Veritas poikkesi myös muista työeläkeyhtiöistä omaisuuslajijakauman muutoksella tutkittavalla ajanjaksolla. Sen korkosijoitusten määrä laski kuten muilla, mutta se ei juurikaan lisännyt osake- tai kiinteistösijoitustensa painoa, vaan siirtyi enemmänkin vaihtoehtoihin sijoituksiin, kuten hedge-rahastosijoituksiin.

Muitakin eroja löytyy työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikan vertailusta. Varman hedge-rahastosijoitusten määrä nousi selvästi keskivertoa enemmän tarkasteluajanjakson aikana ja sillä oli myös niitä jakaumassaan enemmän kuin muilla työeläkeyhtiöillä. Elon synnytyä vuonna 2014, se muokkasi sijoituksiaan heti riskipitoisemmiksi. Elo oli ainoa työeläkeyhtiöistä, joka kertoi hyödyntävänsä sijoitustoiminnassaan digitaalisuutta. Ilmarisen

kiinteistösijoitusten politiikka poikkesi muista. Se kertoi tavoittelevansa ulkomaisten kiinteistösijoitusten osuudeksi 40 prosenttia. Noteerattujen osakesijoitusten alueellinen jakauma muuttui lähes kaikilla työeläkeyhtiöillä tarkasteluajanjakson aikana. Tässä työeläkeyhtiöt kuitenkin poikkesivat toisistaan. Elon maantieteellinen jakauma ei juurikaan muuttunut. Varmalla ja Ilmarisella oli edelleen vuonna 2019 suurin painotus Suomessa. Varma ja Ilmarinen nostivat selvästi yhdysvaltalaisen osakkeiden painoa. Varma laskin muiden eurooppalaisten osakkeiden painoa, kun taas Veritas nosti, pitäen muut alueelliset painotukset lähes samassa.

Pienemmät työeläkeyhtiöt Elo ja Veritas raportoivat suppeammin sijoitustensa jakamista. Elo ei ollenkaan ilmoittanut kiinteistösijoitustensa hajautuksia ja Veritaksen noteerattujen osakesijoitusten maantieteellisen jakauman luokat olivat huomattavasti suppeammat kuin muilla. Tämä vaikeutti sijoituspolitiikan vertailua. Kaikkien työeläkeyhtiöiden korkosijoitusten joukkovelkakirjalainojen luottoluokitukset laskivat selvästi tarkasteluajanjakson aikana. Tämä johtui pitkään jatkuneesta alhaisesta korkotasosta, jolloin korkosijoitusten tuottoja jouduttiin hakemaan myös riskillisemmistä joukkolainoista. Suurimmat painot työeläkeyhtiöiden kiinteistösijoituksista oli toimisto- ja asuinkiinteistöissä.

Työeläkeyhtiöt nostivat itse sijoitustoimintansa tavoitteista ja sijoituspolitiikastaan esiin samansuuntaisia asioita. Kaikki kertoivat sijoitustoimintansa olevan pitkäjänteistä toimintaa, jolla turvataan tulevien eläkkeiden maksaminen. Sijoitustoiminnan tavoitteena on paras mahdollinen tuotto, kuitenkin varovaisella riskinotolla ja osa mainitsi myös kustannustehokkuuden. Kaikki kertoivat saavuttavansa nämä tavoitteet erityisesti laajalla hajautuksella, strategisella allokoinnilla ja vastuullisuudella. Samat asiat tulivat esille myös opinnäytetyön teoriaosuudessa sijoitustoiminnan onnistumiseen vaikuttavissa asioissa.

Vastuullisuus ja siitä raportoiminen olivat lisääntyneet tarkastellun ajanjakson aikana. Vastuullinen sijoittaminen on lisääntynyt muutenkin, joten on luonnollista, että työeläkeyhtiöt kiinnittävät sijoitustoiminnassaan enemmän huomiota vastuullisuuteen. Kaikki työeläkeyhtiöt kertoivat myös sijoitustoimintansa vastuullisuudesta. Eroavaisuuksia löytyi kuitenkin. Suurimmat työeläkeyhtiöt Varma ja Ilmarinen tavoittelevat hiilineutraalia sijoitussalkkua vuoteen 2035 mennessä. Pienemmät Elo ja Veritas eivät ole lupautuneet samaan tavoitteeseen, mutta kertoivat pyrkivänsä lisäämään hiilineutraaliuttaan. Tämä johdetaan erittäin todennäköisesti kahden pienemmän työeläkeyhtiön koosta. Niillä ei ole käytävissä samanlaisia resursseja kuin suuremmilla. Varmalla tuntui olevan työeläkeyhtiöistä eniten ilmastoasiat erityishuomioissa. Ilmarinen korosti ESG-näkökulmia. Kaikki

työeläkeyhtiöt ovat sitoutuneet muun muassa YK:n Vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin. Työeläkeyhtiöiden omistajaohjauksen periaatteet vaikuttivat samantyyppisiltä, etenkin Elon ja Ilmarisen osalta. Suurimmilla työeläkeyhtiöillä Varmalla ja Ilmarisella oli merkittävät sijoitukset Suomeen, joiden osuudet tosin laskivat tarkasteluajanjaksolla.

Tutkimuksessa selvitettiin myös, miltä työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tulevaisuus vaikuttaa. Työeläkeyhtiöt nostivat eläkejärjestelmän haasteiksi alhaisen syntyvyyden, vähäisen maahanmuuton ja korkean työttömyyden. Elo mainitsi myös haasteina työn murroksen, digitalisaation ja ilmastonmuutoksen. Kaikki olivat yhtä mieltä siitä, että eläkejärjestelmää tulee kehittää. Keinoiksi nimettiin esimerkiksi työurien pidentäminen ja sijoitustoiminnan tuottojen lisääminen osakepainon nostamisella sekä vaihtoehtoisten sijoitusten lisäämisellä. Sijoitusympäristön haasteina nähtiin pitkään jatkunut nollakorkoinen ympäristö sekä sijoituskohteiden korkeat hinnat ja siten tulevaisuuden matalat tuotot. Työeläkeyhtiöt näkivät itsensä Suomen talouden moottoreina, jotka sijoittavat suomalaiseseen yhteiskuntaan. Toisaalta kuitenkin Suomen taloudellinen tilanne vaikuttaa suuresti työeläkeyhtiöihin.

7.3 Yhteenveto

Tutkimuksen perusteella vaikuttaa siltä, että valittu sijoituspolitiikka ja siitä etenkin omaisuuslajijakauma vaikuttaa ainakin jonkin verran työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumiseen. Tutkimuksessa selvisi, että Veritaksen korko- ja kiinteistösijoitukset ovat pärjänneet parhaiten tutkittavalla ajanjaksolla. Niiden keskimääräinen tuotto on ollut markkinaa ja muita työeläkeyhtiöitä parempaa. Veritaksella on ollut selvästi suurin osuus sijoitusjakaumastaan keskimäärin korkosijoituksissa ja suurin osuus työeläkeyhtiöistä kiinteistösijoituksissa. Veritaksen osakesijoitukset tuottivat heikoiten työeläkeyhtiöistä, ja sillä oli myös niistä pienin osuus osakesijoituksissa. Varma oli onnistunut hedge-rahastostrategiassaan saaden keskimäärin lähes seitsemän prosenttia parempaa keskimääräistä tuottoa kuin markkina ja Varmalla oli niitä eniten jakaumassaan muihin työeläkeyhtiöihin verratessa. Ilmarisen osakesijoitukset tuottivat parhaiten tarkasteluajanjaksolla ja sillä oli niitä keskimäärin suurin osuus sijoitusjakaumastaan.

