

METROPOLIA AMMATTIKORKEAKOULU  
LIKOTALOUDEN KOULUTUSOHJELMA

PÖRSSINOTEERATUT INDEKSIOSUUSRAHASTOT  
Soveltuvuus suomalaisille piensijoittajille

Suvi Sarkkinen  
Satu Torssonen  
Talouden ja rahoituksen  
suuntautumisvaihtoehto  
Opinnäytetyö  
Helmikuu 2009

## METROPOLIA AMMATTIKORKEAKOULU

Koulutusohjelma:	Liiketalous
Suuntautumisvaihtoehto:	Talous ja rahoitus
Opinnäytetyön nimi:	Pörssinoteeratut indeksiosuusrahastot. Soveltuvuus suomalaisille piensijoittajille
Tekijät:	Suvi Sarkkinen Satu Torssonen
Vuosi:	2009
Sivumäärä:	59 + 2 liitesivua

### Tiivistelmä:

Tällä tutkimuksella haluttiin selvittää, soveltuvatko pörssinoteeratut indeksiosuusrahastot eli ETF:t (Exchange Traded Fund) suomalaisten piensijoittajien sijoitusinstrumenteiksi. ETF:t ovat rahastoja, jotka seuraavat jotakin indeksiä ja joilla voi käydä kauppaa pörssissä kuin osakkeilla. Passiivisesti hoidettujen ETF:ien kustannukset sijoittajalle ovat alhaisemmat kuin aktiivisesti hoidettujen perinteisten sijoitusrahastojen kustannukset. Jopa 80 prosenttia perinteisistä sijoitusrahastoista tuottaa huonommin kuin ETF:t. Kaupankäynti ETF:illä on kuitenkin Suomessa hyvin vähäistä verrattuna muuhun Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin.

Tutkimusmenetelmänä käytettiin laadullista tutkimusta. Tutkimus toteutettiin puolistrukturoitujen asiantuntijahaastatteluiden avulla. Haastatteluja oli kolme, ja niihin osallistui viisi rahoitusalan ammattilaista, jotka työskentelivät ETF:ien parissa. Haastattelut nauhoitettiin ja litteroitiin. Litteroidut haastattelut analysoitiin sisältöanalyysimenetelmällä. Tutkimuksen teoreettisessa viitekehyksessä käsiteltiin ETF:ää sijoitustuotteena, ETF:ien markkinoita ja piensijoittajan sijoituspäätöksentekoa.

Tutkimuksen mukaan ETF:t ovat loistava tuote suomalaisille piensijoittajille, koska ne ovat kustannustehokkaita ja helppokäyttöisiä ja niiden hinnanmuodostus on tehokasta. ETF:t eivät kuitenkaan sovellu piensijoittajille, jotka haluavat sijoittaa pieniä summia kerrallaan, koska silloin kaupankäyntikustannukset nousisivat liian suuriksi. Suomalaisen piensijoittajan ei kannata valita ETF:ää ensisijaiseksi sijoitusinstrumentiksi, jollei hän ole valmis tutustumaan tuotteeseen ja tuotteen markkinoihin englannin kielellä. Tutkimuksen mukaan ETF:iä pidetään rahoitusmarkkinoilla vakavasti otettavana kilpailijana, jonka omistajakunnat kasvaisivat Suomessa räjähdysmäisesti, mikäli pankit alkaisivat markkinoida tuotetta.

Avainsanat: indeksit, sijoittajat, sijoitusrahastot

METROPOLIA UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Degree Program: Economics and Business Administration  
Major: Accounting and Finance  
Title: Exchange Traded Funds (ETFs)  
-Suitability for Finnish Small-scale Investor  
Authors: Suvi Sarkkinen  
Satu Torssonen  
Year: 2009  
Pages: 59 + 2

Abstract:

The objective of this research was to examine how Exchange Traded Funds (ETF) suit as an investment tool for Finnish small-scale investors. ETFs are funds that track different kinds of indexes. ETFs unlike mutual funds trade as a stock on an exchange. From the investor's point of view the costs of passively managed ETFs' are substantially lower than costs of actively managed mutual funds. It is estimated that about 80 per cent of the traditional mutual funds show less profit than ETFs. Despite the fact, ETFs are traded less frequently in Finland than they are traded in Middle Europe or in the United States.

Qualitative research methods were used in this thesis. Research was executed by using semi structured expert interviews. Three interviews were implemented for five experts who worked on the ETFs and in the financing branch. The interviews were recorded and transcribed. The main areas of the subtext were: ETF as an investment tool, ETFs' markets and small-scale investor's investment decision making.

According to the research ETFs are excellent products for Finnish small-scale investors. ETFs are cost-efficient, easy to use and their pricing formation is efficient. Nevertheless, ETFs don't suite for those small-scale investors, who want to invest small sums at once because then the trading costs will take too big role in investments. Finnish small-scale investors shouldn't choose ETF as their prime investment tool if they are not prepared to make the effort to study the product. According to the research ETF is considered as competitive investment form in the financing markets. The market of ETFs would explode in Finland in the event that the three biggest banks started to sell and market the product.

Keywords: indexes, investors, mutual funds

## SISÄLLYS

1	JOHDANTO	1
2	TUTKIMUKSEN AIHE	2
	2.1 Tutkimusongelma	2
	2.2 Tutkimuksen rajaukset	3
	2.3 Tutkimuksen rakenne	3
3	SIJOITUSPÄÄTÖKSENTEKO	4
	3.1 Piensijoittajan sijoituspäätöksenteko	4
	3.2 Sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä	5
4	ETF SIJOITUSINSTRUMENTTINA	6
	4.1 ETF:n ominaisuudet	6
	4.2 ETF:ien liikkeeseen laskeminen ja lunastaminen	8
	4.3 Indeksit	8
	4.4 ETF hajauttamisen välineenä	10
	4.5 Allokoiminen ETF:illä	12
	4.6 ETF:ien riskit ja tuotto	13
	4.7 Kaupankäyntikäynti ETF:illä	15
	4.8 ETF:ien kustannukset	16
	4.9 ETF:ien verotus	18
5	ETF:IEN MARKKINAT JA KILPAILUTILANNE	19
	5.1 Markkinaosuus ja volyymit	20
	5.2 Markkinaosapuolet	24
	5.3 ETF:ien tarjoajat	25
	5.4 Kilpailevat tuotteet	26
	5.4.1 Osakesijoittaminen	27
	5.4.2 Sijoitusrahastot	27
	5.4.3 Indeksirahastot	28
6	TUTKIMUSMENETELMÄT	29
	6.1 Lähdeaineisto	29
	6.2 Tutkimushaastattelu	30
	6.2.1 Haastateltavien valinta	31
	6.2.2 Haastattelujen toteutus	32
7	AINEISTON ANALYSOINTI JA TUTKIMUSTULOKSET	33
	7.1 Aineiston käsittely	33

7.2	ETF:t verrattuna muihin sijoitusrahastoihin	34
7.2.1	ETF:ien edut	34
7.2.2	ETF:ien kritiikki	35
7.3	ETF:ien soveltuvuus	36
7.3.1	Sijoitussumma	37
7.3.2	Sijoitushorisontti	37
7.3.3	Riskinkantokyky ja tuotonjano	38
7.3.4	Informaation käsittelytaito	39
7.4	ETF-tietämys ja -kysyntä	40
7.4.1	ETF-tietouden saatavuus Suomessa	40
7.4.2	Kysyntään vaikuttavat tekijät	41
7.5	ETF:n asema rahoitusmarkkinoilla	42
7.5.1	Kilpailu rahoitusmarkkinoilla	42
7.5.2	Uusien ETF:ien listaaminen ja perustaminen	43
7.5.3	Sijoituskulttuurin vaikutus	44
7.5.4	ETF:ien tulevaisuus	45
8	JOHTOPÄÄTÖKSET JA TULEVAISUUDENNÄKYMÄT	46
8.1	ETF – työläämpi kuin sijoitusrahasto	46
8.2	ETF:iä muille kuin kuukausisäästäjille	48
8.3	ETF – tuntematon sijoitusinstrumentti Suomessa	50
8.4	ETF:t rahoitusmarkkinoiden haastajana	52
8.4.1	Helsingin Pörssiin ei uusia ETF:iä	53
8.4.2	Sijoituskulttuuri hidasteena	53
8.4.3	Kustannustehokkuus kilpailuetuna	54
9	TUTKIMUKSEN ARVIOINTI	56
9.1	Tutkimuksen laadun ja luotettavuuden arviointia	56
9.2	Tutkimustulosten arviointia	58
9.3	Jatkotutkimusehdotukset	59
	LÄHTEET	60
	LIITTEET	
	Liite 1 Haastattelukysymykset	

# 1 JOHDANTO

Suomalaiset sijoittavat yhä enemmän rahastoihin. Vuonna 2000 kotimaisten sijoitusrahastojen pääomat olivat yhteensä 10 miljardia euroa, kun taas vuonna 2007 rahastojen pääomat ylittivät jo 70 miljardia euroa. (Rahastoraportti elokuu 2007.) Sijoitusrahastoihin sijoittaminen on siis lisääntynyt viimeisen seitsemän vuoden aikana todella merkittävästi. Sijoittaminen on nouseva trendi Suomessa, mikä näkyy esimerkiksi rahastojen kasvavissa pääomissa. Pörssinoteeratut indeksiosuusrahastot eli ETF:t (Exchange Traded Fund) ovat rahastoja, jotka jäljittelevät ja seuraavat jotakin indeksiä. Tavallisista indeksirahastoista ne eroavat siinä, että niillä voidaan käydä kauppaa pörssissä samalla tavalla kuin osakkeilla. Voitaisiin sanoa, että ETF on sijoitusinstrumentti, joka on osake- ja rahastosijoittamisen välimuoto. (Puttonen & Repo 2007, 166.)

Passiivisesti hoidettujen ETF:ien kustannukset sijoittajalle ovat alhaisemmat kuin aktiivisesti hoidettujen rahastojen kustannukset. Tutkimusten mukaan jopa 80 prosenttia tavanomaisista sijoitusrahastoista tuottaa huonommin kuin indeksiosuusrahastot. (Jämsä 2007, 1.) Näistä positiivisista luvuista ja ominaisuuksista huolimatta kaupankäynti ETF:illä on Suomessa hyvin vähäistä verrattuna muuhun Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin.

ETF:istä on kirjoitettu vain vähän suomeksi, eivätkä sijoituspalveluyrityksetkään markkinoi tuotetta. ETF:istä on ollut vaikea löytää suomenkielellä luotettavaa tietoa ja puolueetonta tutkimusta. Vasta vuoden 2008 aikana aihe on alkanut kiinnostaa opinnäytetöiden ja pro gradujen tekijöitä. Tästä esimerkkinä Erika Uotilan pro gradu -työ ”Kansainvälisen hajauttamisen hyödyt suomalaiselle indeksisijoittajalle”, jossa indeksisijoittamista käsiteltiin eläkevakuutusyhtiöiden näkökulmasta. Tutkimuksen johtopäätöksessä todetaan, että indeksisijoittaminen ei välttämättä ole paras ratkaisu eläkevakuutusyhtiöille, mutta indeksisijoittaminen sopisi esimerkiksi yksityisen sijoittajan henkilökohtaiseen eläkesäästämiseen. (Uotila 2008, 61 - 62.)

Tässä tutkimuksessa haluamme nimenomaan kartoittaa ETF:ien soveltuvuutta suomalaiselle piensijoittajalle. Tutkimuksen avulla haluamme tarjota suomalaisille piensijoittajille tietoa ETF:ien soveltuvuudesta, monipuolista tuotetietoutta ja käsityksen siitä, mitä heidän tulisi huomioida, jos ETF-sijoittaminen kiinnostaa. Myös rahoitusalan ammattilaiset voivat

hyödyntää tätä tutkimusta työssään, koska ETF:stä ei ole tarjolla aikaisempia suomenkielisiä puolueettomia tutkimuksia.

Kiinnostustamme ETF:iin sijoitusinstrumenttina on lisännyt aiheen ajankohtaisuus. ETF:t ovat olleet viime aikoina ajankohtainen keskustelunaihe etenkin ulkomaisissa medioissa. Kansainvälinen rahoitusalan julkaisu Financial Times julkaisi kesäkuussa 2008 kuusitoistisivuisen artikkelin ETF:istä. Artikkelin mukaan ETF:t tulevat olemaan viiden vuoden aikana suurin kasvualue rahoitusmarkkinoilla niin institutionaalisten kuin yksityissijoittajienkin keskuudessa. (Davis 2008, 1.)

## 2 TUTKIMUKSEN AIHE

### 2.1 Tutkimusongelma

Tutkimusongelmanamme on selvittää, miten ETF soveltuu suomalaisen piensijoittajan sijoitusinstrumentiksi. Lisäksi selvitämme, mitä ominaisuuksia liittyy ETF-sijoittamiseen ja mitä ETF-sijoittamisessa tulee ottaa huomioon. Tutkimusongelman selvittäminen edellyttää ETF-sijoitusinstrumentin ominaisuuksien monipuolista analysointia piensijoittajan näkökulmasta. Vertailupohjaa tuotteen soveltuvuudelle haemme nostamalla esille muita sijoitusmuotoja, kuten suoran osakesijoittamisen ja perinteisen rahastosijoittamisen, ja vertaamalla kyseisiä sijoitusmuotoja ETF-sijoittamiseen. Tutkimusongelman ratkaisemisessa käytämme hyväksi laadullista eli kvalitatiivista tutkimusta. Pyrimme löytämään vastaukset tutkimuskysymyksiin lähdekirjallisuutta ja tutkimushaastatteluja hyväksi käyttäen. Tutkimushaastatteluiden avulla pyrimme löytämään syventävää tietoa tuotteen soveltuvuudesta ja markkinoista.

Tutkimuksen avulla pyrimme vastaamaan seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- Miten ETF:t soveltuvat suomalaisille piensijoittajille verrattuna muihin sijoitusrahastoihin?
- Millaisille piensijoittajille ETF:t soveltuvat?
- Millainen tietämys suomalaisilla piensijoittajilla on ETF:stä?
- Miksi ETF:t eivät ole saavuttaneet vielä merkittävää asemaa Suomessa?

## 2.2 Tutkimuksen rajaukset

On olemassa useita erityyppisiä ETF:iä. ETF:n sijoituskohteena voi olla erilaisia passiivisesti tai aktiivisesti hoidettuja indeksin mukaisia osakesalkkuja, kuten maaindeksiosuusrahastoja, toimialaindeksiosuusrahastoja tai arvo- ja kasvuosake-indeksiosuusrahastoja. ETF:ien avulla voidaan sijoittaa myös joukkovelkakirjalainoihin, raaka-aineisiin ja valuuttoihin. (ETF-koulu.) Tässä tutkimuksessa keskitymme kuitenkin käsittelemään vain passiivisesti hoidettuja pörssinoteerattuja indeksiosuusrahastoja. Käytämme näistä myöhemmin tutkimuksessa nimitystä indeksiosuusrahastot tai ETF:t tekstin lukemista helpottaaksemme.

Tämän tutkimuksen avulla yritämme selvittää ETF:ien soveltuvuutta suomalaisille piensijoittajille eli yksityistyshenkilöille tai ammatinharjoittajille, joiden sijoitusten määrät ovat alhaisia. Piensijoittajan sijoitussumma voi kuitenkin vaihdella. Sijoitettava varallisuus voi olla pieni ammattisijoittajiin nähden, mutta toisinaan sijoitettavana voi olla suurikin yksittäinen summa, jonka piensijoittaja on esimerkiksi perinyt (Järvinen & Lehtinen 2008, 32). Suursijoittajia ei tässä tutkimuksessa käsitellä, koska heidän sijoitustoimintansa on keskimäärin ammattimaisempaa ja sijoitussummansa suurempia kuin piensijoittajilla. Instituutioissa ETF-sijoittaminen on huomattavasti yleisempää, joten tällä tutkimuksella haluamme nimenomaan selvittää, soveltuisiko tämä etenkin Yhdysvalloissa suosittu tuote myös suomalaisille piensijoittajille ja millaisille piensijoittajille se sopisi.

Sijoituskohteen valintaan vaikuttavat monet tekijät, sillä jokainen sijoittaja on yksilöllinen ja jokaisen sijoituspäätöksen tulisi olla yksilöllinen. Tällä tutkimuksella emme pyri ottamaan kantaa siihen, tulisiko piensijoittajan sijoittaa ETF:iin, vaan puntaroimme yleisesti tuotteen soveltuvuutta piensijoittajille. Soveltuvuutta arvioidessamme pohdimme niitä keskeisimpiä kysymyksiä, joita jokaisen piensijoittajan tulisi miettiä sopivinta sijoituskohdetta valitessaan. Tutkimuksen ulkopuolelle on jätetty myös ETF:ien kannattavuuden tarkastelu.

## 2.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen alussa käsittelemme tutkimuksen aiheeseen liittyvää teoriaa. Ensiksi käsittelemme piensijoittajan sijoituspäätöksentekoa ja käymme läpi sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä, jonka avulla on koottu yhteen ne keskeisimmät kysymykset, jotka jokaisen sijoittajan tulisi ottaa huomioon sijoituskohteen valinnassa. Seuraavaksi esittelemme ETF:t tuot-



teena. Tässä osiossa kerromme monipuolisesti ETF:ien rakenteesta, kaupankäynnistä ja tuotteen ominaisuuksista sijoitusinstrumenttina.