Vaikuttaisi siltä, että omaisuusluokan sijoitusosuuden määrällä ja tuotolla voisi olla jonkinlainen positiivinen korrelaatio keskenään. Toisin sanoen työeläkevakuutusyhtiön omaisuusluokan määrän kasvaessa, kasvaa sen tuottokin. Jatkotutkimuksen aiheena

voisikin tutkia korrelaatiota työeläkevakuutusyhtiöiden omaisuusjakauman määrän ja tuoton yhteydellä.

Vaikuttaisi myös siltä, että työeläkeyhtiön koolla on merkitystä työeläkeyhtiön sijoituspolitiikassa ja sijoitusten onnistumisessa. Veritas, joka on pienin työeläkeyhtiö, poikkesi eniten sijoituspolitiikaltaan tutkituista työeläkeyhtiöistä. Veritaksen muista poikkeava sijoituspolitiikka johtuu todennäköisesti sen pienestä koosta, jonka johdosta muun muassa sen omaisuuslajijakauma on maltillisempi kuin muilla ja se joutuu etsimään tuottoja vaihtoehtoisista kohteista. Suuri koko ja siten suurempi vakavaraisuuspääoma mahdollistaa suuremman riskinoton sijoitustoiminnassa. Toisaalta juuri vakavaraisuuspääomavaatimus sitoo työeläkeyhtiötä ja estää niitä ottamasta enemmän riskiä sijoitustoimintansa. Työeläkejärjestelmää onkin kritisoitu työeläkeyhtiötä sitovasta vakavaraisuusvaatimuksista ja sen myötä matalista sijoitustuotoista. Olisi mielenkiintoista nähdä, minkälaista työeläkeyhtiöiden tuotot ja sijoitustoiminta olisivat ilman vakavaraisuusvaadetta. Tässä opinnäytetyössä työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tuottoja verrattiin nimenomaan vertailuindekseihin, jotka ovat samankaltaisia kuin työeläkeyhtiöiden sijoitukset. Näin ollen tuottovertailun tuloksena olleet pienehköt erot tuottojen suuruuksissa eivät ole yllättäviä. Työssä ei otettu siis kantaa siihen, minkälaisia sijoitustuottoja markkinoilta olisi mahdollista saada muunlaisilla sijoituskohteilla.

Tutkimuksen tulokset tukivat teoriaosassa kuvattua Jordàn ym (2019) tekemää tutkimusta, jonka mukaan kiinteistösijoitusten tuotto on vain hieman pienempi kuin osakesijoitusten, mutta niiden volatiliteetti on paljon vähäisempi. Näin ollen myös työeläkeyhtiöiden kannattaisi harkita kiinteistösijoitusten lisäämistä salkkuihinsa, sillä näin ne saisivat riittävää tuottoa pienemmällä riskillä.

Kaiken kaikkiaan työeläkeyhtiöt onnistuivat kohtuullisen hyvin sijoitustoiminnassaan, vaikka sijoitustuotot keskimäärin olivat hiukan heikommat kuin markkinatuotto, mutta ero oli vain alle prosentin. Tosin työeläkeyhtiöiden välillä oli suuriakin eroja onnistumisessa. Työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikka vaikutti sijoitusten onnistumiseen. Onnistumiseen vaikutti etenkin työeläkeyhtiön koko ja valittu omaisuuslajijakauma.

7.4 Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti

Tutkimusten reliabiliteetti tarkoittaa tutkimuksen menetelmän luotettavuutta eli vahvistaisiko uusintamittaus tulokset (Kananen 2014, 147). Tutkimuksen reliabiliteetti on hyvä.

Tutkimusosio muodostui kahdesta osasta. Ensimmäinen tutki työeläkeyhtiöiden sijoitus-
tuottoja omaisuuslajeittain verrattuna markkinatuottoon ja jälkimmäinen työeläkeyhtiöi-
den sijoituspolitiikkaa. Tutkimuksen ensimmäiseen osioon käytetty numeerinen aineisto
on muuttumaton tutkittavalla ajanjaksolla eli vuosina 2007–2019. Numeerinen aineisto
on kerätty ja tutkittu huolellisesti, joten se voidaan toistaa uudestaan samanlaisena sa-
malla menetelmällä muuttumattomin tuloksin. Tutkimuksen ensimmäisen osion tulokset
eivät muutu, mikäli tutkimus toistetaan samanlaisena.

Tutkimuksen toinen osio työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikasta on toteutettu eri tavalla.
Tutkimuksen toisen osion tiedot on kerätty muun muassa tutkimalla työeläkeyhtiöiden
toimintakertomuksia ja tilinpäätöksiä sekä vuosikertomuksia. Tutkimuksesta esiin nostet-
ut asiat ovat tutkijan mielestä olennaisia ja sellaisia, mitkä ovat nousseet esiin tutkimuk-
sen teoreettisessa viitekehyksessä. Tutkimuksen tekijä on käsitellyt tietoja mahdollisim-
man objektiivisesti ja tasapuolisesti. Mikäli tutkimus toistettaisiin analysoimalla työeläke-
yhtiöiden tuottamaa materiaalia samalla tavoin ja samat tärkeät asiat mielessä, olisi tut-
kimus todennäköisesti hyvin samankaltainen. Se ei kuitenkaan todennäköisesti olisi täy-
sin samanlainen, sillä tutkimuksen asiat on valittu kuitenkin tutkimuksen tekijän nosta-
mista kohdista ja ne voisivat hieman poiketa toisen tekijän tekeminä.

Tutkimuksen validiteetti tarkoittaa tutkimuksessa saatujen tulosten pätevyyttä eli tutkit-
tiinko oikeita asioita (Kananen 2014, 147). Tutkimuksen validiteetti on hyvä. Tutkimuksen
ensimmäisen osion tulokset kertovat hyvällä validiteetilla, miten työeläkeyhtiöt onnistui-
vat sijoitustoiminnassaan omaisuuslajeittain. Tutkimuksen markkinatuottoa kuvaavat in-
deksit olivat merkittävästi tutkimuksen validiteettiin vaikuttava seikka. Indeksien valitse-
miseen käytettiin aikaa ja jokaisen käyttöä perusteltiin huolellisesti tutkimusosion alussa.
Valitut indeksit ovat päteviä tutkimuksen vertailuindekseiksi, joten tutkimustulokset ovat
siltä osin valideja. Tutkimuksen validiteettiin on saattanut vaikuttaa tutkimusajankohta,
koska mikäli tutkimus olisi toistettu samanlaisena eri ajankohtana, olisivat tulokset voi-
neet olla erilaisia. Tutkimuksen ajankohdan validiteettia pyrittiin parantamaan suhteelli-
sen pitkällä tutkittavalla ajanjaksolla, jotta esimerkiksi lyhyen aikavälin vaihtelut eivät vai-
kuttaisi tuloksiin olennaisesti. Valittu tutkimusmenetelmä on tutkimuksen validiteetin kan-
nalta hyvä, koska se tuotti sekä vertailtavaa aineistoa että keskimääräistä lukuja, joiden
molempien käyttö oli perusteltua. Toisenlainen lukujen käyttö eli esimerkiksi vaihtoehtoi-
nen laskutapa olisivat myös olleet mahdollisia ja tulokset olisivat olleet todennäköisesti
myös silloin valideja.

Tutkimuksen toinen osio käsitteli työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa samalla ajanjaksolla vuosina 2007–2019. Tutkimusaineistona olivat pääasiassa työeläkeyhtiöiden tuottamat vuosikertomukset, tilinpäätökset ja toimintakertomukset. Näistä olennaisiksi asioiksi tutkimuksen kannalta tutkimustuloksiin nostettiin opinnäytetyön teoreettisessa viitekehyksessä nousseet asiat. Teoreettisessa viitekehyksessä käytettiin laajaa ja monipuolista lähdemateriaalia. Tutkimuksen kohteena olevia työeläkeyhtiöiden julkaisuja tarkasteltiin objektiivisesti ja huolellisesti, jotta tulokset olisivat mahdollisimman valideja ja puolueettomia. Tutkimusmenetelmällä saatiin saatavilla olevista tiedoista mahdollisimman objektiivista ja validia.

Saadut tulokset kertovat työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan onnistumisesta sekä siitä, miten työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikka on siihen vaikuttanut. Tutkimuksen saturaatio on hyvä, tieto ei juuri lisääntyisi lisädatan keruusta huolimatta. Tutkimuksen ensimmäisen osion osalta kaikki tiedot sekä indekseistä että työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnasta omaisuuslajeittain on kerätty tutkimuksen tarkasteluajanjaksolta. Myös toinen osio on käsitelty kattavasti käymällä läpi kaikkien neljän työeläkeyhtiön julkaisemat vuosikertomukset, tilinpäätökset ja toimintakertomukset sekä internet-sivut tutkimuksen tarkasteluajankohdan 2007–2019 osalta. Näin ollen työeläkeyhtiöiden sijoituspolitiikkaa ei niiden omista julkaisusta voisi juuri enempää tutkia. Tutkimusten kulku on dokumentoitu ja käytetyt menetelmät ja ratkaisut on perusteltu läpi työn.

Lähteet

Aaltonen, Mika 2019. Huomisen yhteiskunta – olosuhteet hyvinvoinnille. Alma Talent, Helsinki. [https://bisneskirjasto-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/CABBHXDTEB#/kohta:3.\(\(20\)\(\(a0\)\(\(20\)SUOMI\(\(20\):3.2\(\(20\)Suomen\(\(20\)el\(\(e4\)kej\(\(e4\)rjestelm\(\(e4\)\(\(20\)/piste:b1956](https://bisneskirjasto-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/CABBHXDTEB#/kohta:3.((20)((a0)((20)SUOMI((20):3.2((20)Suomen((20)el((e4)kej((e4)rjestelm((e4)((20)/piste:b1956). Luettu 29.10.2020.

Alexeev, Vitali & Tapon, Francis 2013. Equity Portfolio Diversification: How Many Stocks are Enough? Evidence from Five Developed Markets. Discussion Paper Series 2013–16. University of Tasmania, Tasmanian School Of Business and Economics. https://eprints.utas.edu.au/17313/1/2013-16_Alexeev_and_Tapon_-_Equity_portfolio_diversification.pdf. Luettu 19.11.2020.

Ambachtsheer, Keith 2013. Suomen eläkejärjestelmän arvio, osa 2. Suomen Eläkejärjestelmä: Instituutorakenne ja hallinto. Eläketurvakeskus. <https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/129162/SuomenelakejarjestelmaInstituutorakennejahallinto.pdf?sequence=1>. Luettu 8.12.2020.

Bergring, Niina 2020. Eläkevarojen sijoittamisen ohjaaminen työeläkevakuutusyhtiössä. Teoksessa Poutiainen, Eeva & Tenhunen, Sanna (toim.) Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus, 133–158. <https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/140130/Sijoitustoiminta-Suomen-tyoelakejarjestelmassa.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu 8.12.2020.

Bloomberg Barclays Methodology. Bloomberg Barclay. Päivitetty 21.4.2020. <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/Bloomberg-Barclays-Methodology1.pdf>. Luettu 23.1.2021.

Chen, James 2020. Bloomberg Barclays Aggregate Bond Index. Investopedia. Päivitetty 24.11.2019. <https://www.investopedia.com/terms/l/lehmanaggregatebondindex.asp>. Luettu 19.1.2021.

Damodaran, Aswath 2012. Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work. 2. uud. painos. John Wiley & Sons, New Jersey.

Elo, Henri 2020. Analyysi: Pörssi hyrrää jo liian korkealla. Salkunrakentaja. Päivitetty 27.8.2020. <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/08/analyysi-porssi-kerkealla/>. Luettu 23.11.2020.

Elo, Henri & Saarhelo, Jari 2018. Osakesijoittajan maailmanvalloitus. Alma Talent, Helsinki. <https://ezproxy.metropolia.fi/login?url=https://bisneskirjasto.almatalent.fi/teos/18bi435164>. Luettu 13.11.2020.

Elon ilmastostrategia 2020–2025. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/2020/elo_ilmastostrategia_2020-2025.ashx. Luettu 26.3.2021.

Elon omistajaohjauksen periaatteet. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/elo_omistajaohjauksen_periaatteet.ashx?la=fi-fi&hash=D012715114D129764C8AA1B2664D88B166769583. Luettu 29.3.2021.

Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2017. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2017/elo_toimintakertomus_ja_tilinpaaatos_2017.ashx?la=fi-fi&hash=3D88E209F37BFC6478724094ADA305377F248793. Luettu 27.3.2021.

Elon toimintakertomus ja tilinpäätös 2018. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2019/elo_toimintakertomus_ja_tilinpaaatos_2018.ashx?la=fi-fi&hash=D5E0DB607282892EDD0D526483AC8DF653629588. Luettu 27.3.2021.

Elo toimintakertomus ja tilinpäätös 2019. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2020/elo_toimintakertomus_ja_tilinpaaatos_2019.fi.ashx. Luettu 15.3.2021.

Elon vuosikertomus 2014. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2014/elonvuosikertomus2014_interakt.ashx?la=fi-fi&hash=AAD7598774EF5C68A31D9BD37EB878E42CD1BE3B. Luettu 27.3.2021.