Tämän työn jälkimmäisellä puoliskolla keskitymme itse tutkimukseen. Aluksi käymme läpi tutkimuksen toteutustapaa ja haastateltavien valintaperusteita. Sen jälkeen käymme läpi tutkimusaineistoa ja esittelemme tutkimustulokset ja johtopäätökset. Aivan loppuun arvioimme vielä tutkimuksen luotettavuutta ja ehdotamme mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

### 3 SIJOITUSPÄÄTÖKSENTEKO

#### 3.1 Piensijoittajan sijoituspäätöksenteko

Rahoitusteoria olettaa sijoittajan olevan päätöksissään rationaalinen tuotonmaksimoija. Sunikan ja Peura-Kapasen (2008, 46) tutkimuksen mukaan piensijoittajat ovat päinvastoin epärationaalisia ja heidän sijoituspäätöksensä tekoa kuvaavat ylikuottamus, riskien välttäminen ja henkinen kirjanpito. Henkisellä kirjanpidolla tarkoitetaan piensijoittajien tapaa mielessään korvamerkitä varojaan tulevien käyttötarkoitusten mukaisesti, esimerkiksi hankkimalla eri säästökohteille omat säästötilit (Sunikka & Peura-Kapanen 2008, 6).

Sijoituspäätöksen tekeminen onkin piensijoittajalle haastavaa. Piensijoittajan sijoituspäätöksessä ei usein ole kyse rutiinipäätöksestä, vaan enemmistölle piensijoittajista sijoituspäätöksen tekeminen on uutta tai vähintäänkin harvinaista. Sijoituspäätöstä tehdessään piensijoittajat joutuvat hankkimaan paljon tietoa ja huomioimaan heille sijoituspäätöksessä tärkeimpiä asioita, kuten varallisuuden turvaamisen, sijoituksen riskitason ja tuotto-odotuksen. (Järvinen & Lehtinen 2008, 32.)

Sijoitusratkaisuilla on merkitystä piensijoittajan koko elämäntilanteeseen. Tuoton maksimoinnin sijasta tuoton turvallisuus, pääoman turvaaminen ja varojen tuleva käyttötarkoitus ovat tärkeitä piensijoittajille. Siksi suomalaiset piensijoittajat välttelevätkin täysin uusia sijoitusinstrumentteja. (Järvinen & Lehtinen 2008, 32.)

Sijoittajat, joilla on vähän kokemusta luottavat finanssiyritysten tarjoamiin neuvoihin, ja he pitävät asioinnin helppoutta ja mukavuutta tärkeänä päätöksenteossaan. Kokeneemmat piensijoittajat taas epäilevät finanssiyritysten neuvojen puolueettomuutta ja etsivät mielellään itse tietoa sijoitustuotteista. Skeptisimpiä sijoituspalveluita kohtaan ovat internetiä käyttävät kuluttajat. (Sunikka & Peura-Kapanen 2008, 36.)

Sijoittamiseen liittyvien kulujen vaikutus sijoituspäätöksen tekoon on kasvanut. Tämä tarkoittaa, että sijoittamisen erilaisia kuluja seurataan yhä tiiviimmin tuottojen seuraamisen sijaan. Ideana tässä ajattelutavassa on, että sijoittaja joutuu maksamaan kulut joka tapauksessa, mutta sijoituksen tuotot eivät koskaan ole varmat. (Järvinen & Lehtinen 2008, 32.)

### 3.2 Sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä

Oli sijoituskohteena sitten asunto, kulta tai rahastot, sijoittajan tulisi aina miettiä, mistä lähtökohdista hän lähtee sijoittamaan ja millaisia tavoitteita hänellä on. Useissa rahoitusalan oppikirjoissa käsitellään niitä asioita, joita tulisi ottaa huomioon sijoittamista aloitettaessa. Vesa Puttonen ja Elias Repo (2007) ovat tiivistäneet nämä asiat kirjassaan ”Miten sijoitan rahastoihin”. He esittelevät sijoituskohteen valinnassa sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä, jotka ovat sijoitussumma, sijoitushorisontti, riskinkantokyky ja tuotonjano sekä informaatio.

Sijoitettavan summan suuruus vaikuttaa pitkälti sijoituskohteen valintaan. Sijoittajan tulisi miettiä, mitä sijoituskohteita on tarjolla, ja miten hajautuksen voi huomioida. Kovin pientä summaa ei ole järkevää hajauttaa useaan eri kohteeseen, koska hajautuksen kustannukset saattavat nousta suhteessa liian suuriksi. Myös se, kuinka suuri osa kokonaisvarallisuudesta ollaan sijoittamassa, on hyvin merkityksellistä. Mitä suurempi osuus varallisuudesta ollaan sijoittamassa, sitä enemmän tulisi kiinnittää huomiota sijoituksen hajauttamiseen. Sijoitussumman määrä vaikuttaa myös sijoittajalle tarjottaviin palveluihin. Piensijoittaja ohjataan pankissa massatuotteisiin, kun taas miljoonia sijoittaville on tarjolla yksilöllistä omaisuudenhoitoa. (Puttonen & Repo 2007, 19.)

Sijoitushorisontin määrittäminen on usein vaikeampaa kuin sijoitussumman määrittäminen. On kuitenkin syytä miettiä ennen sijoituskohteen valintaa, kuinka pitkäksi aikaa voidaan sijoittaa. Onko kyse kenties jotakin tavoitetta varten säästämisestä tai eläkesäästämisestä, tai onko tarvetta säännölliselle kassavirralle vai riittääkö, että sijoituspääoman arvo nousee.

Tärkeää on myös pohtia, voiko tulla eteen sellainen tilanne, että tarvitsee sijoitetut varat käyttöönsä kesken suunnitellun sijoitusperiodin. Tällöin tulisi myös selvittää, onko sellainen edes mahdollista. Sijoitushorisonttia pohdittaessa tulee ottaa huomioon myös sijoitusten lukumäärä suhteessa aikaan, eli halutaanko tehdä yksi suurempi kertasijoitus vai onko suunnitelmissa kenties ryhtyä säästämään pienempiä summia kuukausittain. (Puttonen & Repo 2007, 21.)

Riskinkantokykyä ja tuotonjanoa määriteltäessä tulee muistaa, että riski ja tuotto liittyvät olennaisesti toisiinsa. Jos riski on korkea, sijoittaja odottaa saavansa korkeaa tuottoa sijoitukselle, kun taas riskitason ollessa matalampi tuotto-odotus myös laskee. Sijoittajan olisi suotavaa selvittää, kuinka suuren riskin hän on valmis ottamaan ja tarjoaisiko hajauttaminen ja suojautuminen keinoja riskin pienentämiseen. Näin ollen tulisi miettiä, kuinka paljon tappiota pystyy sietämään, ja kuinka paljon sijoituksen pienikin arvon lasku harmittaa. (Puttonen & Repo 2007, 23–24.)

Informaation käsittelytaito on tärkeä sijoituskohdetta ja -muotoa valittaessa. Sijoitusmaailmassa toimii paljon ammattilaisia, jotka ovat erikoistuneet esimerkiksi tietyn toimialan osakkeiden analysointiin. Tätä taustaa vasten sijoittajan olisi hyvä miettiä, minkälaiset mahdollisuudet hänellä on markkinoiden seuraamiseen. Olisi hyvä pohtia, onko itsellä aikaa, halua ja kiinnostusta seurata markkinoita sijoituskohteen vaatimalla tavalla. Tulisi yrittää arvioida myös omia taitojaan sijoittajana: riittääkö tietämys esimerkiksi tuotteiden riskien arviointiin. Toiset sijoittajat haluavat tietää jatkuvasti sijoitussalkkunsu sisällön ja tuoton, toiset eivät halua käyttää aikaansa siihen. Jos oma aika ja osaaminen eivät riitä esimerkiksi osakemarkkinoiden seuraamiseen, voi sijoituspäätökset tai osan niistä antaa ammattilaisen hallinnoitavaksi. (Puttonen & Repo 2007, 18, 23–26.)

## 4 ETF SIJOITUSINSTRUMENTTINA

### 4.1 ETF:n ominaisuudet

ETF:t on perustettu hajautusetujen saamiseksi rahoitusmarkkinoilta, ja ne omistavat jotakin osakeindeksiä jäljittelevän salkun osakkeita. Kauppaa ETF:t käyvät vain tasapainottaakseen salkkua, minkä vuoksi niiden hallinnointipalkkiot ovat aktiivisesti hoidettuihin sijo-

tusrahastoihin verrattuna alhaiset ja läpinäkyvät. (Erola 2007, 53.) Indeksiosuusrahastot eroavat indeksirahastoista siinä, että niillä voidaan käydä kauppaa pörssissä kuten osakeilla, eli toisin sanoen ne ovat pörssinoteerattuja (Puttonen & Repo 2003, 165 - 166). ETF:t ovat jaettavissa kahteen eri ryhmään: sijoitusyhtiöitä muistuttaviin aktiivisesti hoidettuihin suljettuihin rahastoihin ja avoimiin rahastoihin. Suurin osa pörssinoteeratuista avoimista rahastoista on indeksiosuusrahastoja, ja yleensä termi ETF viittaa nimenomaan indeksiosuusrahastoihin. (ETF-opas.)

ETF:ien hyviä puolia ovat niiden tehokas hinnanmuodostuskyky ja läpinäkyvyys: kaikki kustannukset ovat sijoittajalle etukäteen tiedossa. Läpinäkyvyys käsittää myös sen, että sijoittajalla on mahdollisuus ETF:n merkityksään saada tietoa, mistä kyseinen indeksiosuusrahasto muodostuu. ETF:ien menestystä on helppo vertailla, vaikka niitä ei päätyisi ostamaan. Pörssikaupankäynnin kohteina olevien instrumenttien osto- ja myyntinoteeraukset päivittyvät joka hetki pörssissä, ja luvut ovat kaikkien sijoittajien käytettävissä. Jatkuva markkinatakkauksen vuoksi ETF:iä voi merkitä ja lunastaa aina kun pörssi on auki, oli kyse kuinka suuresta tai pienestä erästä tahansa. Koska ETF:ien arvot määräytyvät pörssissä, voidaan niillä toteuttaa samanlaisia kaupankäyntistrategioita kuin osakekaupankäynnissä (Indeksiosuusrahastot 2007). Sijoittajalla, joka haluaa ostaa ETF:iä, on paljon valinnanvaraa. Uusia ETF:iä lanseerataan markkinoille jatkuvasti, ja sijoittajalla on mahdollisuus päästä käsiksi yhä monipuolisempiin kohteisiin (Puttonen & Repo 2003, 165).

Suomessa ETF:t ovat jääneet lähinnä ammattimaista sijoitustoimintaa harjoittavien osakesijoittajien instrumenteiksi. Tämä johtuu Hämmäläisen mukaan siitä, että ETF:iä käyttävän osakesijoittajan täytyy tuntea Helsingin Pörssin ulkopuolista kauppaa, sillä kotipörssin tarjonta rajoittuu vain muutamaankin indeksiosuusrahastoon. (Hämmäläinen 2007, 60.)

Hämmäläisen mukaan rahastoyhtiöt pitävät pörssinoteerattuja indeksiosuusrahastoja kilpaillevana tuotteena tavanomaiselle sijoitusrahastolle. Kilpailu onkin varmasti yksi syy, miksei ETF:iä tarjota eikä markkinoida aktiivisesti suomalaisille sijoittajille. Jos suomalainen sijoittaja haluaa tutustua ETF:iin sijoitusinstrumenttina, tietous täytyy hankkia omatoimisesti ja sitä on saatavilla lähes ainoastaan englanniksi tai saksaksi. (Hämmäläinen 2007, 60.)

## 4.2 ETF:ien liikkeeseen laskeminen ja lunastaminen

ETF:iä hallinnoi liikkeeseenlaskija, joka on samankaltainen toiminnaltaan kuin rahastoyhtiö. Liikkeeseenlaskija huolehtii esimerkiksi rahaston salkunhoidosta ja markkinoinnista. Liikkeeseenlaskijan tehtävä on myös varmistaa, että jokaista pörssissä myytyä rahastosuutta vastaa indeksin mukainen määrä osakkeita. Tämä tapahtuu siten, että markkinatakaaja ostaa pörssistä indeksiä vastaavan määrän osakkeita eli niin sanotun osakekorin ja siirtää ne liikkeeseenlaskijan säilytykseen. Vastineeksi säilytykseen siirrosta markkinatakaaja saa rahastosuusia myytäväksi. (ETF-opas.) Markkinatakaaja on markkinaosa-puoli, esimerkiksi pankki, joka on sitoutunut antamaan osto- ja myyntikurssin tietylle julkisesti noteeratululle arvopaperille. Sijoittajan kaupankäynti helpottuu, kun markkinatakaaja toimii yhtenä kaupankäynnin osapuolena, sillä silloin sijoittajan ei tarvitse myydä osaketta alihintaan, jos kysynnästä on puutetta. Markkinatakaaja on velvollinen ostamaan ja myymään arvopaperin omiin nimiinsä, mikäli se ei käy kaupaksi noteerauksen osoittamaan hintaan. (Valli 2007.)

ETF:iä lunastetaan käänteisesti verrattuna niiden liikkeeseen laskemiseen. Markkinatakaaja ostaa rahaston indeksiosuuksia merkintäyksikköä vastaavan määrän ja siirtää ne säilytysyhteisöön. Vastineeksi siirrosta markkinatakaaja saa merkintäyksikköä vastaavan osakekorin, jonka markkinatakaaja joko palauttaa lainaajille tai myy takaisin markkinoille. Tehokas lunastus ja liikkeeseenlasku takaavat indeksiosuusrahaston tehokkaan hinnannuodostuksen. (ETF-opas.)

## 4.3 Indeksit

Indeksi on suhdeluku, ja se kuvaa jonkin muuttujan, esimerkiksi hinnan, määrän tai arvon suhteellista muutosta perusjakson, kuten vuoden suhteen. Kunkin ajankohdan indeksipisteluku ilmoittaa, kuinka monta prosenttia kyseisen ajankohdan tarkasteltava muuttuja on perusjakson arvosta tai määrästä. Perusjakson indeksipistelukujen keskiarvo on 1. (Käsitteet ja määritelmät). Indeksien avulla voidaan seurata esimerkiksi jonkin markkinan kehitystä tai tietyn markkinan osan kehitystä. Esimerkiksi OMX:n Pohjoismainen Pörssi laskee indeksejä, joilla seurataan osakkeiden kurssikehitystä. Indeksit ikään kuin tiivistävät markkinainformaation yhdeksi tunnusluvuksi, jota voidaan käyttää vertailupohjana esimerkiksi omissa sijoituksissa. (Opi osakkeet 2007, 31.)

Lähtökohtana indeksin laskemisessa on jokin sovittu kantaluku. Kantaluvusta puolestaan lasketaan markkinoiden kehitys. Esimerkiksi OMX Helsinki -indeksiä on alettu laskea 28.12.1990, jolloin kantaluvuksi sovittiin 1000. Pisteluvun muutos indeksissä kertoo indeksillä mitattavien pörssikurssien keskimääräisen muutoksen. Esimerkiksi jos pörssikurssit ovat nousseet kolme prosenttia, näkyy vastaava luku indeksin pisteluvussa kolmen prosentin kasvuna. (Opi osakkeet 2007, 31.)

Painorajoittamattomassa indeksissä jokaisen osakkeen paino on sama kuin kyseisen osakkeen markkina-arvon osuus pörssin koko markkina-arvosta. Tällaisia painorajoittamattomia indeksejä ovat yleensä yleistä kehitystä kuvaavat indeksit, kuten OMX Helsinki -yleisindeksi. Painorajoitetulla indeksillä tarkoitetaan, että indeksissä kullekin yritykselle on määrätty maksimipaino, jonka puitteissa sen osakkeiden kurssikehitys voi vaikuttaa indeksin pisteluvun muutokseen. Esimerkiksi Helsingin Pörssissä OMX Helsinki Benchmark (OMXHB) -indeksi on tällainen painorajoitettu indeksi. Paino määritellään laskemalla yhtiön markkina-arvon osuus indeksin kaikkien yhtiöiden yhteenlasketusta markkina-arvosta, eikä se saa ylittää kymmentä prosenttia. OMXHB -indeksi sisältää 60 - 70 päälistan yhtiötä, joten se kuvaa paitsi kokonsa myös painorajoituksensa takia hyvin hajautetun osakesalkun kehitystä. Näin ollen se sopiikin hyvin vertailuindeksiksi esimerkiksi sijoitusrahastoille, koska useimmissa sijoitusrahastoissa käytetään samaista kymmenen prosentin painorajoitusta. (Opi osakkeet 2007, 31.)

Indeksit voidaan vielä laskentatavan puolesta jakaa hinta- ja tuottoindekseihin. Kun puhutaan osakemarkkinoiden yleisestä kurssikehityksestä, on laskemisessa käytetty hintaindeksiä. Tuottoindeksit puolestaan kertovat osakemarkkinoiden kokonaistuottokehityksen. Käytännön ero laskennassa tulee siinä, että hintaindekseissä ei oteta osinkotuottoja huomioon toisin kuin tuottoindekseissä. (Opi osakkeet 2007, 31.)