Elon vuosikertomus 2015. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2015/elon-vuosikertomus-2015_interactive.ashx?la=fi-fi&hash=9BFA987A7EBD96A372245806EFF199E8A3E84AA2. Luettu 27.3.2021.

Elon vuosikertomus 2016. Elo. https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2016/elo_vuosiraportti_2016.ashx?la=fi-fi&hash=31EB3D364DE82AE3690F48D449531789A2D240F7. Luettu 27.3.2021.

Elon vuosi 2019. Elo. <https://www.elo.fi/tietoa-elosta/tulostiedot-ja-vuosikertomukset/elon-vuosi-2019>. Luettu 28.11.2020.

Eläkelaitosten vakavaraisuus. Eläketurvakeskus. <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/sijoitustoiminta/elakelaitosten-vakavaraisuus/>. Luettu 28.11.2020.

Eläkevarat yksityisalojen eläkelaitoksissa. Eläketurvakeskus. <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/sijoitustoiminta/elakevarat-yksityisalojen-elakelaitoksissa/>. Luettu 8.11.2020.

Erilaiset työeläkevakuuttajat. Työeläkevakuuttajat TELA ry. https://www.tela.fi/erilaiset_vakuuttajat. Luettu 8.11.2020.

Erkkilä, Jorma 2020. Rahoitustutkija: Perinteinen ja suosittu sijoitussalkun hajauttamisen strategia ei enää toimi. Salkunrakentaja. Päivitetty 9.2.2020. <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/02/sijoitussalkku-hajauttaminen-ei-toimi/>. Luettu 5.12.2020.

Etelävuori, Minna 2019. Onko osakesijoittaminen vaikeaa? Pörssisäätiö. Päivitetty 3.9.2019. <https://www.porssisaatio.fi/blog/2019/09/03/onko-osakesijoittaminen-vaikeaa/>. Luettu 19.11.2020.

Fabozzi, Frank J. & Markowitz, Harry M. 2011. The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies. 2. uud. painos. John Wiley & Sons, New Jersey.

Factsheet Global Aggregate. Bloomberg Barclays Indices Fact Sheets and Publications. Bloomberg. Päivitetty 24.8.2016. <https://data.bloomberglp.com/indices/sites/2/2016/08/Factsheet-Global-Aggregate.pdf>. Luettu 24.1.2021.

Goebel, Roman 2020. Eläkejärjestelmien rahoitustavat Suomessa. Teoksessa Poutiainen, Eeva & Tenhunen, Sanna (toim.) Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus, 73–99. <https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/140130/Sijoitustoiminta-Suomen-tyoelakejarjestelmassa.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu 1.12.2020.

Gurdus, Lizzy 2020. The 60–40 portfolio just doesn't 'cut it anymore' in this market, Wharton's Jeremy Siegel says. CNBC. Päivitetty 8.2.2020. <https://www.cnbc.com/2020/02/08/whartons-jeremy-siegel-60-40-portfolio-doesnt-cut-it-anymore.html>. Luettu 28.11.2020.

Hedgerahastot - Mystisen alphan metsästäjät. 2015. Sijoitustieto. Päivitetty 14.7.2015. <https://www.sijoitustieto.fi/sijoitusartikkelit/hedgerahastot-mystisen-alphan-metsastajat>. Luettu 5.12.2020.

Heikinheimo, Henri 2020. Maailman tärkeimmät indeksit ja niihin sopivat ETF:t. Päivitetty 9.7.2020. <https://www.sijoittaja.fi/136475/maailman-tarkeimmat-indeksit/>. Luettu 28.1.2021.

Heikkilä, Tarja 2014. Tilastollinen tutkimus. 9. uud. painos. Edita, Helsinki.

Heikkilä, Timo 2019. Tasan 10 vuotta finanssikriisin kurssipohjista. Paljonko osakkeet ovat tuottaneet sen jälkeen? Sijoittaja. Päivitetty 11.3.2019. <https://www.sijoittaja.fi/134028/tasan-10-vuotta-finanssikriisin-kurssipohjista-paljonko-osakkeet-ovat-tuottaneet-sen-jalkeen/>. Luettu 23.11.2020.

HFR Indices. Refinitiv. <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/indices/fund-indices/hfr-indices>. Luettu 13.3.2021.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index Description. HFR. <https://www.hfr.com/indices/hfrx-global-hedge-fund-eur-index>. Luettu 13.3.2021.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index Performance History. HFR. <https://www.hfr.com/indices/hfrx-global-hedge-fund-eur-index>. Luettu 13.3.2021.

Hyttinen, Mika 2017. Suosioharha. Sijoittaminen on taitolaji. Alma Talent, Helsinki. [https://bisneskirjasto-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/FAG-BBXDTEB#/kohta:Mik\(\(e4\)\(\(20\)ihmeen\(\(20\)suosioharha?\(\(20\):\(\(22\)Oikea\(\(20\)ajoi-tus\(\(20\)ratkaisee\(\(22\)\(\(20\)piste:b290](https://bisneskirjasto-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/FAG-BBXDTEB#/kohta:Mik((e4)((20)ihmeen((20)suosioharha?((20):((22)Oikea((20)ajoi-tus((20)ratkaisee((22)((20)piste:b290). Luettu 13.11.2020.

Ilmarisen historia - 50 vuotta on hyvä alku. Ilmarinen. <https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmarisesta/historia/>. Luettu 28.11.2020.

Ilmarisen omistajaohjauksen periaatteet. Ilmarinen. <https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/sijoitukset/omistajapolitiikka/omistajaohjauksen-periaatteet-tiivistelma.pdf>. Luettu 29.3.2021.

Ilmarisen sijoitukset. Ilmarinen. <https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmarisesta/sijoitukset/>. Luettu 22.3.2021.

Ilmarisen toimintakertomus ja tilinpäätös 2019. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/tulostiedotus/2019/2019_tilinpaa-tos.pdf. Luettu 23.3.2021.

Ilmarisen toimintakertomus ja tilinpäätös 2016. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/toimintakertomus-ja-tilinpaa-tos/tilintar-kastettu_tilinpaa-tos_2016_lopullinen_bookmarks.pdf. Luettu 23.3.2021.

Ilmarisen vuosi 2007. Ilmarinen. <https://web.lib.aalto.fi/fi/old/yrityspalvelin/pdf/2007/Fil-marinen2007.pdf>. Luettu 24.3.2021.

Ilmarisen vuosi 2009. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vuosikertomus/ilmarisen_vuosi_2009.pdf. Luettu 24.3.2021.

Ilmarisen vuosi 2010. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vuosikertomus/ilmarisen_vuosi_2010.pdf. Luettu 24.3.2021.

Ilmarisen vuosi 2011. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vuosikertomus/ilmarinen_vsk11_fi.pdf. Luettu 24.3.2021.

Ilmarisen vuosi 2018. Ilmarinen. <http://vuosikertomus.ilmarinen.fi/>. Luettu 23.3.2021.

Ilmarisen vuosikertomus 2014. Ilmarinen. <http://vuosikertomus.ilmarinen.fi/2014/vastuu-sijoitustoiminnasta/katsaus-sijoitusvuoteen.html>. Luettu 23.3.2021.

Ilmarisen vuosi- ja yritysvastuuraportti 2019. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/media_global/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vuosikertomus/2019/yritysvastuuraportti_2019.pdf. Luettu 23.3.2021.

Ilmarisen yritysvastuuraportti 2017. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/siteassets/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vuosikertomus/yritysvastuuraportti-2017_final.pdf. Luettu 23.3.2021.

Jakobsson, Ulf & Korkeamäki, Timo 2014. Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014. Valtioneuvoston kanslia. https://valtioneuvosto.fi/documents/10616/1098657/R0514_Omistus%2C+omistajaohjaus+ja+m%C3%A4%C3%A4r%C3%A4ysvalta+suurissa+suomalaisyriyksi%C3%A4.pdf/d0ac99b1-6f49-4653-8462-e22394ee40e3?version=1.0. Luettu 9.12.2020.

Jordà, Òscar & Knoll, Katharina & Kuvshinov, Dmitry & Schularick, Moritz & Taylor, Alan M. 2019. The Rate of Return on Everything, 1870–2015. *The Quarterly Journal of Economics* 134 (3), 1225–1298. Päivitetty 9.4.2019. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz012>. Luettu 15.11.2020.

Kahra, Hannu 2015. Katsaus institutionaalisen sijoittamisen periaatteisiin ja menetelmiin. Eläketurvakeskuksen raportteja 01/2015. Eläketurvakeskus. <https://docplayer.fi/20810-01-2015-katsaus-institutionaalisen-sijoittamisen-periaatteisiin-ja-menetelmiin-elaketurvakeskus-hannu-kahra-elaketurvakeskuksen-raportteja.html>. Luettu 28.11.2020.

Kahra, Hannu 2009. Osakemarkkinoiden näkymät ja haasteet eläkesijoittamiselle. Eläketurvakeskuksen raportteja 03/2009. Eläketurvakeskus. <https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/129015/Osakemarkkinoidennakymatjahaasteetelakesijoittamiselle.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu 27.3.2021.

Kaleva, Hanna & Oikarinen, Elias & Soutamo, Mikko 2017. Kiinteistösijoittaminen. KTI Kiinteistötieto Oy, Helsinki.

Kallunki, Juha-Pekka & Martikainen, Minna & Niemelä, Jaakko. 2019. Ammattimainen sijoittaminen. 8. uud. painos. Alma Talent, Helsinki. [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/FAIBFXDTEB#kohta:2\(\(20\)Sijoittamisen\(\(20\)l\(\(e4\)ht\(\(f6\)kohdat\(:2.2\(\(20\)Sijoittajan\(\(20\)riskinsietokyvyn\(\(20\)tunnistaminen\(:Sijoittajan\(\(20\)hy\(\(f6\)tyfunktio/piste:tPk](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/FAIBFXDTEB#kohta:2((20)Sijoittamisen((20)l((e4)ht((f6)kohdat(:2.2((20)Sijoittajan((20)riskinsietokyvyn((20)tunnistaminen(:Sijoittajan((20)hy((f6)tyfunktio/piste:tPk). Luettu 13.11.2020.

Kananen, Jorma 2014. Laadullinen tutkimus opinnäytetyönä. Miten kirjoitan kvalitatiivisen opinnäytetyön vaihe vaiheelta. Jyväskylän ammattikorkeakoulun julkaisuja 176, Jyväskylä.

Kekki, Janne 2017. Älä hötkyile – Milloin on paras aika sijoittaa? Sijoitustieto. Päivitetty 20.9.2017. <https://www.sijoitustieto.fi/sijoitusartikkelit/ala-hotkyile-milloin-paras-aika-sijoittaa>. Luettu 5.12.2020.

Kielitoimiston sanakirja 2020. Kotimaisten kielten keskus ja Kielikone Oy. <https://www.kielitoimistonsanakirja.fi/#/omistajaohjaus>. Luettu 8.12.2020.

Kizer, Jared 2018. Re-Examining Emerging Markets Equity. Multifactor World. Päivitetty 09/2018. <http://multifactorworld.com/re-examining-emerging-markets-equity/>. Luettu 23.11.2020.

Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa 2018. Moderni rahoitus. 10. uud. painos. Alma Talent, Helsinki. [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/EAD-BEXDTEB#kohta:MODERNI\(\(20\)RAHOITUS\(\(20\)piste:b8106](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/EAD-BEXDTEB#kohta:MODERNI((20)RAHOITUS((20)piste:b8106). Luettu 13.11.2020.

Koivunen, Kimmo & Vaittinen, Risto 2020. Eläkemeno, -maksut, -varat ja työeläkejärjestelmän sijoitustuotot Suomessa. Teoksessa Poutiainen, Eeva & Tenhunen, Sanna (toim.) Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus, 35–70. <https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/140130/Sijoitustoiminta-Suomen-tyoelakejarjestelmassa.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu 27.11.2020.

KTI Kiinteistöindeksi: Kiinteistösijoitukset tuottivat 8,8 % vuonna 2019. KTI Kiinteistösi-
joitukset Oy. Päivitetty 28.2.2020. <https://kti.fi/kti-kiinteistoindeksi-kiinteistosijoitukset-tuottivat-8-8-vuonna-2019/>. Luettu 15.3.2021.

KTI Kiinteistöindeksi: Suomalaisen kiinteistösijoitusten kokonaistuotto 6,6 % vuonna 2017. KTI Kiinteistötieto Oy. Päivitetty 28.2.2018. <https://kti.fi/2018/02/>. Luettu 15.3.2021.

KTI Kiinteistöindeksi: Suomalaisten kiinteistösijoitusten kokonaistuotto 6,6 % vuonna 2018. KTI Kiinteistötieto Oy. Päivitetty 28.2.2019. <https://kti.fi/kti-kiinteistoindeksi-suomalaisten-kiinteistosijoitusten-kokonaistuotto-6-6-vuonna-2018/>. Luettu 15.3.2021.

KTI Vertailupalvelut. KTI Kiinteistötieto Oy. <https://kti.fi/palvelut/kti-vertailupalvelut/>. Luettu 5.3.2021.

Lainsäädäntö ja suositukset ohjaavat työeläkesijoittamista. Työeläkevakuuttajat TELA ry. https://www.tela.fi/lainsaadanto_ja_suosituksset. Luettu 4.10.2020.

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta. 2019. Finlex. Päivitetty 17.5.2019. <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2019/20190686>. Luettu 9.12.2020.

Laskuperusteet ja vakuutusehdot. Eläketurvakeskus. <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/hallinto-ja-valvonta/tyoelakejarjestelman-saantely/laskuperusteet-ja-vakuutusehdot/>. Luettu 29.11.2020.

Lounasmeri, Sari 2018. Sijoittaminen ja megatrendit – Näin sijoittajan maailma muuttuu. Pörssisäätiö. Päivitetty 4.6.2018. <https://www.porssisaatio.fi/blog/2018/06/04/sijoittaminen-ja-megatrendit-nain-sijoittajan-maailma-muuttuu/>. Luettu 22.11.2020.