ETF:t perustuvat indekseihin, joten ETF-sijoittajan tulos riippuu sen indeksin kehityksestä, johon on ETF:n kautta sijoittanut. Indeksien ominaisuuksilla ja koostumuksella voi olla suuri merkitys ETF-sijoittajalle. Esimerkiksi S&P 500 painorajoitetussa indeksissä kymmenen suurimman yrityksen osuus indeksistä kattaa noin 20 prosenttia indeksin pörssiarvosta ja 25 suurimman yrityksen osuus peräti 40 prosenttia indeksin pörssiarvosta. Toisin sanoen näiden yksittäisten yritysten tuloksilla on suhteellisen suuri vaikutus indeksin tulokseen. Sama painotus ja sama riski on luonnollisesti ETF-sijoittajan salkussa, jos hän on valinnut S&P 500 -indeksin sijoituskohteekseen. Useimmiten ETF:t mielletään erittäin hyväksi ha-

jautuksen välineeksi. S&P 500 -indeksiin sijoittanut sijoittaja ei saa välttämättä kuitenkaan sitä hajautushyötyä, jonka luulee saavansa ostamalla indeksiosuusrahaston. (Hyman & Rosenberg & Weintraub 2008, 80 - 82.)

ETF:n koostumuksen lisäksi sijoittajan kannattaa kiinnittää huomiota ETF:n tulokseen. Englanninkielinen termi tracking error tarkoittaa tunnuslukua, jolla mitataan sijoitusrahaston salkun tuoton poikkeamaa vertailuindeksistä. Pieni tracking error -luku kertoo, että tuotto seuraa kiinteästi vertailuindeksin tuottoa. Joidenkin ETF:ien tuotto voi poiketa indeksin tuotosta jopa kaksi prosenttia, joka on indekseistä puhuttaessa todella suuri poikkeama. Sijoittajan tulisikin verrata ETF:n kokonaistuottoa indeksin tulokseen. Parhaassa tapauksessa indeksin tulos poikkeaa vain ETF:n kulujen verran kohdeindeksistä. (Lydon & Wasik 2008, 57.)

#### 4.4 ETF hajauttamisen välineenä

Sijoituskohteiden hajautuksella tarkoitetaan varojen hajauttamista useaan eri kohteeseen riskin pienentämiseksi. Yksi rahoituksen tärkeimmistä teorioista on portfolioteoria, joka käsittelee riskin pienentämistä hajauttamalla. Hajauttamalla ei kuitenkaan pystytä poistamaan kokonaan salkun riskiä. Mitä enemmän sijoittaja hajauttaa salkkuaan esimerkiksi eri yhtiöihin, sitä enemmän alkaa salkku noudattaa koko osakemarkkinoiden eli niin sanotun markkinasalkun kehitystä. Salkun koon kasvaessa käy kuitenkin myös niin, että hajauttamisen riskiä pienentävä vaikutus pikku hiljaa vähenee. Lopulta salkun koon kasvaminen ei pienennä riskiä käytännössä lainkaan ja jäljelle jää markkinariski, eli riski osakemarkkinoiden yleisestä vaihtelusta. Käytännössä riskin täydellinen poistaminen hajautuksen avulla ei siis ole mahdollista. (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2003, 69 - 70.)

Salkun riski koostuu kahdesta tekijästä: systemaattisesta ja epäsystemaattisesta riskistä. Systemaattinen riski eli markkinariski johtuu yleisestä osakemarkkinoiden vaihtelusta. Systemaattinen riski vaikuttaa salkun kaikkiin sijoituksiin samalla tavoin, minkä vuoksi arvopapereissa tapahtuu esimerkiksi laskusuhdanteen aikana yhtäaikaista arvon alenemista eli ne korreloivat positiivisesti. Koska markkinariskin suhteen sijoitukset korreloivat positiivisesti, ei kyseinen riski ole poistettavissa hajauttamalla. (Kallunki ym. 2003, 69 - 70.) Portfolion kokonaisriski voidaan laskea seuraavalla kaavalla (Kallunki ym. 2003, 280).

$$\sigma^2 = \beta^2 \sigma_m^2 + \sigma_\varepsilon^2$$

$\sigma$  = arvopaperin tuotto

$\beta$  = arvopaperin tuoton systemaattista riskiä kuvaava beeta-kerroin

$\sigma_m$  = kaikki sijoituskohteet sisältävän niin sanotun markkinaportfolion tuoton keskihajonta

$\sigma_\varepsilon$  = arvopaperin epäsystemaattinen riski

Markkinariskiltä voidaan kuitenkin osittain suojautua aikahajauttamisen avulla. Aikahajauttamisella tarkoitetaan sitä, että sijoitettavia varoja ei ohjata yhdellä kertaa sijoituskohteisiin ja näin vältetään riski, että sijoitettaisiin aina silloin, kun kurssit ovat korkeimmillaan ja sijoittaminen kallista. Aikahajauttamisen periaatteeseen kuuluu, että välillä tulee ostaneeksi kalliilla ja välillä vähän halvemmalla, jolloin keskimäärin sijoittaja tekee hyvät kaupat. (Hämäläinen 2005, 50 - 56.)

Epäsystemaattinen riski, eli niin sanottu yrityskohtainen riski, johtuu yksittäisen arvopaperin tuottoon liittyvästä epävarmuudesta. Yrityskohtainen riski on nimensä mukaisesti yritykseen liittyvää riskiä, joka riippuu yksittäisen yrityksen ominaistekijöistä. Osakesalkussa yhden osakkeen arvon lasku voi korjaantua toisen nousulla, kun kyseessä on keskenään negatiivisesti korreloivat osakkeet. Kun salkun osakkeet reagoivat näin toisiinsa nähden, pienenee riski koko salkun arvon alenemisesta. Riittävä hajautus ja oikeanlainen varojen allokointi pienentää tai jopa poistaa yrityskohtaisen riskin. Tämä perustuu siihen, että eri sijoitusluokkia edustavien arvopapereiden arvon nousu ja lasku eivät välttämättä tapahdu samanaikaisesti toisiinsa nähden. (Kallunki ym. 2003, 69 - 70.)

Salkun riski riippuu paitsi salkussa olevien arvopapereiden määrästä myös niiden tuottojen välisestä yhteisvaihtelusta, jota kutsutaan kovarianssiksi. Korrelaatiokerroin on tiivistetty luku kovarianssista, joka on standardoitu välille [-1,1]. Positiivisella korrelaatiolla tarkoitetaan esimerkiksi tapausta, jossa muuttujan arvojen kasvaessa myös toisen muuttujan arvot kasvavat ja päinvastoin. Jos korrelaatio on nolla, tarkoittaa se, ettei muuttujien välillä ole lineaarista riippuvuutta, eli toinen muuttuja voi saada mitä arvoja tahansa toisen arvojen muuttuessa. (Kallunki ym. 2003, 62 - 83.)

Ostamalla ETF-osuuksia sijoittaja hankkii yhdellä kaupalla korin osakkeita ja saavuttaa tehokkaan hajautuksen. Maantieteellisesti hajautettu ETF antaa parhaan hajautuksen, sillä ETF:n kohdeindeksi saattaa sisältää parhaimmillaan jopa tuhansia osakkeita useilta maantieteellisiltä alueilta. Sijoittaja, joka esimerkiksi haluaa sijoittaa energia-alan yrityksiin, mutta ei ole perehtynyt yksittäisiin alan yrityksiin, voi ostaa energia-alaan sidottua indeksi-



osuusrahastoa hyödyntäen näin toimialan yleisen kehityksen ja minimoiden epäsystemaattisen eli yrityskohtaisen riskin. (ETF-opas.)

#### 4.5 Allokointi ETF:illä

Allokoinnilla tarkoitetaan sijoitettavan kokonaisvarallisuuden jakamista riskiltään erilaisiin sijoituskohteisiin (Kallunki ym. 2003, 285). Riskinsietokyky ja hajauttamisesta saatava hyöty vaikuttavat sijoittajan päätökseen varallisuuden jakamisesta eri sijoituskohteisiin. Esimerkiksi jos sijoittaja ei siedä riskiä, allokoii hän suurimman osan varoistaan pieniriskisiin kohteisiin. Vastaavasti jos sijoittajalla on hyvä riskinsietokyky, painottaa hän sal-kussaan riskiä sisältäviä arvopapereita. (Kallunki ym. 2003, 56.)

Allokointi voidaan jakaa kolmeen eri osa-alueeseen, jotka ovat sijoituspolitiikkaan perustuva allokointi, taktinen allokointi ja dynaaminen allokointi. Sijoituspolitiikkaan perustuvalla allokoinnilla tarkoitetaan pitkäaikaisia allokointipäätöksiä, joissa otetaan huomioon esimerkiksi sijoitettavan varallisuuden osuus sijoittajan koko varallisuudesta. Taktisesta allokoinnista puhuttaessa tarkoitetaan aktiivista salkunhallintaa, jossa sijoittaja ottaa huomioon näkemyksensä esimerkiksi lähitulevaisuudessa tapahtuvasta sijoitusmarkkinoiden kehityksestä. Taktisessa allokoinnissa päätökset ovat lähitulevaisuuteen suuntautuvia toisin kuin sijoituspolitiikkaan perustuvassa allokoinnissa. Sijoituspolitiikkaan perustuva allokointi antaa siis suureet suuntaviivat taktiselle allokoinnille. (Kallunki ym. 2003, 56.) Kun salkkua suojataan laskevia markkinoita vastaan esimerkiksi johdannaisilla, puhutaan dynaamisesta allokoinnista. Dynaaminen allokointi tähtää siihen, että tehdyt sijoituspolitiikkaan ja taktiseen allokointiin perustuvat päätökset pystytään toteuttamaan. (Kallunki ym. 2003, 56 - 60.)

Gary Brinsonin tekemän tutkimuksen mukaan, sijoittajien tulisi kiinnittää huomiota allokointiin eli sijoitettavien varojen jakamiseen eri sijoitusluokkiin. Tutkimuksen mukaan 95 prosenttia salkunhoitajien tuloksesta, niin hyvässä kuin huonossakin, voidaan selittää heidän valinnoillaan koskien sijoitusluokkia. (Gary Brinson 1986, ref. Asset Allocation with ETFs 2008.) Sijoitusluokat on jaettavissa kolmeen pääkategoriaan: rahamarkkina-, joukko-velkakirja- ja osakesijoituksiin (Asset class). Tässä tutkimuksessa sijoitusluokilla tarkoitetaan kuitenkin osakesijoitus-kategorian sisällä olevia sijoitusluokkia, joita ovat esimerkiksi: toimiala, sektori, koko, arvo ja tyyli (ETF-opas).

Kun osake tuottaa hyvin, lähes poikkeuksetta samassa sijoitusluokassa olevat osakkeet tuottavat samansuuntaisesti. Tästä voidaan päätellä, että sijoittaja menestyy valitessaan sijoitusluokat onnistuneesti. Sijoitusluokkien valitseminen ei ole välttämättä helppoa, mutta vaatii vähemmän yksityiskohtaisia tietoja kuin yksittäisten osakkeiden valitseminen. ETF:t auttavat sijoittajaa allokoimaan varojaan, sillä ETF:t edustavat lähes kaikkia sijoitusluokkia, joita on olemassa. (Asset Allocation with ETFs 2008.)

#### 4.6 ETF:ien riskit ja tuotto

Sijoituksen riskistä puhuttaessa tarkoitetaan usein tappioriskiä eli riskiä siitä, että sijoituksen arvo laskee alle hankintahinnan. Tämän lisäksi riskiksi voidaan käsittää myös jääminen alle odotetun tuoton. Yleisesti ottaen riskillä tarkoitetaan epävarmuutta sijoituksen tuotosta. Riskistä puhuttaessa on hyvä muistaa, että riski ja tuotto kulkevat käsi kädessä, toisin sanoen mitä korkeampaa tuottoa sijoittaja odottaa, sitä suurempaa tuoton vaihtelevuutta eli riskiä on siedettävä. (Opi osakkeet 2007, 137.)

Kaikki sijoituskohteet, joiden tuotosta ollaan epävarmoja, ovat riskisijoituksia. Näin ollen sijoituksia, joiden tuottoon ei kyseistä epävarmuutta liity, kutsutaan riskittömiksi sijoituksiksi. Sijoittaessa ETF:iin puhutaan riskisijoituksesta. Indeksisijoittamisessa riski vastaa indeksin mukaan hajautetun sijoituksen riskiä. Liiketoimintaan liittyvä riski eli yritysrisi on indeksisijoittamisessa yleensä pieni hyvän hajautuksen vuoksi. Näin ollen indeksisijoittajan suurempi huoli on markkinariski, joka ei ole poistettavissa. Käytännössä ETF:ien riski koituu siitä, että kohde-etuuden eli osakkeiden arvo saattaa laskea ja sijoitus menettää arvoaan, tai myös siten, että kohde-etuuden arvo ei nouse sijoittajan odotusten mukaisesti, jolloin tuottokin jää odotettua pienemmäksi. (Opi osakkeet 2007, 137.)

Sijoituksen tuotto koostuu kahdesta asiasta: sijoituksen mahdollisesta arvonnoususta ja sijoitusperiodin aikana mahdollisesti saaduista maksuista, joihin sijoitus oikeuttaa. Tavallisesti ETF:n tuotto koostuu arvonnoususta, ja esimerkiksi indeksin koskiessa osakekoria, osa tuotoista tulee osinkoina. (Kallunki ym. 2003, 25 - 29.) Yksittäisten salkussa olevien arvopapereiden tuotto-odotusten painotetulla keskiarvolla voidaan laskea salkun tuotto-odotus. Keskiarvo lasketaan käyttämällä painokertoimena arvopapereiden sijoitusosuuksia salkusta. Keskiarvo voidaan laskea alla seuraavalla kaavalla. (Kallunki ym. 2003, 62.)

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^N w_i E(R_i)$$

$E(R_p)$  = salkun tuotto-odotus

$E(R_i)$  = arvopaperin i tuotto-odotus

$w_i$  = arvopaperin i sijoitusosuus portfolioissa

$N$  = arvopapereiden lukumäärä portfolioissa

Sijoituksen tuotto-odotukseen liittyvää riskiä mitataan sijoituksen tuoton kokonaisvaihtelulla, jota kutsutaan keskihajonnaksi (Kallunki ym. 2003, 30). Keskihajonta ilmaisee, kuinka paljon yhden aikavälin tuotto on keskimäärin poikennut pitkän aikavälin keskiarvostaan. Tuoton vaihtelulla tarkoitetaan tuoton vaihtelua niin ylös kuin alaspäinkin. Salkun tuoton keskihajonta voidaan laskea alla olevalla kaavalla (Kallunki ym. 2003, 62.)

$$\text{Std}(R_p) = \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \text{cov}_{ij}}$$

$w_i$  = arvopaperin i sijoitusosuus portfolioissa

$w_j$  = arvopaperin j sijoitusosuus portfolioissa

$\text{cov}_{ij}$  = arvopapereiden i ja j tuottojen välisen kovarianssi eli yhteisvaihtelu

Portfolion riski riippuu paitsi arvopapereiden lukumäärästä myös arvopapereiden tuottojen yhteisvaihtelusta eli kovariansseista. Tuottojen välinen kovarianssi voidaan laskea seuraavalla kaavalla (Kallunki ym. 2003, 63).

$$\text{cov}(i,j) = \frac{1}{T-1} \sum (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{jt} - \bar{R}_j)$$

$\bar{R}_{it}$  = arvopaperin i tuotto hetkellä t

$\bar{R}_i$  = arvopaperin i keskimääräinen tuotto

$\bar{R}_{jt}$  = arvopaperin j tuotto hetkellä t

$\bar{R}_j$  = arvopaperin j keskimääräinen tuotto

$T$  = tuottoaikasarjan havaintojen lukumäärä

Markkinariskin ja yritysrisikin lisäksi suomalaisen ETF-sijoittajan tulee olla tietoinen valuuttariskistä ostaessaan euromääräisen ETF:n, joka sijoittaa varansa toisessa valuutassa noteerattuihin osakkeisiin. Kun noteerausvaluutan arvo heikkenee euroon nähden, myös ETF:n euromääräinen arvo laskee, vaikka osakkeiden hinnat pysyisivät ennallaan. Niin sanotun valuuttapariteetin mukaisesti sijoittajan valuuttariski johtuu euron suhteesta indeksikorin osakkeiden noteerausvaluuttaan, riippumatta indeksiosuusrahaston noteerausvaluutasta. (ETF-opas.)

#### 4.7 Kaupankäyntikäynti ETF:illä

Kun sijoittaja ostaa indeksiosuusrahaston, kutsutaan tapahtumaa merkinnäksi, vastaavasti osuuden myymistä kutsutaan lunastukseksi. ETF:n merkitseminen ja lunastaminen on yhtä mutkatonta kuin osakkeen merkitseminen ja lunastaminen. Kun päätös kaupankäynnistä tai ETF:n ostamisesta on tehty, ensimmäinen asia, joka sijoittajan tulee tehdä, on arvo-osuustilin avaaminen. Arvo-osuustilille kirjataan arvopaperiomistukset, ja näistä omistuksista sijoittaja saa tiliotteen. Henkilökohtaisen arvo-osuustilin avaaminen tapahtuu jossakin pankkiiriliikkeen, pankin tai Suomen Arvopaperikeskuksen ylläpitämässä arvo-osuusrekisterissä. Sijoittajan omistukset joko kirjataan aina samalle tilille tai sitten sijoittajan valinnan mukaan useammalle tilille, joita voi olla useissa eri rekistereissä. (Opi osakkeet 2007, 56.)

Arvopaperikeskuksen rekisteriin arvo-osuustilin avaaminen on maksutonta, mikäli avaaminen tapahtuu paikan päällä. Välittäjät saattavat periä avaamisesta jonkinlaisen palkkion, joten ennen toimeksiantoja on hyvä selvittää, onko välittäjän mahdollisuus avata arvo-osuustiliä ja jos on, niin millä ehdoilla. Myös peruspalvelut ovat arvopaperikeskuksen arvo-osuusrekisterin osalta maksuttomia. Jos sijoittaja kuitenkin myy ETF:n suoraan Arvopaperikeskuksen tililtä, joutuu sijoittaja välillisesti maksamaan, sillä Arvopaperikeskus perii kyseisestä kaupasta välittäjältä maksun, joka lopulta lankeaa sijoittajan maksettavaksi. Mikäli sijoittaja myy ETF:n suoraan välittäjän arvo-osuusrekisterin tililtä, ei välittäjä yleensä peri siitä maksua. Sen vuoksi arvo-osuustilin pitäminen ei-kaupallisessa Arvopaperikeskuksessa sopii sellaiselle sijoittajalle parhaiten, joka aikoo pitää ETF:n ja sijoittaa pitkällä tähtäimellä. Arvo-osuustilin avaaminen kaupalliseen rekisteriin voi olla aktiivisen sijoittajan kannalta siis järkevämpi vaihtoehto, sillä se säästää turhilta kustannuksilta, jotka koituisivat siitä, että ETF:iä myytäisiin Arvopaperikeskuksessa olevalta tililtä tai siitä, että arvo-osuuksia siirrettäisiin rekisteristä toiseen. (Opi osakkeet 2007, 56.)

Itse kaupankäynti ETF:illä tapahtuu jonkin välittäjäyrityksen kautta. Sijoittaja solmii välittäjän kanssa yleissopimuksen, jossa voidaan sopia muun muassa siitä, mitä arvo-osuustiliä käytetään, miten rahaliikenne hoituu ja miten sijoittaja antaa toimeksiantoja. (Opi osakkeet 2007, 56.) Sijoittajan kannattaa myös selvittää, tekeekö välittäjä ulkomaisissa pörseissä kauppaa vai ei, sillä suurin osa ETF-tarjonnasta on ulkomaisissa pörseissä.

Toimeksiannossa sijoittaja selvittää, mitä haluaa merkitä tai lunastaa, millä määrällä ja hinnalla sekä sen, kuinka kauan toimeksianto on voimassa. Toimeksianto voi olla voimassa päivästä kuukauteen, riippuen välittäjästä ja sen tarjoamista palveluista. Välittäjä syöttää toimeksiannon tarjoukseksi tietokonepohjaiseen kaupankäyntijärjestelmään, joka on integroitu johonkin pörssiin. Sijoittajan antama tarjous on sitova ja hänen tulee merkitä tai lunastaa ETF:iä toimeksiannon mukaisesti. Kaupankäyntijärjestelmässä on tarjouskirja, joka käsittelee tarjoukset heti, kun ne kirjataan. Tarjoukset järjestetään automaattisesti etuoikeusjärjestykseen hinnan ja saapumisajankohdan suhteen. Kauppa syntyy, kun etuoikeusjärjestyksessä ensimmäisinä olevien ostajan ja myyjän tarjousten hinnat kohtaavat. (Opi osakkeet 2007, 57.)

ETF:iä voi merkitä ja lunastaa niiden perusyksikössä eli pörssierissä. Helsingin Pörssi siirtyi pörssierättömään kaupankäyntiin syksyllä 2006, mikä tarkoittaa, että siellä yksi ETF on yksi pörssierä. Niissä pörsseissä, joissa pörssierät ovat käytössä, voi toimeksiannon antaa myös alle pörssierän kokoisena, mutta toimeksianto saattaa toteutua hiukan hitaammin. Hidas toteutus johtuu siitä, että kaupankäynti pörssierää pienemmällä erillä ei ole yhtäjaksoista, ja niiden hintataso määräytyy viimeisimmän pörssieräkaupan mukaan. Tästä johtuen myyjän ja ostajan tarjoukset eivät kohtaa suoraan, vaikka olisivatkin ehdoiltaan samanlaiset. (Opi osakkeet 2007, 57.)

#### 4.8 ETF:ien kustannukset

ETF:t ovat kulurakenteeltaan hyvin edullisia verrattuna aktiivisesti hoidettuihin rahastoihin. Sijoitustuotteen pienet kustannukset johtuvat siitä, että passiivisesti hallintoitujen indeksiosuusrahastojen sijoitukset määrittyvät automaattisesti kohdeindeksin perusteella. Kulujen vuoksi kaksi kolmasosaa salkunhoitajista häviää vertailuindeksille. Pienillä palkkioilla ja indeksia seuraavalla salkulla onkin mahdollista päästä käsiksi keskimääräistä parempiin sijoitustuottoihin. Välittäjien periessä ETF:istä lajikohtaisia säilytyskuluja, saattaa ETF:ien hankinnasta ja hallinnoinnista kuitenkin aiheutua suomalaiselle sijoittajalle ennakoimattomia lisäkustannuksia. (Puttonen & Repo 2003, 167.)

Indeksiosuusrahastojen kaupankäynti- ja hallinnointikulut muodostuvat välittäjälle kaupan johdosta maksettavasta palkkiosta ja rahastolle maksettavasta hallinnointipalkkiosta. ETF:iä hallinnoivien rahastoyhtiöiden perimät hallinnointipalkkiot vaihtelevat keskimäärin 0,07 - 0,77 prosenttiin. Halvimmalla saa amerikkalaisiin suuriin indekseihin sidottuja

indeksiosuusrahastoja. Kalleimpia indeksiosuusrahastoja ovat puolestaan eksoottisten maiden tuotteet, kuten esimerkiksi Brasilian tai Vietnamin maarahastot, joiden hallinnointipalkkio vaihtelevat 0,65 - 0,85 prosentin välillä. (Puttonen & Repo 2003, 166.) Tavallisten rahastojen kustannukset liikkuvat 0,8 - 3,0 prosenttiin, joten ETF:ien ja perinteisten sijoitusrahastojen kulujen eroja voidaan pitää huomattavina (ETF-opas).

TAULUKKO 1. Kotimaan markkinoille sijoittavien rahastojen hallinnointipalkkioita (Rahastoraportti joulukuu 2008)

Rahasto	Hallinnointipalkkio ja säilytyspalkkio vuodessa
Danske Finland	1,52 %
Nordea Fennia	2,00 %
OP-Delta	2,00 %
Seligson & Co Suomi-indeksirahasto	0,45 %
Seligson & Co OMXH25 -indeksiosuusrahasto (ETF)	0,17 %
XACT OMXH25 (ETF)	0,18 %

Taulukossa 1 on esitelty kolmen suurimman pankin perinteisten suomirahastojen, Helsingin pörssissä listattujen ETF:ien ja Suomi-indeksirahaston hallinnointipalkkiot. Seligson & Co:n Suomi-indeksirahasto on otettu vertailuun mukaan, koska se on ainut kotimaan markkinoille sijoitettava indeksirahasto, jonka minimisijoitussumma on piensijoittajalle mahdollinen. Rahaston minisijoitussumma on yksi euro. Taulukosta voidaan nähdä, että OMXH25- ja XACT OMXH25-indeksiosuusrahastojen hallinnointipalkkiot ovat yli kahdeksan kertaa pienemmät kuin perinteisten suomirahastojen hallinnointipalkkiot.

TAULUKKO 2. Yhdysvaltoihin listattujen ETF:ien hallinnointipalkkiot (ETF Browser 2009)

Hallinnointipalkkio %	ETF:ien lkm
0,07 - 0,20	81
0,21 - 0,40	101
0,41 - 0,60	157
0,61 - 0,80	126
0,81 - 1,00	75
1,01 - 2,03	12
<b>Yhteensä</b>	<b>552</b>

Taulukko 2 näyttää Yhdysvaltoihin listattujen ETF:ien hallinnointipalkkiot. Taulukko on koottu Yahoo Financen ylläpitämästä ETF Browser -palvelusta. Taulukossa on mukana yhteensä 552 ETF:n palkkiot. Palkkiotietoja ei ollut saatavilla 292 rahastosta. Pienimillään hallinnointipalkkio on 0,07 prosenttia ja suurimmillaan 2,03 prosenttia. Lähes kaikkien ETF:ien hallinnointipalkkio on kuitenkin alle yhden prosentin. Kuitenkin vain 81 kappaletta, eli noin 15 prosenttia ETF:istä, tarjoaa alle 0,20 prosentin hallinnointipalkkion, minkä Helsingin pörssiin listatut ETF:t tarjoavat.

Spread on osto- ja myyntihinnan välinen ero. ETF-sijoituksessa osto- ja myyntihinnan välisen eron voidaan ajatella olevan kulu, joka tulee maksettavaksi välityspalkkion lisäksi. ETF:illä, jotka ovat likvidejä, spread on hyvin alhainen, joten ETF:iä voi ostaa ja myydä lähes samaan hintaan. Alhaisesta spreadista huolimatta ETF:ien ostajat maksavat hieman enemmän kuin vastaavan kohde-etuuden osakekorin markkinahinta olisi ja ETF:iä myyvät saavat hieman vähemmän. (ETF-opas.) Spread on kuitenkin yleensä hyvin pieni kustannus muiden rinnalla.

#### 4.9 ETF:ien verotus

Kotimaisten ETF:ien verokohtelu vastaa perinteisten sijoitusrahastojen verokohtelua (Kysymyksiä ja vastauksia). Näin ollen kotimaisten ETF:ien tuotot ovat veronalaista pääomatuloa. Vuoden 2008 verokannan mukaan rahastoyhtiö pidättää 28 prosentin pääomaveron ennakonpidätyksenä tuottojen ulosmaksun yhteydessä (Sijoittajan vero-opas 2008, 7). ETF:ien lunastamisesta mahdollisesti saatavat myynti- eli luovutusvoitot ovat myös pääomaveron alaista tuloa. Näiden osalta rahastoyhtiö ei suorita ennakonpidätystä, vaan sijoittajan tulee itse ilmoittaa kaikki luovutusvoitot veroilmoituksessaan. (Arvopapereiden ja arvo-osuuksien luovutusvoiton verotus 2008.)

Perinteiset sijoitusrahastot voivat olla tuotto-osuuksia tai kasvuosuuksia. Kasvuosuuksissa vuosittaista tuottoa ei jaeta sijoittajille, vaan se jää kasvattamaan rahasto-osuuden arvoa (Puttonen & Repo 2003, 197). Tällöin rahaston saama tuotto verotetaan vasta luovutusvoittona rahasto-osuuden myynnin yhteydessä (Sijoittajan vero-opas 2008, 7). Helsingin pörssissä noteeratut OMXH25- ja XACT OMXH25-indeksiosuusrahastot ovat molemmat tuotto-osuuksia. Tuotto-osuuksille maksetaan vuosittaista tuottoa, josta pidätetään pääomaveron. Pääomaveron pidätyksestä johtuen sijoittaja ei voi saada korkoa korolle periaatteella tuottoja koko osuuden saamalle tuotolle, kuten kasvuosuusrahastoissa.

Tuotto-osuuksien maksussa tulee vastaan myös uudelleensijoitusriski, eli sijoittaja saattaa joutua sijoittamaan saadut varat heikommin tuottavaan sijoituskohteeseen. Tuotto-osuudet ovat kuitenkin joillekin sijoittajille ja sijoittajaryhmille tarpeellisia. Osa sijoittajista haluaa nostaa tuotot vuosittain ja sijoittaa ne muihin kohteisiin.

ETF:ien tulee jakaa saamansa voitot ja osingot osuudenomistajille. Yleensä ne maksetaan osuudenomistajille vuosittain. Osingoista saadut tuotot saatetaan kuitenkin maksaa Yhdysvalloissa neljännesvuosittain tai jopa kuukausittain rahastosta riippuen. (ETFs General Questions 2008.) Kaikki ETF:t eivät kuitenkaan ole tuotto-osuuksia, joista maksettaisiin säännöllisesti tuottoja. Esimerkiksi Deutsche Bank:n 88:sta ETF:istä, jotka käyttävät markkinointinimeä db x-tracers, vain 13 on tuotto-osuuksia, loput ovat kasvuosuuksia (db x-trackers 2008).

Ulkomaalaisten sijoitusrahastojen tuotot ovat Suomessa pääomaveron alaista tuloa. Valtioiden väliset verosopimukset vaikuttavat siihen, miten vero käsitellään. Jos sijoittaja joutuu maksamaan ulkomaisen rahaston tuotosta veroa ulkomaille, hyvitetään se Suomen verotuksessa lakien ja verosopimusten määräysten mukaisesti. Hyvitystä saadakseen tulee sijoittajan yleensä itse tehdä selvitys ulkomaille maksetusta verosta. (Sijoittajan vero-opas 2008, 8.) Esimerkiksi Yhdysvalloista hankittujen ETF:ien luovutusvoitoista ja tuotoista maksetaan veroa Suomen pääomaveroprosentin mukaisesti 28 prosenttia. Käytännössä verotus toteutuu niin, että Yhdysvalloista saaduista tuotoista peritään 15 prosentin lähdevero. Yhdysvaltoihin maksettu lähdevero hyvitetään Suomen verotuksessa ja sijoittajan tulee maksaa tuotoista veroa vielä 13 prosenttia Suomeen. (ETF-koulu.)

## 5 ETF:IEN MARKKINAT JA KILPAILUTILANNE

Kaiken kaikkiaan ETF:ien markkinat ovat varsin nuoret. Amerikkalaisiin indekseihin sidottuja ETF:iä on runsaasti verrattuna esimerkiksi Suomen pieniin markkinoihin. Ensimmäinen ETF, nimeltään S&P Depositary Receipts Trust Series 1 eli SPDR, listattiin tammikuussa 1993 American Stock Exchangeen. Kyseinen ETF, joka seuraa S&P -indeksiä, sai markkinointinimekseen Spider eli hämähäkki. Tuotteen tunnetuksi tekeminen vei rahoi-



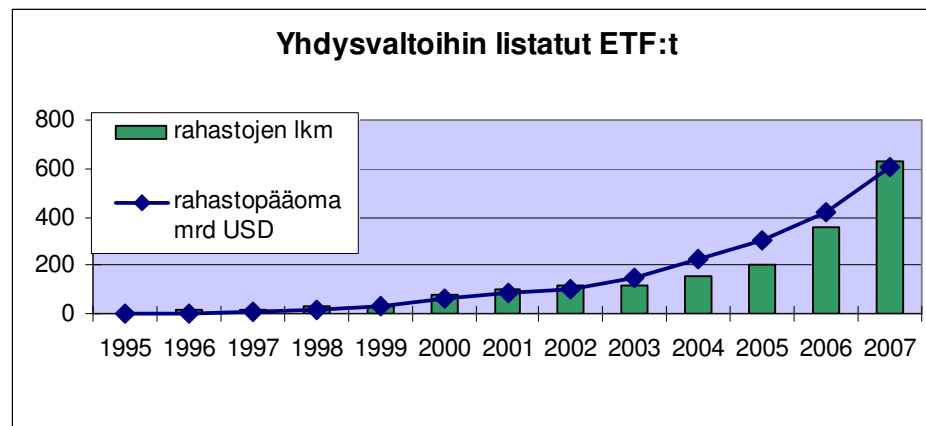
tusmarkkinoilta useamman vuoden. SPDR on edelleen yksi vaihdetuimmista arvopapereista maailmassa. (Puttonen & Repo 2003, 165 - 168.)

Vasta lähes kymmenen vuotta myöhemmin, vuonna 2002, Seligson & Co Rahastoyhtiö toi ensimmäisen indeksiosuusrahaston Suomen sijoitusmarkkinoille yhteistyössä Helsingin Pörssin kanssa. Kyseinen ETF, nimeltään OMXH25, koostuu Helsingin Pörssin 25 vaihdetuimmasta osakkeesta (Holmberg 2007). ETF:ien suosio ja kysyntä ovat siivittäneet uusien ETF:ien perustamista Euroopassa ja Amerikassa. Saksan ja Yhdysvaltojen markkinoille tulee uusia indeksiosuusrahastoja jopa viikoittain. Uusien ETF:ien jatkuva lanseeraaminen osoittaa, että sijoittajat ympäri maailman ovat yhä tietoisempia indeksiosuusrahastojen huomattavista kustannuseduista verrattuna esimerkiksi aktiivisiin rahastoihin. (Hämäläinen 2007, 60.) ETF:ien markkinoita ja tunnettavuutta ovat siivittäneet 2000-luvulla erityisesti raaka-aineiden ja kehittyvien markkinoiden voimakas nousu ja kasvu. (Puttonen & Repo 2003, 166.)