Lyhyeksi myynti. Pörssisäätiö. <https://www.porssisaatio.fi/blog/dictionary/lyhyeksi-myynti/>. Luettu 5.12.2020.

Melkkilä, Katariina & Parkkari, Jani & Lahti, Pauli 2020. Sijoittajat porskuttavat talousahdingosta huolimatta – "Markkinoilla on fiilis, että korona tuli ja meni". Kukaan ei osaa sanoa varmaksi, kuinka kauan pörssien voittokulku voi jatkua. Yle uutiset. Päivitetty 6.6.2020. <https://yle.fi/uutiset/3-11386705>. Luettu 21.11.2020.

Mikä on indeksi ja miten siihen voi sijoittaa? 2020. Sijoittaja. Päivitetty 9.7.2020. <https://www.sijoittaja.fi/36431/mika-on-indeksi-ja-miten-siihen-voi-sijoittaa/>. Luettu 24.11.2020.

Mikä työeläke on. 2020. Työeläke. Päivitetty 24.2.2020. <https://www.tyoelake.fi/mika-tyoelake-on/elakkeet-rahoitetaan-maksuilla-ja-sijoituksilla/>. Luettu 29.9.2020.

Mitä tunnusluvut kertovat? 2018. Pörssisäätiö. Päivitetty 10.8.2018. <https://www.porssisaatio.fi/blog/2018/08/10/mita-tunnusluvut-kertovat/>. Luettu 28.11.2020.

MSCI ACWI Index. MSCI. <https://www.msci.com/acwi>. Luettu 28.1.2021.

MSCI ACWI Index (EUR). MSCI. Päivitetty 31.12.2020. <https://www.msci.com/documents/10199/1ee87397-6313-4f46-87ae-6761f666558e>. Luettu 28.1.2021.

MSCI ACWI Index (USD). MSCI. Päivitetty 31.12.2020. <https://www.msci.com/documents/10199/a71b65b5-d0ea-4b5c-a709-24b1213bc3c5>. Luettu 28.1.2021.

Määttänen, Niku 2013. Työeläkerahastoille vertailuindeksi? Akateeminen talousblogi Päivitetty 4.9.2013. [Http://blog.hse-econ.fi/?tag=tyoelakerahastot](http://blog.hse-econ.fi/?tag=tyoelakerahastot). Luettu 6.10.2020.

Möttölä, Matias 2016. Kannattaako valuutan suojaaminen? Morningstar. Päivitetty 2.5.2016. [Https://www.morningstar.fi/fi/news/149309/kannattaako-valuutan-suojaaminen.aspx](https://www.morningstar.fi/fi/news/149309/kannattaako-valuutan-suojaaminen.aspx). Luettu 28.1.2021.

Möttölä, Matias 2019. Älä aliarvioi valuutan merkitystä. Morningstar. Päivitetty 3.9.2019. [Https://www.morningstar.fi/fi/news/195378/%C3%A4%C3%A4-aliarvioi-valuutan-merkityst%C3%A4.aspx](https://www.morningstar.fi/fi/news/195378/%C3%A4%C3%A4-aliarvioi-valuutan-merkityst%C3%A4.aspx). Luettu 23.1.2021.

Oppitunti 10: Mikä heiluttaa osakekurseja? Pörssisäätiö. [Https://www.porssisaatio.fi/sijoituskoulu/mika-heiluttaa-osakekurseja/](https://www.porssisaatio.fi/sijoituskoulu/mika-heiluttaa-osakekurseja/). Luettu 22.11.2020.

Orava, Joonas & Turunen, Olli 2016. Osta, vuokraa, vaurastu. 5. uud. painos. Alma Talent, Helsinki. [Https://bisneskirjasto-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/EAHBJXC-TEB#kohta:1\(\(20\)Miksi\(\(20\)sijoittaa\(\(20\)asuntoihin?\(\(20\):Kymmenen\(\(20\)hyv\(\(e4\)\(\(e4\)\(\(20\)syyt\(\(e4\)\(\(20\)sijoittaa\(\(20\)asuntoihin\(\(20\)piste:b303](https://bisneskirjasto-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/EAHBJXC-TEB#kohta:1((20)Miksi((20)sijoittaa((20)asuntoihin?((20):Kymmenen((20)hyv((e4)((e4)((20)syyt((e4)((20)sijoittaa((20)asuntoihin((20)piste:b303). Luettu 21.11.2020.

Osakeopas. 2017. Pörssisäätiö. [Https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2017/06/Osakeopas-2017.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2017/06/Osakeopas-2017.pdf). Luettu 20.11.2020.

Picardo, Elvis 2020. Investing. Investing essentials. Investopedia. Päivitetty 18.4.2020. [Https://www.investopedia.com/terms/i/investing.asp](https://www.investopedia.com/terms/i/investing.asp). Luettu 12.11.2020.

Poutiainen, Eeva & Tenhunen, Sanna 2020. Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus. [Https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/140130/Sijoitustoiminta-Suomen-tyoelakejarjestelmassa.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/140130/Sijoitustoiminta-Suomen-tyoelakejarjestelmassa.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Luettu 20.11.2020.

Rahoitusperiaatteet. Eläketurvakeskus. [Https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/rahoitusperiaatteet/](https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/rahoitusperiaatteet/). Luettu 8.11.2020.

Rantala, Jukka 2019. Esiselvitys yksityisen sektorin työeläkevarojen sijoitustuottojen kohentamismahdollisuuksista. Eläketurvakeskus. Päivitetty 20.12.2019. [Https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/139072/Esiselvitys-yksityisen-sektorin-tyaelakevarojen-sijoitustuottojen-kohentamismahdollisuuksista.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/139072/Esiselvitys-yksityisen-sektorin-tyaelakevarojen-sijoitustuottojen-kohentamismahdollisuuksista.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Luettu 21.11.2020.

Riedl, Petra 2019. MSCI Index classification and how they divide up the world. Just ETF. Päivitetty 16.7.2019. [Https://www.justetf.com/uk/news/etf/msci-index-classification-and-how-they-divide-up-the-world.html](https://www.justetf.com/uk/news/etf/msci-index-classification-and-how-they-divide-up-the-world.html). Luettu 28.1.2021.

Salo, Marika 2016. Sijoittamisen ohjaaminen: sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa. [Https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/GAJ-BHXCTEB#/kohta:2\(\(20\)\(a0\)\(\(20\)Sijoittamisen\(\(20\)ohjaami](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.ezproxy.metropolia.fi/teos/GAJ-BHXCTEB#/kohta:2((20)(a0)((20)Sijoittamisen((20)ohjaami)

sen((20)s((e4))((e4))ntely((20):2.1((20)Sijoittajan((20)informaatio-
ymp((e4)rist((f6))((20):2.1.1((20)Arvopaperimarkkinatoimijoiden((20)vuorovaikutussuh-
teet((20)/piste:b1416. Luettu 20.11.2020.