## 5.1 Markkinaosuus ja volyymit

Helsingin pörssissä on noteerattuna kaksi indeksiosuusrahastoa: Seligson & Co:n hallinnoima OMXH25-indeksiosuusrahasto ja Svenska Handelsbankenin hallinnoima XACT OMXH 25. Suurin osa ETF-tarjonnasta onkin ulkomaisissa pörsseissä. Tukholman pörssissä on noteerattuna seitsemän ETF:ää (Rahastomarkkinat) ja Frankfurtin pörssissä niitä löytyy jo yli kolmesataa kappaletta (XTF Exchange Traded Funds). ETF:iä on listattuna eniten Frankfurtin, Pariisin, Lontoon ja New Yorkin pörsseissä.

Ensimmäiset ETF:t listattiin Yhdysvalloissa vuonna 1993. Vuoden 1995 lopussa Yhdysvalloissa oli kaksi ETF:ää, joihin oli sijoitettu noin miljardi dollaria. Vuoden 2007 loppuun mennessä ETF:iä oli listattuna jo 629 kappaletta ja rahastopääomat olivat yhteensä 608 miljardia dollaria. Kuvio 1 osoittaa, että ETF:ien kasvu on ollut voimakkainta kahtena edellisenä vuotena. (Fact Book 2008, 110,121.)



KUVIO 1. Yhdysvaltoihin listatut ETF:t (Fact Book 2008, 110,121)

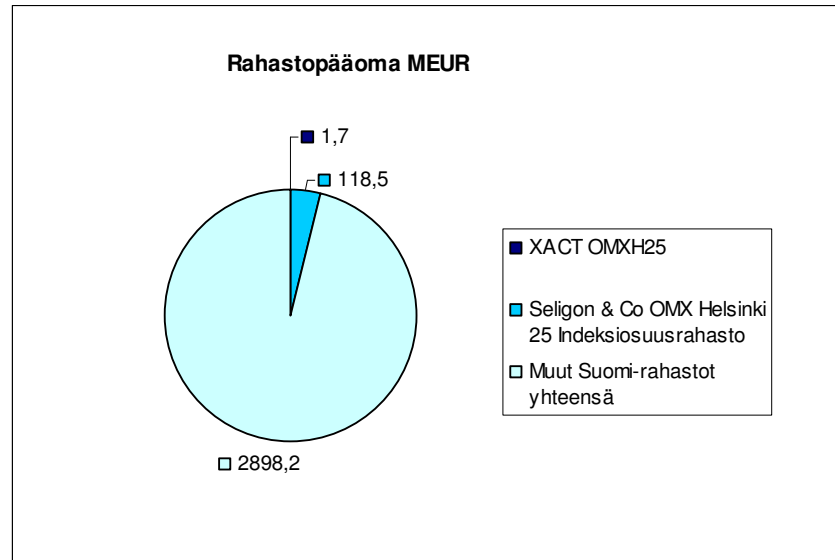
Taulukossa 3 on esitelty rekisteröityjen yhdysvaltalaisten sijoitusyhtiöiden pääomat vuodesta 1995 vuoteen 1997. Taulukosta voidaan nähdä, että sijoitusrahastojen pääomat olivat vuonna 2007 lähes kaksikymmentä kertaa suuremmat kuin ETF:ien pääomat. Lisäksi sijoitusrahastoja oli Yhdysvalloissa vuonna 2007 yli kaksitoista kertaa enemmän kuin ETF:iä. Taulukosta voidaan kuitenkin nähdä, että ETF:ien kasvu on ollut huomattavasti voimakkaampaa kuin tavanomaisten sijoitusrahastojen. ETF:ien pääomat ovat kasvaneet 800-kertaisiksi 12 vuodessa. (Fact Book 2008, 9.)

TAULUKKO 3. Rekisteröityjen yhdysvaltalaisten sijoitusyhtiöiden pääomat 1995 - 2007 (Fact Book 2008, 9)

	ETF:ien pääoma (mrd USD)	ETF:ien lukumäärä	Sijoitusrahastojen pääoma (mrd USD)	Sijoitusrahastojen lukumäärä
1995	1	2	2811	5725
1996	2	19	3526	6248
1997	7	19	4468	6684
1998	16	29	5525	7314
1999	34	30	6846	7791
2000	66	80	6965	8155
2001	83	102	6975	8305
2002	102	113	6390	8244
2003	151	119	7414	8126
2004	228	152	8107	8041
2005	301	204	8905	7975
2006	423	359	10412	8118
2007	608	629	12021	8029

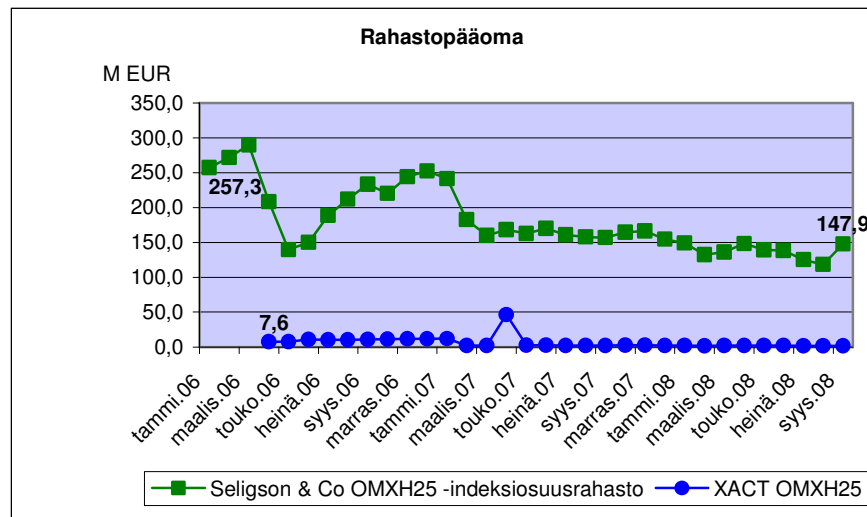
Vain murto-osa kotimaan markkinoille sijoittavien suomalaisten osakerahastojen sijoitetusta pääomasta on indeksiosuusrahastoissa. Kuviosta 2 voidaan nähdä, että Seligson & Co:n OMXH 25 -indeksiosuusrahaston rahastopääoma oli elokuussa 2008 yhteensä 118,5 mil-

joonaa euroa ja XACT OMXH25:n rahastopääoma oli 1,7 miljoonaa euroa. Kun samana ajankohtana muiden Suomi-rahastojen, joita on 35 kappaletta, rahastopääoma oli yhteensä 2 898,2 miljoonaa euroa. (Rahastoraportti elokuu 2008.)



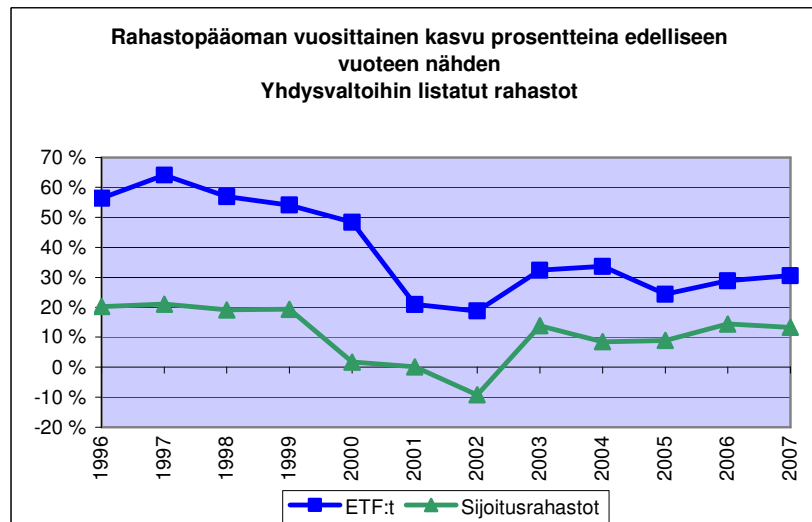
KUVIO 2. Suomalaisten osakerahastojen rahastopääomat elokuussa 2008 (Rahastoraportti elokuu 2008)

Kuvio 3 on koottu Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry:n ja Suomen sijoitustutkimus Oy:n julkaisemista rahastoraporteista vuosilta 2006 - 2008. Kuviosta käy ilmi, että Helsingin pörssissä noteerattujen ETF:ien rahastopääomat ovat kutistuneet viimeisten kahden vuoden aikana. Helmikuussa 2002 aloittaneen Seligson & Co OMXH25 -indeksiosuusrahaston pääoma oli vuoden 2006 tammikuussa 257,3 miljoonaa euroa. Vuoden 2008 syyskuuhun mennessä rahastopääoma oli tippunut 147,9 miljoonaan euroon (Kuvio 3). Maaliskuussa 2006 aloittaneen XACT OMXH25:n rahastopääoma oli 7,6 miljoonaa euroa huhtikuussa 2006. Vuoden 2008 syyskuuhun mennessä rahastopääoma oli enää 1,8 miljoonaa euroa, joka alittaa sijoitusrahastolain mukaisen vähimmäispääoman. (Rahastoraportit tammikuu 2006 - syyskuu 2008).



KUVIO 3. Suomalaisen ETF:ien rahastopääomat tammikuu 2006 - syyskuu 2008 (Rahastoraportit tammikuu 2006 - syyskuu 2008)

Kuvio 4 osoittaa, että Yhdysvalloissa ETF:ien kasvu on ollut alusta saakka melko aggressiivista. Yhdysvaltoihin listattujen ETF:ien pääomien kasvu on vaihdellut 19 ja 64 prosentin välillä. Samalla ajanjaksolla perinteisten sijoitusrahastojen pääomien kasvu on ollut hitaampaa kuin ETF:ien pääomien kasvu. Vuonna 2001 sijoitusrahastojen pääomien kasvu pysähtyi ja kääntyi negatiiviseksi vuoteen 2002 mennessä. Tämän jälkeen kasvu on ollut maltillista kymmenen prosentin luokkaa, ETF:ien pääomien kasvun ollessa 30 prosentin luokkaa. (Fact Book 2008, 110;121.)



KUVIO 4. Yhdysvaltoihin listattujen rahastojen pääoman kasvu vuosina 1996 - 2007 (Fact Book 2008, 110,121)

Alla olevassa taulukossa 4 on esitelty kymmenen nettovaroiltaan suurinta indeksiosuusrahastoa maailmassa. Taulukosta voidaan nähdä, että ylivoimaisesti suurin indeksiosuusrahasto nettovaroiltaan oli maailman ensimmäinen ja edelleen maailman suosituin ETF markkinointinimeltään SPDRs. Sen nettovarot olivat lokakuussa yli 78 miljardia dollaria, joka on kolme kertaa enemmän kuin toiseksi suurimman ETF:n nettovarallisuus. Toiseksi suurin indeksiosuusrahasto oli iShares EAFE Index yli 26 miljardin dollarin nettovaroilla. Sijoille 3 – 6 sijoittuvien ETF:ien nettovarallisuus ylittää vielä 10 miljardia Yhdysvaltain dollaria, mutta seitsemänneistä sijasta alaspäin nettovarallisuus jää alle kymmenen miljardin. (ExchangeTraded Funds 2008.)

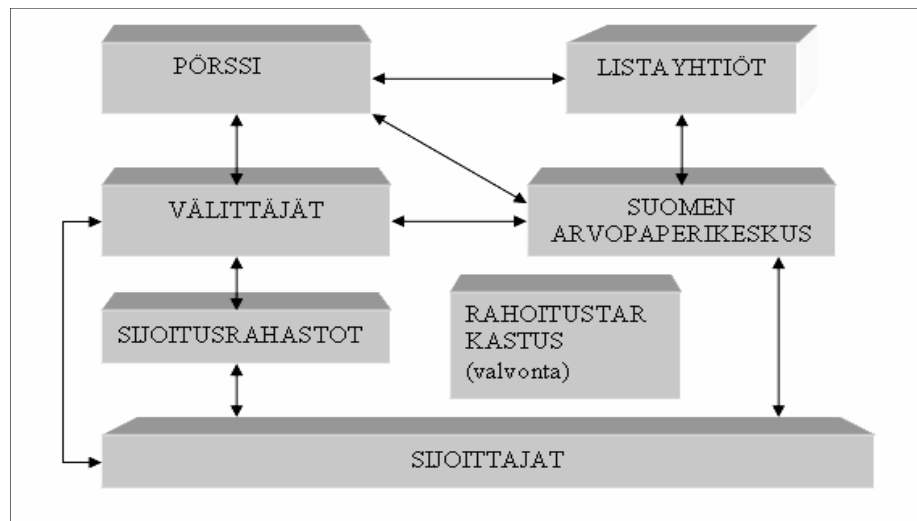
TAULUKKO 4. Kymmenen nettovaroiltaan suurinta indeksiosuusrahastoa lokakuussa 2008 (Exchange Traded Funds 2008)

	<b>Indeksiosuusrahasto</b>	<b>Nettovarallisuus (mrd USD)</b>	<b>Kaupankäyntitunnus</b>	<b>Noteerauspäivä</b>
1.	SPDRs	78,12	SPY	29.1.1993
2.	iShares MSCI EAFE Index	26,30	EFA	14.8.2001
3.	SPDR Gold Shares	17,60	GLD	18.11.2004
4.	iShares MSCI Emerging Markets Index	17,32	EEM	7.4.2003
5.	iShares S&P 500 Index	14,76	IVV	15.5.2000
6.	PowerShares QQQ	14,02	QQQQ	10.3.1999
7.	iShares Russell 1000 Growth Index	9,94	IWF	22.5.2000
8.	iShares Russell 2000 Index	9,61	IWM	22.9.2003
9.	DIAMONDS Trust, Series 1	9,14	DIA	22.5.2000
10.	Financial Select Sector SPDR	9,11	XLF	13.1.1998

## 5.2 Markkinaosapuolet

Kuviossa 5 on esitetty osakemarkkinoiden osapuolet, jotka ovat pörssi, sijoittajat, listayhtiöt, välittäjät, Arvopaperikeskus, sijoitusrahastot ja rahoitustarkastus. Pörssi on julkisen osakekaupankäynnin paikka, missä toimeksiannot toteutuvat. Pörssin tehtäviä ovat tarjousten vastaanotto ja niiden järjestely, sopimuksien teko tarjousten kohdatessa, tiedottaminen sekä valvonta. Lisäksi pörssi ylläpitää informaatiota pörssissä kaupankäynnin kohteina olevien arvopapereiden hinnoista. Sijoittajat eivät voi olla suoraan yhteydessä pörssiin, jonka vuoksi sijoittajien tekemät tarjoukset menevät pörssiin asiamiesten eli välittäjien kautta. (Opi osakkeet 2007, 55.)

Listayhtiöiden eli pörssi-yhtiöiden osakkeita myydään ja ostetaan pörssissä. Listayhtiöitä velvoittaa avoin, rehellinen ja tasapuolinen informaation jakaminen ja tiedottaminen koskien kaikkia osakkeenomistajia. Sijoittajat voivat omistaa osakkeita myös välillisesti sijoitusrahastojen kautta. Suomen Arvopaperikeskuksen tehtävänä puolestaan on hoitaa Helsingin Pörssissä tehtyjen kauppojen selvitys, jonka lisäksi se ylläpitää arvo-osuusrekisteriä. Rahoitustarkastus (RATA) on pörssikauppaa ja sen osapuolia valvova viranomais, joka pitää huolta siitä, että arvopaperimarkkinalakia ja muita ohjeita noudatetaan. (Opi osakkeet 2007, 55.)



KUVIO 5. Osakemarkkinoiden osapuolet (Opi osakkeet 2008, 54)

### 5.3 ETF:ien tarjoajat

ETF:ien perusominaisuus on, että ne ovat pörssinoteerattuja ja näin ollen kaikkien saatavilla. ETF:iä voivat välittää kaikki arvopaperinvälittäjät. Kotimarkkinoiden lisäksi sijoituspalveluyritykset tarjoavat mahdollisuuden sijoittaa useille ulkomaisille markkinapaikoille. Sijoittajilla on siis mahdollisuus sijoittaa ulkomaisiin ETF:iin Suomessa toimivan pankin kautta. Esimerkiksi Sampo Pankki tarjoaa mahdollisuuden sijoittaa viidelletoista eri markkinapaikalle mukaan lukien London Stock Exchange ja NASDAQ (Kaupankäynti).

Valtaosa Suomen sijoituspalveluyrityksistä ei kuitenkaan markkinoi ETF:iä. Koska internet on merkittävä ETF-tiedon lähde, on luontevaa yrittää etsiä suomalaista välittäjää internetin avulla. Ensimmäinen sitä kautta löytyvä välittäjä on eQ Pankki, joka onkin ainut yri-

tys, jonka internetsivuilta löytää yleistä ETF-tietoutta helposti ja runsaasti. Heidän internetsivuiltaan löytyy muun muassa ETF-esittely, ETF-koulu ja ETF-markkinainfosivusto, jonne on listattu lähes 2000 ETF:n kurssit. Markkinainfosivulta eQ Pankin asiakas voi siirtyä ostamaan tai myymään ETF:iä. (eQ Pankki.) Tarkastelu Suomen kolmen suurimman pankin internetsivuilla osoittaa, että Osuuspankilta löytyy muutama artikkeli, joissa kerrotaan mahdollisuuksista sijoittaa ulkomaisiin ETF:iin pankin kautta, mutta Nordean ja Sampo Pankin sivustoilta sijoittaja ei ETF:iä löydä. Arvopaperinvälittäjien lisäksi ETF:iä käyttävät varainhoitajat. Varainhoitajista Taaleritehdas kertoo käyttävänsä ETF:iä aina, kun se on asiakkaan kannalta järkevää (Holtari 2008, 65).

ETF:ien päämarkkinat löytyvät Euroopasta ja ETF:ien kotimaasta Yhdysvalloista. Financial Timesin kesäkuussa 2008 julkaiseman erikoisraportin mukaan rahastopääomalla mitattuna suurimmat ETF:ien tarjoajat Euroopassa ovat Barclays Global Investors, Lyxor Asset Management ja DB X-Trackers. Niiden hallinnassaan oli vuoden 2008 huhtikuun lopussa 119 miljardin dollarin edestä pääomia. Yhdysvaltojen suurimmat tarjoajat ovat Barclays Global Investors, State Street Global Advisor ja Vanguard, jotka hallinnoivat yhteensä 489 miljardin dollarin rahastopääomia huhtikuussa 2008. (FTfm Exchange Traded Funds 2008, 2-4.)

Euroopan ja Yhdysvaltojen lisäksi ETF:ien avulla voi sijoittaa useille eri markkinoille, myös eksoottisempiin maihin kuten Brasiliaan, Intiaan ja Vietnamiin. Suorien osakesijoitusten tekeminen kaukaisille markkinoille voi olla vaikeaa. Näihin kohteisiin on kuitenkin mahdollista sijoittaa ETF:ien avulla Yhdysvaltojen ja Euroopan pörssien kautta. Esimerkiksi Frankfurtin pörssistä löytyy 19 eri maan maakohtaisia ETF:iä. Maakohtaisten ETF:ien lisäksi Frankfurtin pörssistä löytyy aluekohtaisia ETF:iä kuten Afrikka, kehittyvät markkinat ja euroalue (Facts & Figures Exchange Traded Fund Q3/2008.)

#### 5.4 Kilpailevat tuotteet

Arvioitaessa ETF:n soveltuvuutta piensijoittajalle, on hyvä nostaa esille vaihtoehtoisia piensijoittajien käyttämiä sijoitusinstrumentteja. Sijoittamista on monenlaista, ja erilaisia sijoitusmuotoja useita. Tässä kohtaa on kuitenkin mielekäästä verrata ETF-sijoittamista osakesijoittamiseen ja rahastosijoittamiseen, onhan ETF näiden kahden sijoitusinstrumentin välimuoto.

#### 5.4.1 Osakesijoittaminen

Osakesijoitusten hyvänä puolena voidaan pitää korkeampaa tuotto-odotusta kuin muissa sijoituskohteissa. Osakemarkkinoiden tuotto pitkällä tähtäimellä on parempi verrattuna useimpiin muihin sijoitusmuotoihin (Opi osakkeet 2007, 44.) Osakesijoituksilla on myös helppo ja joustava käydä kauppaa pörssissä, sillä osakkeilla on toimivat jälkimarkkinat. Osakesijoittamisessa tulee kiinnittää huomiota hajauttamiseen, sillä hajauttaminen useisiin eri yrityksiin pienentää riskiä. Toisin kuin ETF-sijoittamisessa, voi osakesijoittamisessa hajauttaminen koitua kalliiksi, sillä tässä sijoitusmuodossa hajauttaminen edellyttää useamman, ainakin 20 eri yrityksen osakkeen ostamista. (Puttonen & Repo 2003, 26.)

Kaupankäynti- ja säilytyspalkkiot voivat pienillä summilla sijoittaessa muodostua turhan merkittäviksi kustannuksiksi niin osake- kuin ETF-sijoittamisessakin. Osakesijoituksissa on aina riski kurssien laskusta, jonka vuoksi varat tulisi sijoittaa sopivan pitkäksi periodiksi. Vähimmäissuositus osakesijoitusten sijoitusperiodiksi on viisi vuotta. Pitkällä periodilla on todennäköisempää, että sijoituksen arvo nousee ja tuotto paranee. Osakesijoittaminen sopiikin parhaiten sijoittajalle, jonka sijoitushorisontti on pitkä. Suorissa osakesijoituksissa on toivottavaa, että sijoitettava summa on useita tuhansia euroja, joten se ei välttämättä ole paras sijoitusmuoto piensijoittajalle. (Puttonen & Repo 2003, 26.)

#### 5.4.2 Sijoitusrahastot

Tavallisen sijoitusrahaston ja ETF:n välillä on paljon yhtäläisyyksiä. Sijoitusrahastoa voidaan kutsua salkuksi, joka sijoittaa varojaan erilaisiin arvopapereihin, esimerkiksi osakkeisiin tai korkoinstrumentteihin. Sijoitusrahaston omistavat siihen sijoittaneet yritykset, yhteisöt ja yksityishenkilöt. Sijoitusrahaston toiminta perustuu siihen, että säästäjien varat kerätään yhteen ja sijoitetaan arvopapereihin, jotka puolestaan muodostavat rahaston. Rahasto on jaettu yhtä suuriin rahasto-osuuksiin, jotka tuottavat rahastossa olevaan omaisuuteen yhtäläiset oikeudet. Rahastot ovat aina vähintään kohtuullisesti hajautettuja, sillä sijoitusrahastolain mukaan yhteen kohteeseen ei saa sijoittaa kymmentä prosenttia enempää. (Puttonen & Repo 2003, 34.)

Sijoitusrahastojen likviditeetti eli rahaksi muutettavuus on vain kohtuullinen verrattuna ETF:iin. Rahasto-osuuden voi myydä ja ostaa kerran päivässä, kun taas indeksiosuuden voi



ostaa ja myydä reaaliaikaisesti, kun pörssi on auki. Rahasto-osuuksien osto- ja myyntihinnoista ei ole saatavilla jatkuvaa reaaliaikaista tietoa, kuten ETF:istä ja osakkeista. Niin ETF:iä kuin rahastojakin on siinä mielessä laidasta laitaan, että oli sijoittajan sijoitus-horisontti tai sijoituskohde mikä tahansa, löytyy rahastoista yleensä aina jokin sijoittajalle sopiva vaihtoehto. Esimerkiksi osakesijoituksissa on pitkä horisontti, kun taas rahamarkkinarahastoja voi suositella lyhyillekin periodeille. Sijoitusperiodi on määritelty kussakin rahastossa, ja se perustuu sijoituspolitiikan riskisyyteen. (Puttonen & Repo 2003, 34 - 35.)

Sijoitusrahastojen hyvänä puolena mainitaan usein sijoitusinstrumentin mukana tuleva asiantuntemus, sillä sijoituksia hoitaa aktiivisesti salkunhoitaja, joka seuraa markkinoiden kehitystä. Sijoitusrahasto saa markkinoilla samat edut kuin institutionaalinen sijoittaja, jonka vuoksi sen kaupankäyntikustannukset ja muut kulut ovat pienemmät kuin esimerkiksi yksittäisen piensijoittajan kulut. Rahastosijoittamiseen liittyy kuitenkin muita kustannuksia, kuten merkintä- ja lunastuspalkkiot, hallinnointipalkkio ja säilytysyhteisön palkkiot, jotka nostavat rahasto-osuuden kustannuksia huomattavasti. Sijoittaja ei myöskään aina voi puhtaasti tietää sijoittaessaan yhdistelmärahastoon, mistä kohde-etuuksista on kyse. Sijoittajan on luotettava salkunhoitajan näkemykseen, sillä salkunhoitaja päättää varojen jakamisesta eri sijoitusluokkiin. ETF:ien hyviä puolia on nimenomaan tuotteen läpinäkyvyys niin kustannuksissa, kohde-etuudessa kuin hinnoittelussakin. (Puttonen & Repo 2003, 34 - 35.)

#### 5.4.3 Indeksirahastot

Indeksirahastot ovat sijoitusrahastoja, jotka sijoittavat varansa kohdeindeksin mukaisesti. Indeksirahastot ovat passiivisesti hoidettuja, eli ne tekevät kauppaa vain kun kohdeindeksi muuttuu. Kuten jo aiemmin on todettu, indeksirahastojen ja ETF:ien keskeinen ero on siinä, että ETF:illä käydään kauppaa pörssissä.

Pörssikaupan lisäksi muitakin eroavaisuuksia löytyy. Burton G. Malkiel (2007) kirjoittaa, että ETF:t ovat usein edullisempia verotuksessa kuin tavalliset indeksirahastot. ETF:t voivat nimittäin maksaa lunastuksia niin sanotusti päivittäin eli lunastuksen kattamiseksi rahasto toimittaa halvalla ostettuja osakkeita. Tästä toimenpiteestä rahasto ei joudu maksaman veroa, joten sellaista myyntivoittoa ei synny joka rasittaisi muita osuudenomistajia.

Verotuksen merkitys näkyy myös sijoittajan lunastaessa ETF-osuuksiaan. Osuuksia lunastettaessa verot maksetaan sijoittajan omien osuuksiensa alkuperäisen hankintahinnan mukaan, eikä rahaston toimittaman osakekorin ostohinnan mukaan. Toisin kuin tavallisissa indeksiosuusrahastoissa, ETF:ien ostosta ja myynnistä sijoittajan on maksettava kaupankäyntikulut ja välityspalkkiot sekä mahdolliset säilytyspalkkiot. Lisäksi sijoittajan tulee ottaa kuluna huomioon osto- ja myyntitarjousten välinen kurssiero. Kaikkien näiden kulu- jen johdosta ETF:t eivät sovi sellaiselle sijoittajalle, joka sijoittaa varojaan pienissä erissä ajan kanssa. Kuukausisäästäjälle sopii paremmin sellainen indeksirahasto, jossa ei ole merkintäpalkkiota. (Malkiel 2007, 378.)

Indeksirahastojen isäksi kutsuttu John C. Bogle on kritisoinut voimakkaasti ETF:iä. Hän arvostelee ETF:ien olevan indeksirahastojen näköisiä kikkoja, joilla on vaarallisia seurauksia sijoittajille. Boglen mukaan ETF:t kannustavat vilkkaaseen kaupankäyntiin pörssissä, joka hyödyttää enemmän arvopaperinvälittäjiä kuin sijoittajia. (Bogle 2007).

## 6 TUTKIMUSMENETELMÄT

### 6.1 Lähdeaineisto

Lähdeaineistoamme ovat muutamit rahoitusalan perusteokset, kuten Puttosen ja Revon 2003 kirjoittama kirja ”Miten sijoitan rahastoihin”, Hämäläisen (2005) ”Sijoittajan käsikirja” ja Malkielin (2007) ”Sattuman kauppaa Wall Streetillä”. Perusteoksien avulla olemme rakentaneet viitekehyksen tutkimukselle. Ensisijaista kirjallisuutta ja lähdeaineistoa ovat myös kaikki ETF-sijoitusinstrumenttia ja -sijoittamista koskeva aineisto, esimerkiksi alan julkaisut.

Internet-lähteet osoittautuivat tutkimuksen kannalta todella tärkeiksi, koska suomenkielistä kirjallisuutta ETF:istä on saatavilla hyvin vähän. Internet-lähteiden käytössä koimme ongelmalliseksi lähdeaineiston luotettavuuden, joten niiden käyttämisessä pyrimme erityiseen varovaisuuteen. Yksi eniten käyttämistämme lähteistä oli eQ Pankin tuotesivustot, joilla ETF:istä on kerrottu muun muassa ETF-koulussa ja ETF-oppaassa. Asiantuntijahaastattelusta saimme hyviä vinkkejä myös muista luotettavista internet-lähteistä. Käytimme inter-

net-lähteinä etenkin pörssien sivustoja, joidenkin välittäjien kokoomasivustoja ja ajankoh-  
taisina lähteinä keskeisten talousjulkaisuiden artikkeleita.

## 6.2 Tutkimushaastattelu

Tutkimuksemme luonne on kartoittava, ja olemme pyrkineet lähestymään tutkimus-  
ongelmaa eri näkökulmista. Lähtökohtanamme ei ollut teorian tai hypoteesin testaaminen,  
vaan aiheen kokonaisvaltainen tarkastelu. Koska kyseessä on laaja-alainen aihe, josta on  
olemassa vain vähän suomenkielistä tietoutta, tutkimus päätettiin toteuttaa tutkimushaastat-  
telun avulla. Uskoimme, että tutkimuksemme kannalta haastateltavien kokemukset ja mie-  
lipiteet nousisivat merkitykseltään suuriksi ja toisivat lisäarvoa tutkimukseen, joten tutki-  
muksessa päädyttiin käyttämään laadullisia eli kvalitatiivisia tutkimusmenetelmiä.

Kvalitatiivisessa tutkimuksessa korostuu tutkimusaineiston tarkoituksenmukainen ja har-  
kinnanvarainen kerääminen, analysointi sekä luotettavuuden perustelevuus (Eskola &  
Suoranta 1998, 15,60.) Kvalitatiivisessa tutkimuksessa pystytään usein keskittymään pie-  
niin otoksiin, ja pyritään analysoimaan niitä mahdollisimman tarkasti tutkimusongelman  
puitteissa (Hirsjärvi & Hurme 2000, 34 - 35). Tiedon syventämiseksi halusimmekin keskit-  
tyä muutamiin valittuihin haastateltaviin ja laatu oli tutkimuksen kannalta tärkeämpi kritee-  
ri kuin määrä.

Tiedonkeruumenetelmistä haastattelu osoittautui menetelmänä riittävän joustavaksi tutki-  
musongelman ratkaisemiseksi. Tärkeäksi ominaisuudeksi kyseisessä menetelmässä koim-  
me sen, että meillä oli haastattelijoina mahdollisuus haastattelutilanteissa suunnata tiedon-  
hankintaa haluamaamme suuntaan. Yksi haastattelun hyvistä puolista oli myös se, että asi-  
antuntijoilla olisi haastattelutilanteessa mahdollisuus vastata omin sanoin kysymyksiin ja  
tulkita niitä. Ehkä tärkein perustelumme käyttää haastattelua tiedonkeruumenetelmänä oli  
kuitenkin se, että halusimme syventää muualta saamaamme tietoa asiantuntijoiden avulla,  
mihin aktiivinen vuorovaikutustilanne sopi parhaiten.

Tutkimushaastattelu voidaan jakaa useampaan eri lajiin. Suurimmat erot löytyvät struktu-  
rointiasteesta eli siitä, kuinka kiinteästi kysymykset on muotoiltu ja missä määrin haastatte-  
lija jäsentää tilannetta. Parhaiten tutkimuksen tarkoituksiperiin sopi puolistrukturoitu haastat-  
telu. Puolistrukturoidussa haastattelussa haastattelukysymykset ovat kaikille haastateltavil-  
le samat, eikä valmiita vastausvaihtoehtoja anneta. Kyseiselle menetelmälle on ominaista

se, että haastattelun näkökulma, tai ainakin yksi näkökulma, on etukäteen lyöty lukkoon. (Hirsjärvi & Hurme 2000, 47.) Puolistrukturoidussa haastattelussa kysymykset on siis mietitty ja rajattu etukäteen, jolloin voidaan olettaa haastateltavien ymmärtävän kysymykset samoin. Samojen haastattelukysymysten käyttäminen puolestaan lisää haastattelujen vertailtavuutta analyysivaiheessa.

### 6.2.1 Haastateltavien valinta

Toteutimme tutkimuksemme haastatteleamalla rahoitusalan asiantuntijoita, jotka olivat perehtyneet indeksiosuusrahastoihin, eli kyse oli harkinnanvaraisesta näytteestä. Päädyimme itse valittuun otokseen, koska kyseessä oli tutkimusaihe, josta oli vain vähän luotettavaa tietoa suomalaisperspektiivistä. Jokainen haastattelukutsun saaneista henkilöistä oli tehnyt töitä ETF:ien parissa ja oli aiemminkin ottanut kantaa ETF:iin jossakin julkaisussa. Lisäksi haastateltavat olivat sellaisista yrityksistä, jotka markkinoivat ETF:iä, tai olivat muuten helposti yhdistettävissä ETF:iin. Kolme haastatteluun valittua yritystä olivat: yksityispankkiiriliike Taaleritehdas, eQ Pankki sekä sijoituspalveluyritys Seligson & Co. Taaleritehdas markkinoi ETF:iä omalle asiakaskunnalleen, ja käyttää ETF:ää ensisijaisena sijoitusinstrumenttinaan, aina kun mahdollista. eQ Pankki puolestaan on Suomen edelläkävijä ETF:ien välittämisessä, ja sillä on verkkopalvelussaan tällä hetkellä yli tuhat ETF:ää tarjolla. Seligson & Co keskittyy pääasiassa rahastojen hallintaan ja varainhoitoon sekä hallinnoi Helsingin Pörssissä noteerattua OMXH25- indeksin mukaan sijoitettavaa ETF:ää.

Haastateltavat edustivat itsensä lisäksi edustamaansa yritystä, eikä siksi olisi ollut mielekästä tehdä useita haastatteluja saman yrityksen työntekijöille, vaan jokainen haastattelu toteutettiin eri yrityksessä. Koska osallistujia haastateltiin alansa asiantuntijoina, oli heidän nimiänsä mielekästä käyttää tutkimuksessa. Haastattelupyyntö toimitettiin sähköpostitse Taaleritehtaan rahastoyhtiö Oy:n toimitusjohtajalle Esko Immoselle, OMXH25- indeksiosuusrahaston salkunhoitajalle Jani Holmbergille ja eQ Pankin osakevälittäjälle Nuutti Hartikaiselle. Kaikki kolme haastattelukutsun saanutta henkilöä suostuivat haastateltaviksi.