Shares. Nasdaq Nordic. [Http://www.nasdaqomxnordic.com/learn/shares/?languageId=4](http://www.nasdaqomxnordic.com/learn/shares/?languageId=4). Luettu 20.11.2020.

Sharpe, William F. 2009. Adaptive Asset Allocation Policies. Stanford University. Päivitetty 1.11.2009. [Https://web.stanford.edu/~wfsarpe/aaap/wfsaaap.pdf](https://web.stanford.edu/~wfsarpe/aaap/wfsaaap.pdf). Luettu 19.11.2020.

Sijoitamme eläkevaroja kestävästi. Ilmarinen. [Https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmari-sesta/sijoitukset/sijoittamisen-teesit/](https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmari-sesta/sijoitukset/sijoittamisen-teesit/). Luettu 23.3.2021.

Sijoitukset. Elo. [Https://www.elo.fi/tietoa-elosta/elon-sijoitustoiminta](https://www.elo.fi/tietoa-elosta/elon-sijoitustoiminta). Luettu 26.3.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2007. Vuosi 2007. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 13.3.2008. [Https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14134_Vuosi2007_tilanne_13.03.ppt](https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14134_Vuosi2007_tilanne_13.03.ppt). Luettu 21.3.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2008. Vuosi 2008. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 13.9.2009. [Https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14132_Vuosi2008_tilanne_13.3.09.ppt](https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14132_Vuosi2008_tilanne_13.3.09.ppt). Luettu 21.3.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2009 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 19.3.2010. [Https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14128_q42009_19.3.10.ppt](https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14128_q42009_19.3.10.ppt). Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2010 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 10.3.2011. [Https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14124_q42010_10.3.11.ppt](https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/14124_q42010_10.3.11.ppt). Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2011 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 31.10.2012. [Https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/15308_q42011_19.3.12_korjaus_31.10.2012.pptx](https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/15308_q42011_19.3.12_korjaus_31.10.2012.pptx). Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2012 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 15.4.2013. [Https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/15600_20130313_q42012_15.4.13.pptx](https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/15600_20130313_q42012_15.4.13.pptx). Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauman ja tuotot vuonna 2013 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 19.3.2014. [Https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/16685_Q42013_19.3.2014.pptx](https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/16685_Q42013_19.3.2014.pptx). Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2014 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkeva-kuuttajat ry. Päivitetty 17.3.2015. https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/18185_Q42014_17.3.2015.pptx. Luettu 23.3.2021.

Sijoitusjakauman ja tuotot vuonna 2015 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkeva-kuuttajat ry. Päivitetty 17.3.2016. https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/19478_Q42015_29.2.2016.pptx. Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauman ja tuotot vuonna 2016 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkeva-kuuttajat ry. Päivitetty 23.2.2017. https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/21001_Q42016_23.3.2017.pptx. Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauman ja tuotot vuonna 2017 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkeva-kuuttajat ry. Päivitetty 28.2.2018. https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/22920_Q42018_7.3.2019.pptx. Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauman ja tuotot vuonna 2018 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkeva-kuuttajat ry. Päivitetty 7.3.2019. https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/22920_Q42018_7.3.2019.pptx. Luettu 23.1.2021.

Sijoitusjakauma ja tuotot vuonna 2019 q4. Osavuositietojen arkisto. TELA Työeläkeva-kuuttajat ry. Päivitetty 28.2.2020. https://www.tela.fi/instancedata/prime_product_julkaisu/tela/embeds/telawwwstructure/24296_Q42019_28.2.2020.pptx. Luettu 23.3.2021.

Sijoitusjakauman ja tuottojen osavuositiedot sekä duraatiot. TELA Työeläkevakuuttajat ry. https://www.tela.fi/tyoelakevakuuttajakohtaiset_osavuositiedot. Luettu 5.3.2021.

Sijoituslajit – Aloittelijan opas. 2018. Sijoitustieto. Päivitetty 25.1.2018. <https://www.sijoitustieto.fi/sijoitusartikkelit/sijoituslajit-aloittelijan-opas>. Luettu 24.11.2020.

Sijoitustoiminta. Eläketurvakeskus. <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/sijoitustoiminta/>. Luettu 8.11.2020.

Sijoitusten kohdentuminen, toteutuneet tuotot ja vakavaraisuusasteet. Eläketurvakeskus. <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/rahoitus-ja-sijoitustoiminta/sijoitustoiminta/sijoitusten-kohdentuminen-toteutuneet-tuotot-ja-vakavaraisuusasteet/>. Luettu 29.11.2020.

Sijoittajan korko-opas. 2018. Pörssisäätiö. Päivitetty 29.1.2018. https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2011/12/korko_opas_2018_www.porssisaatio.fi_.pdf. Luettu 19.11.2020.

Silvola, Hanna & Landau, Tiina 2019. Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin. Alma Talent, Helsinki.

Sorsa, Ville-Pekka 2011. Työeläkejärjestelmä ja finanssoitumisen haasteet. Teoksessa Johanson, Jan-Erik & Lassila, Jukka & Niemelä, Heikki (toim.) Eläkevalta Suomessa. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos ETLA. Taloustieto, 92–120. <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/B250.pdf>. Luettu 7.12.2020.

Suomen työeläkejärjestelmä. 2020. Eläke. InfoFinland. Päivitetty 2.10.2020. <https://www.infofinland.fi/fi/elama-suomessa/tyo-ja-yrittajyyys/elake>. Luettu 8.11.2020.

Taipale, Taru 2020. Sijoitushorisontti on tärkeä osa sijoitusstrategiaa – oletko liikkeellä lyhyellä vai pitkällä tähtäimellä? OP Media. Päivitetty 7.1.2020. <https://op.media/talous/sijoittaminen/sijoitushorisontti-on-tarkea-osa-sijoitusstrategiaa-oletko-liikkeella-lyhyella-vai-pitkalla-tahtaimella-fb8387ac64a34330ba04bf9743fc019b>. Luettu 22.11.2020.

Taloudellisia tietoja. Ilmarinen. <https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmarisesta/taloudellisia-tietoja/>. Luettu 28.11.2020.

Thomson Reuters Datastream & Sijoittaja.fi, artikkelissa Osakemarkkinoiden kaksi vuosikymmentä – poimi tärkeimmät opit 2019. Sijoitustieto. Päivitetty 16.5.2019. <https://www.sijoittaja.fi/144229/osakemarkkinoiden-kaksi-vuosikymmenta-poimi-tarkeimmat-opit/>. Luettu 6.12.2020.

Tietoa Elostä. Elo. <https://www.elo.fi/tietoa-elosta>. Luettu 23.1.2021.

Tietoa Ilmarisesta. Ilmarinen. <https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmarisesta/>. Luettu 28.11.2020.

Tietoa meistä. 2020. Veritas. <https://veritas.fi/tietoa-meista/>. Luettu 27.11.2020.

Tulostiedot ja sijoitukset. Veritas. <https://veritas.fi/tietoa-meista/tulostiedot-ja-sijoitukset/>. Luettu 25.3.2021.