Vinoumaa otokseen tuo se, että emme ole haastatelleet ketään Suomen kolmesta suurimmasta pankista. Kolmen suurimman pankin merkittävän markkinaosuuden vuoksi niillä olisi varmasti kattava näkemys suomalaisten sijoittamisesta, mutta mitään ETF:iin viittaa-

vaa oli haastateltavien valintavaiheessa hyvin vaikea löytää kyseisten pankkien julkisista tiedoista. Käytännössä emme löytäneet sellaista pankin edustajaa, jonka olisimme voineet päätellä tuntevan ETF:t tuotteena keskimääräistä paremmin.

### 6.2.2 Haastattelujen toteutus

Ensimmäinen haastattelu toteutettiin 3.7.2008 Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy:n tiloissa Helsingissä. Haastateltavana oli toimitusjohtaja Esko Immonen. Toinen haastattelu toteutettiin 10.7.2008 Seligson & Co:n tiloissa. Haastateltavina olivat Seligson & Co:n indeksirahastojen salkunhoitajat Jani Holmberg ja Jaana Timonen. He toimivat yhdessä myös OMXH25-indeksiosuusrahaston salkunhoitajina. Kolmas haastattelu toteutettiin 22.8.2008 eQ Pankin tiloissa. Haastateltavina olivat meklarit Nuutti Hartikainen ja Ville Tammelin. Nuutti Hartikainen vastaa eQ Pankissa sähköisestä instituutiosuuntaisesta kaupasta ja Ville Tammelin hoitaa yhdysvaltalaisen osakkeiden välitystä. Toisen haastateltavan mukaan ottaminen tuli Seligson & Co:n ja eQ Pankin aloitteesta. Haastattelujen onnistumisen kannalta ryhmähaastattelu toimi hyvin, koska haastateltavat innostivat toinen toisiaan keskustelemaan käsiteltävistä teemoista syvällisesti ja monipuolisesti.

Jokaisen haastattelun aluksi kävimme läpi tutkimukseen liittyviä yleisiä asioita, joihin kuuluvat tutkimuksen tarkoitus ja julkisuus, haastateltavien nimen käyttö sekä tutkimuksen kulku. Itse haastattelu nauhoitettiin haasteltavien luvalla, jotta tutkimusaineiston käsittely olisi helpompaa ja luotettavampaa. Haastattelun aluksi pyysimme haastateltavia kertomaan nimensä, ammattinsa ja edustamansa yrityksen nimen. Seuraavaksi esitimme varsinaiset haastattelukysymykset. Valmiiksi mietittyjä haastattelukysymyksiä oli yhteensä 41 kappaletta. Kysymykset oli jaoteltu kolmeen aihealueeseen: ETF-tiedonsaanti, ETF:ien markkinat ja soveltuvuus yksityissijoittajille. Valmiiksi muotoiltujen kysymysten lisäksi esitimme tarvittaessa lisäkysymyksiä, joita heräsi keskustelun aikana.

Haasteltavat vastasivat kysymyksiin laajasti, ja keskustelulle annettiin tilaa. Vaikka haastateltava vastasi jo jonkin toisen kysymyksen kohdalla johonkin tulevaan valmiiksi muotoiltuun haastattelukysymykseen, kysyttiin se häneltä vielä uudestaan. Näiden kysymysten avulla pystyttiin varmistamaan haastateltavien todellinen mielipide eli testaamaan, vastasi-ko haastateltava johdonmukaisesti kysymykseen samalla tavalla kuin hän oli jo aiemmin vastannut, vai oliko hänen näkemyksessään epävarmuutta. Kertaalleen käsiteltyyn aiheeseen saattoi myös herätä uusia näkökulmia toisella käsittelykerralla. Haastattelut, joihin

osallistui kaksi haastateltavaa, toteutettiin niin, että haastateltavat vastasivat kysymyksiin yhdessä toisiaan täydentäen.

Haastelukysymyksiin vastattuaan haastateltavilla oli vielä mahdollisuus lisätä omia kommenttejaan tutkimusaiheeseen. Haasteltaville kerrottiin, että heillä on mahdollisuus haastattelun jälkeen ottaa yhteyttä haastattelijoihin ja täydentää tai korjata kommenttejaan. Lisäksi haastateltavien kanssa sovittiin, että haastatteluista poimitut lausunnot lähetetään heille nähtäväksi ennen julkaisua.

## 7 AINEISTON ANALYSOINTI JA TUTKIMUSTULOKSET

### 7.1 Aineiston käsittely

Tutkimusongelma määrittää osittain sen, miten tutkimuksen aineistoa tulisi käsitellä ja tulkita. Aineistoa voidaan analysoida laadullisessa tutkimuksessa monin eri tavoin. Olemme käyttäneet aineiston analysoinnissa hyväksi sisältöanalyysiä. Sisältöanalyysissä on karkeasti ottaen neljä eri vaihetta: aiheen ja tutkimusongelman valitseminen, aineiston litte-roiminen, aineiston teemoittelu sekä yhteenvedon ja päätelmien kirjoittaminen. (Sarajärvi & Tuomi 2002, 94 - 99.)

Sisältöanalyysi on laaja käsite ja se sisältää erilaisia lähestymistapoja. Olemme käyttäneet näistä lähestymistavoista teoriasidonnaista analyysiä, joka tarkoittaa sitä, että tutkijan ajatteluprosessissa vaihtelevat valmiit teoriat ja aineistolähtöisyys. Tutkija pyrkii johtopäätöksiin yhdistelemällä tutkimusaineistoa ja viitekehystä, joka voi koostua teorioista ja käsitejärjestelmästä. (Sarajärvi & Tuomi 2002, 94 - 99.) Valitsimme sisällönanalyysin analyysimenetelmäksi sen vuoksi, että se sopi puolistrukturoidun suurehkon tutkimusaineiston käsittelyyn erinomaisesti. Tällä analyysimenetelmällä tutkittavasta ilmiöstä pyritään saamaan kuvaus yleisessä ja tiivistetyssä muodossa johtopäätöksiä varten. (Sarajärvi & Tuomi 2002, 116.)

Käsittelimme tutkimusaineistoa neljässä eri vaiheessa sisältöanalyysin mukaisesti. Kolme haastattelua nauhoitettiin sen jälkeen, kun haastateltavilta oli saatu lupa nauhoitukselle ja

heidän nimiensä ja ammattinimikkeidensä julkiselle käytölle. Seuraavaksi nauhoitetut haastattelut litterointiin, eli kirjoitettiin puhtaaksi. Litterointivaihe oli analyysivaiheista eniten aikaa vievä, sillä nauhoitettua materiaalia kertyi haastatteluista yli neljä tuntia. Litterointivaihetta pitkitti myös se, että halusimme varmistua kuulemastamme: haastateltavien kommentteja jouduttiin kuuntelemaan useaan otteeseen. Litterointivaihe tuotti 64 sivua tekstiä, eli tutkimusaineistoa voidaan kuvailla laajahkoksi.

Kolmas vaihe oli litteroidun aineiston referoiminen tutkimuskysymyksittäin. Referoinnin avulla pyrittiin erottelemaan haastateltavien vastauksista tutkimusongelmien kannalta tärkeä aineisto epäolennaisesta. Haastatteluista saatu tutkimusaineisto eroteltiin tutkimuskysymysten perusteella, jotta tutkimus seuraisi tutkijoiden asettamia rajoituksia. Lopuksi tutkimustulokset ja johtopäätökset kirjoitettiin referoidun ja karsitun aineiston perusteella viitekehystä hyväksi käyttäen.

Tutkimuksen tuloksissa esitetyt haastateltavien kommentit lähetettiin haastateltaville vielä nähtäviksi, jotta voitiin varmistua siitä, etteivät tutkijat olleet muokanneet haastatteluissa annettuja vastauksia virheellisesti omien tulkintojensa perusteella. Haastateltavista yksi pyysi korjausta häneltä lainattuun lauseeseen. Tarkistimme kyseisen kohdan haastattelu-nauhulta ja totesimme, että kyseessä oli ylitulkittu kohta, joka muutettiin vastaamaan alkuperäistä lausuntoa, haastateltavan pyynnön mukaisesti. Tämän osion seuraavissa alaluvuissa esitellään tutkimustulokset tutkimuskysymyksittäin.

## 7.2 ETF:t verrattuna muihin sijoitusrahastoihin

### 7.2.1 ETF:ien edut

Kaikissa haastatteluissa tuli selvästi ilmi, että ETF:issä on edullisemmat hallinnointipalkkiot kuin perinteisissä sijoitusrahastoissa. Edullisemmat hallinnointipalkkiot käyvät ilmi myös tutkimuksessa esitetyistä taulukoista 1 ja 2. Immosen mukaan kaikkeen kaupankäyntiin kuuluu kuluja, myös rahastoihin esimerkiksi merkintä- ja lunastuspalkkioiden muodossa. ETF:ien kaupankäyntikulut ovat kuitenkin suhteellisen matalat, ja mikä tärkeintä, ne ovat täysin läpinäkyvät toisin kuin rahastokaupankäynnissä. Immosen mukaan ETF:ien kaupankäyntikustannukset ovat sitä matalammat, mitä suuremmat markkinat ovat

kyseessä. Suuriin pörssiin, kuten Lontooseen tai Saksaan listatut ETF:t ovat kaikkein halvimpia, kun taas reuna-alueiden pörssiin listatut ETF:t ovat hiukan kalliimpia.

Hartikaisen mukaan ETF:ien kautta pääsee usein käsiksi niin sanottuihin trendikohteisiin, esimerkiksi Venäjän, Kiinan ja Brasilian markkinat kiinnostavat tällä hetkellä sijoittajia. Kyseisiin markkinoihin sidottuja ETF:iä saa alle prosentin hallinnointipalkkiolla, kun monet perinteiset sijoitusrahastot veloittavat kolme prosenttia.

Nuutti Hartikainen ja Esko Immonen pitävät ETF:ien etuna sitä, että pörssinoteerattuina rahastoina niiden arvon muutokset ovat reaaliaikaisesti nähtävillä aina, kun pörssi on auki, kuten myös luvussa 4.1 kerrotaan. Perinteisten rahastojen arvot taas lasketaan kerran päivässä. Immonen lisää, että rahastoyhtiö vain ilmoittaa rahaston hinnan, jolloin sijoittaja ei voi olla vakuuttunut siitä, että ilmoitettu hinta on muodostunut markkinoilla. Immosen mielestä ETF on kaikilta ominaisuuksiltaan huomattavasti parempi, tehokkaampi ja varsinkin halvempi sijoitusinstrumentti kuin perinteinen sijoitusrahasto. Hänen mukaansa ETF:ien sisältö ja niiden kaupankäyntikulut ovat täysin läpinäkyvät, toisin kuin rahastokaupankäynnissä.

Jani Holmbergin mielestä ETF:ien etu on vaivattomuus. Jos sijoittaa pelkästään ETF:iin, kaikki omistukset löytyvät helposti yhdeltä arvo-osuustililtä. Jos taas käyttää paljon eri rahastoyhtiöiden tuotteita, joutuu yhdistelemään eri rahastoyhtiöiden raportteja.

### 7.2.2 ETF:ien kritiikki

ETF:ien verotuksesta kerrotaan luvussa 4.9, jossa perehdytään myös rahastojen tuotto- ja kasvuosuuksiin. Haastateltavilta kysyttiin, miten ETF:ien verokohtelu vaikuttaa tuotteen kiinnostavuuteen. Verokohtelu jakoi haastateltavien mielipiteet. Hartikainen ja Tammelin eivät pitäneet veroasiaa merkityksellisenä. Holmberg taas arveli, että se voi hieman vähentää sijoittajien kiinnostusta, koska ETF:t ovat perinteisesti tuotto-osuuksia, eli niiden saamat osingot maksetaan vuosittain sijoittajille. Saamastaan osingosta sijoittajan täytyy maksaa verot, lisäksi hänen mahdollisesti täytyy sijoittaa loppuosinko eteenpäin. Uudelleensijoituksesta sijoittaja joutuu maksamaan kaupankäyntipalkkioita. Perinteisessä kasvuosuuksirahastossa osingot jäävät rahastoon ja kasvavat vuosittain korkoa korolle. Immonen ei näe tuottojen maksua ongelmana. Jollei sijoittaja halua realisoida ETF:ien tuottoja, kannattaa



hänen ostaa hintaindeksiin sidottujen ETF:ien sijaan tuottoindeksiin sidottuja ETF:iä, niin tuotot jäävät rahastoon aivan kuten muissakin rahastoissa.

Holmbergin mukaan perinteinen indeksirahasto on usein järkevämpi vaihtoehto kuukausisäästäjälle. Silloin, kun sijoitettava varallisuus on esimerkiksi 10 000 euron luokkaa, ja suunniteltu sijoitusaika on viidestä kymmeneen vuotta, on ETF yleensä järkevämpi valinta kuin perinteinen sijoitusrahasto.

Hartikainen on samoilla linjoilla Holmbergin kanssa. Hänen mielestään sijoittajan, joka haluaa säästää esimerkiksi sata euroa kuukausittain, ei kannata sijoittaa ETF:iin. Hartikainen kertoo, että kuukausisäästämissopimuksen tehnyt sijoittaja voi välttyä merkintäpalkkioiden maksamiselta, vaikka sijoittamisen kohteena olevassa rahastossa olisikin normaalisti korkea merkintäpalkkio. Jos taas sijoittaa ETF:iin kuukausittain, maksaa useimmiten osakekaupankäynnin palkkiot. Ulkomaisia ETF:iä hankkiessa joutuu yleensä maksamaan kaupankäyntikulua. Esimerkiksi, jos uutena sijoittajana haluaa ostaa eQ Pankin kautta yhdysvaltalaisia ETF:iä, on minimikulu noin 15 euroa. Sadan euron sijoituksesta 15 euron kulut ovat suhteettoman suuret. ETF:iä kannattaisi kerrallaan ostaa muutamalla tuhannella eurolla, jotta kulut eivät olisi liian suuret.

Myös Immonen kehottaa laskemaan, kuinka paljon ETF:iin kannattaa sijoittaa kerralla, jotta yhden ostoksen tekeminen tulee halvemmaksi kuin perinteiseen sijoitusrahastoon sijoittaminen. Hän arvioi, että järkevän sijoittamissumman raja menee nykyään noin tuhannessa eurossa. Hän muistuttaa, että kaikessa kaupankäynnissä on kulunsa. Vaikka sijoitusrahasto ei perisi merkintäpalkkiota olleenkaan, lunastuspalkkio yleensä kuitenkin peritään.

### 7.3 ETF:ien soveltuvuus

Haastateltavat pitivät ETF:iä erinomaisina tuotteina suomalaisille piensijoittajille, koska ne ovat kustannustehokkaita, helppokäyttöisiä ja niiden hinnanmuodostus on tehokasta. Haastateltavien mukaan ETF:t eivät kuitenkaan sovi aivan kaikenlaisiin tilanteisiin eivätkä kaikille sijoittajille. Haastateltavat olivat sitä mieltä, että ETF:t eivät sovi kaikille suomalaisille piensijoittajille, koska jokaisen sijoittajan tilanne on yksilöllinen ja erilainen. Sijoittajan nykyinen salkku ja sijoittamisen tavoitteet ovat tekijöitä, jotka määrittävät sopivimman

tuotteen sijoittajalle. Seuraavissa alaluvuissa kerrotaan tarkemmin, millaisille sijoittajille haastateltavat kokivat ETF:ien soveltuvan.

### 7.3.1 Sijoitussumma

Kaikki haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että ETF:t eivät sovellu sellaisille sijoittajille, joka haluavat sijoittaa pieniä summia kerrallaan, koska silloin kaupankäyntikustannukset nousevat suhteellisesti liian suuriksi. Holmberg muistuttaa, etteivät pörssierät enää ole käytössä Helsingin pörssissä, joten käytännössä sijoittaja voisi ostaa, vaikka vain yhden kotimaisen ETF-osuuden kerrallaan. Tammelin ja Hartikaisen kokemuksen mukaan kuitenkin vain harva sijoittaja haluaa sijoittaa ETF:iin muutamia satoja euroja, vaan useimmiten kyse on tuhansista euroista.

Tutkimuksen sivulla kuusi sanotaan, että sijoitettava summa vaikuttaa siihen, miten hajautus voidaan ottaa huomioon, sillä kovin pientä summaa ei kustannusten takia ole järkevää hajauttaa useisiin kohteisiin (Puttonen & Repo 2007, 19). Tammelinin ja Timosen mukaan ETF:ien etuna voidaan pitää sitä, että sillä saa yhdellä kaupalla hajautetun salkun. Sijoittajan ei tarvitse itse rakentaa omaa portfoliota yksittäisiä osakkeita ostamalla, jolloin sijoittaja säästää kaupankäyntikustannuksissa. Timosen mielestä ETF:n avulla voi saada hyvän hajautuksen yksille markkinoille, mutta hajautus ei välttämättä ole riittävä sijoittajan kokonaisvarallisuuden hajautuksen kannalta.