Työeläkemaksut vuonna 2020. Eläketurvakeskus. Päivitetty 10.10.2019. <https://www.etk.fi/ajankohtaista/tyoelakemaksut-vuonna-2020/>. Luettu 4.10.2020.

Työeläkesijoitusten tuoton muodostuminen. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 1.9.2020. <https://www.tela.fi/tuottoyhteenvedot>. Luettu 16.1.2021.

Työeläkevakuuttamisen sääntely. Eläketurvakeskus. <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/hallinto-ja-valvonta/tyoelakejarjestelman-saantely/tyoelakevakuuttamisen-saantely/>. Luettu 4.10.2020.

Työeläkevakuutusyhtiöt. Eläketurvakeskus. <https://www.etk.fi/suomen-elakejarjestelma/hallinto-ja-valvonta/elakejarjestelman-toimijat/tyoelakevakuutusyhtiot/>. Luettu 27.9.2020.

Työeläkejärjestelmä. Sttk. <https://www.sttk.fi/subject/tyoelakejarjestelma/>. Luettu 27.9.2020.

Työeläkevakuutusyhtiöiden hallinto. 2017. Määräykset ja ohjeet 2/2017. Finanssivalvonta. https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskoelma/2017/02_2017/2017_02.m1.pdf. Luettu 1.12.2020.

Työeläkeyhtiöiden hallinto. 2014. TELA Työeläkevakuuttajat ry. Päivitetty 18.8.2014. https://www.tela.fi/elakeyhtioiden_hallinto#11. Luettu 1.12.2020.

Varman omistajaohjauksen periaatteet. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/varman-omistajaohjauksen-periaatteet.pdf>. Luettu 29.3.2021.

Varman sijoitusten ilmastopolitiikka. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/vastuullisuus/varman-sijoitusten-ilmastopolitiikka-11-2019.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman tilinpäätös 2018. Päivitetty 15.2.2019. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/varman-tilinpaatoksen-2018-esitysmateriaali.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varma toimintakertomus ja tilinpäätös 2007. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2007.pdf>. Luettu 30.3.2021.

Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2016. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/vuosikertomus/varman-tilinpaatos-2016.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2017. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/vuosikertomus/Varman-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2017.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2018. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/vuosikertomus/varman-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2018.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman toimintakertomus ja tilinpäätös 2019. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/varman-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2019.pdf>. Luettu 15.3.2021.

Varman vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/varman-vastuullisen-sijoittamisen-periaatteet.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosikertomus 2007. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2007.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosikertomus 2008. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2008.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosikertomus 2009. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2009.pdf>. Luettu 20.3.2021.

Varman vuosikertomus 2010. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiotietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2010.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosikertomus 2011. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiötietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2011.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosikertomus 2012. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiötietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2012.pdf>. Luettu 28.3.2021.

Varman vuosikertomus 2013. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiötietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2013.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosikertomus 2014. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiötietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2014.pdf>. Luettu 20.3.2021.

Varman vuosikertomus 2015. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/muut-sivut/yhtiötietoa/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomus-2015.pdf>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosikertomus 2019. Veritas. <https://veritas.fi/tietoa-meista/tulostiedot-ja-sijoitukset/vuosikertomukset/vuosikertomus-2019/>. Luettu 16.1.2021.

Varman vuosi- ja yritysraportti 2016. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/vuosikertomus/varman-yritysraportti-2016.pdf#page=15>. Luettu 21.3.2021.

Varman vuosi- ja yritysraportti 2019. Varma. <https://www.varma.fi/globalassets/vuosikertomus/varman-vuosi-ja-yritysraportti-2019.pdf>. Luettu 28.11.2020.

Vastuullinen sijoittaminen. Veritas. <https://veritas.fi/tietoa-meista/vastuullisuus/vastuullinen-sijoittaminen/>. Luettu 24.3.2021.

Vastuullinen sijoittaminen sopii työeläkevakuuttajille. TELA Työeläkevakuuttajat ry. <https://www.tela.fi/teema/vastuullisuus>. Luettu 6.12.2020.

Vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Ilmarinen. https://www.ilmarinen.fi/media_global/liitepankki/ilmarinen/sijoitukset/vastuullinen-sijoittaminen/vastuullisen-sijoittamisen-periaatteet/vastuullisen-sijoittamisen-periaatteet_2021.pdf. Luettu 22.3.2021.

Vastuullisuus sijoitustoiminnassa. Ilmarinen. <https://www.ilmarinen.fi/tietoa-ilmarinessa/sijoitukset/vastuullisuus-sijoitustoiminnassa/>. Luettu 22.3.2021.

Vatanen, Kari 2020. Työeläkevarojen sijoittaminen käytännössä. Teoksessa Poutiainen, Eeva & Tenhunen, Sanna (toim.) Sijoitustoiminta Suomen työeläkejärjestelmässä. Eläketurvakeskus, 187–227. <https://www.julkari.fi/bitstream/handle/10024/140130/Sijoitustoiminta-Suomen-tyoelakejarjestelmassa.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu 27.3.2021.

Veritaksen omistajaohjauksen periaatteet. Veritas. <https://veritas.fi/tietoa-meista/tulostiedot-ja-sijoitukset/omistajaohjauksen-periaatteet/>. Luettu 29.3.2021.

Veritas toimintakertomus ja tilinpäätös 2019. Veritas. https://veritas.fi/wp-content/uploads/veritas_toimintakertomus_2019.pdf. Luettu 28.11.2020.

Veritas vuosikertomus 2007. Veritas. <https://docplayer.fi/538889-Eläkevakuutusosakeyhtio-veritas-2007-tilinpaatos.html>. Luettu 26.3.2021.

Veritas vuosikertomus 2010. Veritas. <https://docplayer.fi/6950812-Vuosikertomus-2010-2010-tilinpaatos-elakevakuutusosakeyhtio-veritas.html>. Luettu 26.3.2021.

Veritas vuosikertomus 2012. Veritas. <https://veritas.fi/vuosikertomus2012/katsaus-vuoteen-2012/>. Luettu 26.3.2021.

Veritas vuosikertomus 2013. Veritas. <https://veritas.fi/vuosikertomus2013/vastuullisuus/#sijoitukset>. Luettu 26.3.2021.

Veritas vuosikertomus 2015. Veritas. <https://veritas.fi/vuosikertomus2015/#vuosikertomus2015>. Luettu 26.3.2021.

Veritas vuosikertomus 2018. Veritas. <https://veritas.fi/vuosikertomus2018/fi/>. Luettu 25.3.2021.

Volatiliteetti - Markkinoiden pelkokerroin. 2018. Sijoitustieto. Päivitetty 13.1.2018. <https://www.sijoitustieto.fi/volatiliteetti>. Luettu 14.11.2020.

Xtrackers II Global Aggregate Bond Swap UCITS ETF 5C - EUR Hedged (EUR). Tuotto. Morningstar. <https://doc.morningstar.com/document/c6ae020b479f640c2e6e9d6830e4e7b3.msdoc/?clientid=nordnet&key=b3a3825282b90bac>. Luettu 24.1.2021.