### 7.3.2 Sijoitushorisontti

Haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että ETF:ille ei voida antaa mitään yleispätevää sijoitusaikasuositusta, vaan järkevän sijoitusajan määrittää ETF:n kohteena oleva indeksi. Holmberg ja Immonen suosittelivat osakemarkkinoille sijoittavalle ETF:lle riittävän pitkää sijoitushorisonttia, jotta lopputulos olisi hyvä. Korkoihin sijoittavalle ETF:lle, riittää Immosen mielestä lyhyempi sijoitusaika. Toisaalta sekä Holmbergin että Tammelinin mielestä ETF:t sopivat todella monenlaisille sijoittajille. Heidän mielestään ETF:t sopivat hyvin sekä pitkäjänteisille säästäjille että sijoittajille, jotka haluavat tehdä päivän sisäistä kauppaa.

Aiemmin tutkimuksessa sivulla kuusi mainitaan, että sijoitushorisonttia määrittäessään sijoittajan on hyvä pohtia, onko hänellä tarvetta säännölliselle kassavirralle ja voiko eteen tulla sellainen tilanne, että tarvitsee sijoitetut varat käyttöönsä kesken suunnitellun sijoitusperiodin (Puttonen & Repo 2007, 21). Holmbergin mukaan ETF:t ovat perinteisesti tuotto-osuuksia, eli niiden saamat osingot maksetaan vuosittain sijoittajille. Immonen taas toteaa, että on olemassa ETF:iä, jotka maksava osingot säännöllisesti ja ETF:iä, joissa tuotot jäävät rahastoon sisään. Hartikainen pitää ETF:ien etuna sijoittajien kannalta sitä, että niistä pääsee eroon milloin vaan. Jos sijoittajan täytyy yllättäen realisoida sijoituksensa, ETF:ien markkinatakaus mahdollistaa sen. Immosen mukaan ETF:n likviditeetin merkitys korostuu varsinkin, jos markkinat heilahtavat voimakkaasti, ja sijoittaja haluaa realisoida sijoituksen heti.

### 7.3.3 Riskinkantokyky ja tuotonjano

Luvussa 4.6 käsitellään ETF:ien riskejä ja tuottoa sekä kerrotaan, että ETF:t ovat riskisijoitus, kuten kaikki tuotoiltaan epävarmat sijoituskohteet. Haastateltavista Immosen mukaan ETF:iä on kuitenkin olemassa monenlaisia. Hän kertoo, että ETF:iä löytyy myös sellaisille sijoittajille, jotka haluavat ottaa suurempia riskejä tavoitellessaan suurempia tuottoja. Esimerkiksi ostamalla Dow Jones -indeksiin sidotun ETF:n, sijoittaja saa normaalista kyseisen indeksin kehityksen mukaisen tuoton. Ostamalla vivutetun Dow Jones -indeksiin sidotun ETF:n, sijoittaja voi saada tuotteesta riippuen esimerkiksi kaksinkertaisen tuoton suhteessa indeksin liikkeisiin, mutta myös riski on tällöin suurempi. Myös Tammelinin mukaan ETF:ien avulla pääsee käsiksi monenlaisiin tuotteisiin. Olipa kyseessä sitten toimialaindeksi tai yksittäinen raaka-aine, sijoittaja voi ottaa näkemystä ylös tai alas vivutetuna kaksin- tai jopa kolminkertaisesti. Todella korkean riskinsietokyvyn omaaville sijoittajille sopivat Immosen mukaan johdannaiset kuitenkin parhaiten.

Hartikaisen ja Tammelinin mukaan ETF-sijoittaminen ei kuitenkaan vaadi samanlaista aktiivista markkinoiden seuraamista ja yksityiskohtaista yritystuntemusta kuin osakesijoittaminen: jos yhden sijoituskohteen arvo laskee viisi prosenttia, niin korin muut sijoituskohteet voivat tasapainottaa tilannetta. Teorian mukaan eri sijoitusluokkia edustavien arvopapereiden arvon nousu ja lasku eivät välttämättä tapahdu samanaikaisesti toisiinsa nähden johtuen arvopapereiden keskinäisestä korrelaatiosta (ks. luku 4.4).

Holmbergin mielestä suomalaisilla sijoittajilla on sijoitussalkussaan perinteisesti liikaa kotimaan markkinoihin liittyvää riskiä: asunto on Suomessa, työpaikka on Suomessa ja lisäksi saatetaan ostaa vielä kotimaisia osakkeita. Hänen mukaansa suomalaisten sijoittajien olisi järkevää hajauttaa varallisuuttaan myös muualle maailmaan ja kansainväliseen hajauttamiseen ETF:t soveltuvat erinomaisesti.

#### 7.3.4 Informaation käsittelytaito

Immosen mukaan suomalaisille sijoittajille ei ole tarjolla valmista informaatiota ETF:istä, vaan sijoittajan on pyrittävä itse olemaan aktiivinen ja etsimään tietoa. Informaatiota kyllä löytyy, mutta sijoittaja joutuu näkemään sen eteen vaivaa. Hartikaisen mukaan ETF-tuotevalikoima on niin laaja, että asiakkaan kysyessä sijoitusneuvoja, on meklareiden itsekin usein tutkittava eri vaihtoehtoja. Kaikki haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että syvällinen perehtyminen ETF:iin edellyttää sijoittajalta englannin kielen taitoa.

Immosen mukaan ETF:ien valitseminen vaatii sijoittajalta perehtymistä. Kaikkein tärkeintä ETF:ään sijoittaessa on ensin tietää, mihin haluaa sijoittaa. ETF on ikään kuin paketti, ja sijoittajan täytyy päättää, mitä pakettiin laitetaan. Sijoittajan täytyy valita, haluaako hän sijoittaa esimerkiksi osakkeisiin, joukkolainoihin, korkoihin tai kenties raaka-aineisiin. Kaikki edellä mainitut sijoitusmuodot ovat mahdollisia ETF:ien avulla.

Hartikainen on samoilla linjoilla Immosen kanssa, sillä hänen mielestään sijoittajan kannatta selvittää, millainen ETF:n koostumus on. ETF:ien välillä on eroja, vaikka ne seuraivatkin samaa indeksiä. Hartikainen kertoo, että jotkin ETF:t saattavat esimerkiksi seurata täysin Nasdaq100-indeksin koostumusta, jossa isoimman yhtiön tulos vaikuttaa enemmän kuin pienempien yritysten tulos. Tarjolla on myös niin sanottuja equal weight -indeksiosuusrahastoja, joissa jokaisen yrityksen osuus indeksistä on yhtä suuri. Hartikaisen mukaan sijoittajan kannattaa kiinnittää huomiota myös siihen, onko ETF rakennettu esimerkiksi johdannaisilla, vai sisältääkö se oikeasti osakkeita tai lainaako rahasto eteenpäin osakkeita toisille sijoittajille. Hän lisää, että useasti ETF:n nimestäkin voi jo osittain päätellä, millainen ETF on kyseessä. ETF:n nimestä voi esimerkiksi selvittää, että se on aktiivisesti hallinnoitu. Hartikaisen mielestä on myös suositeltavaa, että sijoittaja vertailee hallinnointi- ja kaupankäyntipalkkioita ja selvittää, onko olemassa edullisempia vaihto-

ehtoisia ETF:iä. Hartikainen sanoo, että eQ Pankki auttaa sijoittajaa tällaisissa kysymyksissä etsimällä tietoa asiakkaalle.

Tammelin vielä lisää, että sijoittajan kannattaa selvittää myös rahaston osingonjakopolitiikka, eli jakaako rahasto yhtiöiden jakamat osingot suoraan osuudenomistajille vai näkyvätkö osingot ETF:n hinnassa. Hän on sitä mieltä, että ETF-sijoittaminen vaatii samalla tavalla tietämystä markkinoista kuin perinteinen rahastosijoittaminenkin.

Vaikka ETF:ien valinta edellyttää sijoittajalta perehtyneisyyttä, on niiden avulla Hartikaisen ja Tammelinin mielestä paljon helpompi aloittaa ulkomaisille markkinoille sijoittaminen kuin yksittäisten osakkeiden avulla. Tämä johtuu siitä, että yksittäisistä osakkeista on toisinaan todella vaikeaa löytää informaatiota. Heidän mukaansa sijoittajan on vaivattomampaa ostaa jotakin indeksikoria, jossa on satojen tai jopa tuhansien yritysten osakkeita, kuin sijoittaa yksittäisiin osakkeisiin. Indeksikoriin sijoittaessa riittää, että uskoo jonkin maan, raaka-aineen tai toimialan olevan nousussa tai laskussa. Sijoittajan ei tarvitse tietää yksittäisen yritysten näkymiä eikä sijoittajalle ole niin suurta riskiä yhden yrityksen kaatumisesta kuin osakesijoituksissa.

## 7.4 ETF-tietämys ja -kysyntä

### 7.4.1 ETF-tietouden saatavuus Suomessa

Tutkimuksen johdannossa sivulla yksi kerrotaan, että ETF:stä on kirjoitettu vain vähän suomeksi. Myös haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että suomenkielistä ETF-tietoutta on hyvin vähän suomalaisten sijoittajien ulottuvilla. Myös siitä oltiin yhtä mieltä, että ETF:istä saa parhaiten tietoa internetin ja palveluntarjoajien kautta. Internet on paras tietolähde haastateltavien mukaan siksi, että sieltä löytyvät myös ne yritykset, jotka lanseeraavat ja markkinoivat tuotetta. Nuutti Hartikaisen mielestä internetissä on valtavasti tietoa ja sieltä täytyy osata etsiä oikeat sivustot, jotta se hyödyttäisi sijoittajaa tietolähteenä. Jani Holmbergin mukaan markkinat kaipaisivat myös enemmän suomenkielistä puolueetonta tutkimusta ETF:istä, koska suomalaisen sijoittajan saatavilla oleva tietous on tällä hetkellä hyvin markkinointipainotteista.

Nuutti Hartikaisen näkemyksen mukaan ETF:ien kiinnostavuuteen vaikuttaa ainakin osittain se, että ETF-tietoutta on saatavilla pääosin vain englanniksi. Vaikka suomalaiset sijoit-

tajat osaavat usein englantia, kiinnostaisi tuote enemmän, jos tietoa olisi runsaasti saatavilla sijoittajan omalla äidinkielellä. Ville Tammelinin mukaan ETF-sijoitusinstrumenttiin tutustuminen vaatii sijoittajalta hyvää kielitaitoa, sillä englanninkielinen tietous esimerkiksi ETF:ien riskeistä voi olla vaikeaselkoista.

Immosen mukaan ETF on sijoitusinstrumenttina tuntematon suurimmalle osalle suomalaisista sijoittajista. Myös niin sanottujen ammattipiirien tietämystä hän pitää pintapuolisena. ETF tunnetaan tuotteena nimeltä ja ominaisuuksiltaan päällisin puolin, mutta todellista tuoteosaamista ei löydy edes ammattilaisten joukosta.

#### 7.4.2 Kysyntään vaikuttavat tekijät

Hartikaisen mukaan yksityissijoittajat kysyvät suhteellisen paljon ETF:iä, mutta osa ei tiedä edes tuotteen olemassaolosta. Tammelinin mukaan on myös sijoittajia, jotka hylkäävät perinteiset rahastot vaihtaen kokonaan indeksiosuusrahastoihin. eQ Pankissa on huomattu pieni trendimuutos ETF:iä koskevissa kyselyissä: vuonna 2007 kyselyitä tuli suunnilleen kerran viikossa, kun taas vuonna 2008 kyselyitä tuli lähes päivittäin. Myös Seligson & Co:ssa on huomattu, että ETF:ien kysyntä on kasvanut. Sijoittajat ovat muun muassa tiedustelleet, onko Seligson & Co:lle tulossa uusia ETF:iä hallinnoitavaksi.

Suomalaiset sijoittaja-asiakkaat ovat olleet kiinnostuneita ETF-koulutuksista. eQ Pankin saaman asiakaspalautteen mukaan ETF-koulutuksia haluttaisiin järjestettävän muuallakin kuin pääkaupunkiseudulla. Varsinkin messuilla asiakkaat ovat olleet kiinnostuneita eQ Pankista nimenomaan sen vuoksi, että se välittää ETF:iä. Messujen ETF-esitelmätilaisuudet ovatkin kiinnostaneet sijoittajia niin paljon, että ne ovat olleet täyteen varattuja. Tammelinin mukaan kiinnostusta ETF-koulutuksiin ja -tilaisuuksiin lisää se, että suomenkielestä ETF-tietoa ei ole sijoittajan saatavilla.

Eniten ETF:istä ovat kiinnostuneet aktiiviset sijoittajat, joilla on jo suomalaisia osakkeita, ja heillä on kiinnostusta sijoittaa ulkomaille. Sijoittajat ovat huomanneet, että ETF:ien avulla on helppoa lähteä tutustumaan ulkomaisiin markkinoihin. Hartikaisen mielestä ETF-sijoittajalla on myös useimmiten aikaisempaa kokemusta sijoittamisesta. Hänen mukaansa sijoittajalla saattaa usein olla ETF:ien rinnalla joko osakeomistuksia tai rahastosijoituksia.

Haastateltavat olivat yhtä mieltä siitä, että ETF:ien kysynnän kasvun taustalla on sijoittajien kasvava kustannustietoisuus. Jani Holmberg korostaa, että sijoittajat eivät ole enää halukkaita maksamaan ylihintaisista rahastoista, vaan he kiinnittävät yhä enemmän huomiota sijoittamisen kustannuksiin. Kasvavan kustannustietoisuuden myötä kasvaa myös kiinnostus ETF:iä kohtaan. ETF:ien kysyntää heikentää kuitenkin se, että suurin osa tarjonnasta sijaitsee ulkomailla. Jaana Timonen uskoo, että osalle suomalaisista piensijoittajista voi olla helpompaa valita suomalainen ETF kuin ulkomainen.

Esko Immosen mukaan ETF:iä kysyvät Suomessa aktiivisten yksityissijoittajien lisäksi instituutiosijoittajat, mutta kysyntää ei voi luonnehtia merkittäväksi kummankaan sijoittajaryhmän osalta. Suomessa ei ole luontaista kysyntää siksi, että sijoittajat eivät tiedä mikä ETF on. Immonen kuitenkin uskoo, että ETF-tarjonta tulee lisääntymään Suomessa sitä mukaan, kun tietous tuotteesta leviää. Kun kysyntä kasvaa, kasvaa myös rahoitusalan toimijoiden paine tarjota ETF:iä aktiivisesti.

## 7.5 ETF:n asema rahoitusmarkkinoilla

### 7.5.1 Kilpailu rahoitusmarkkinoilla

Tutustuessa ETF-tarjontaan esimerkiksi liikkeeseenlaskijoiden sivustoilla huomaa pian, että erilaisilla ETF:illä on toinen toistaan vaikeampia markkinointinimiä. Esimerkkejä markkinointinimistä löytyy taulukosta numero 3. Immosen mukaan ETF:ien useille markkinointinimille voidaan löytää monia syitä. Positiivinen selitys sille, miksi ETF:illä on monimutkaisia markkinointinimiä, on se että isot rahoituslalla toimivat yhtiöt haluavat profiloita ETF:iä omaksi tuotealueeksi. Negatiivinen tulkinta monimutkaisille markkinointinimille on se, että ETF:t uhkaavat olemassa olevia rahoitustuotteita viemällä niiltä markkinaosuuksia, jonka vuoksi niitä ei haluta markkinoida näkyvästi.

Esko Immosen mukaan ETF:t mielletään todella suureksi uhkaksi rahastoliiketoiminnalle. Financial Timesin kesäkuussa 2008 julkaistussa artikkelissa kirjoitettiin, että kuvaannollisesti ETF:t tarkoittavat rahastoille samaa kuin cd-levyt tarkoittivat aikoinaan vinyyleille. Kielikuva on johdettu Immosen mukaan siitä, että ETF on kaikista näkökulmista ominaisuuksissaan parempi, tehokkaampi ja halvempi sijoitusinstrumentti kuin perinteinen sijoitusrahasto. Nuutti Hartikainen uskoo, että ETF:ien omistajakunta kasvaisi räjähdysmäisesti, jos esimerkiksi Sampo Pankki, Nordea ja Osuuspankki alkaisivat markkinoida niitä (vrt.

luku 5.3). Se ei ole hänen mukaansa kuitenkaan realistista, koska ETF:ien markkinoiminen romahduttaisi pankkien tulokset.

Holmbergin mukaan kustannustehokkaan ETF:n ylläpito vaatii suurempia volyymeja ja enemmän hallinnoitavaa varallisuutta kuin perinteiset rahastot, jotta sen ylläpito olisi kannattavaa rahastoyhtiölle. Immonen on Holmbergin kanssa samaa mieltä: ETF on erinomainen tuote rahastoyhtiölle, jos se erikoistuu niihin. Liikkeeseenlaskijan näkökulmasta ETF:n kannattavuus tulee suurista volyymeista, koska niiden kate on ohut. Immosen mukaan ETF:ien ylläpito edellyttää rahastoyhtiöltä kymmenien miljardien eurojen pääomaa, jotta ohuesta katteesta syntyisi kannattava liiketoiminta. Valtaosalle rahastoyhtiöistä ETF:ien ylläpito ei siis ole kannattavaa. Pieni perinteinen sijoitusrahasto voi sen sijaan olla Immosen mukaan rahastoyhtiölle kannattava hyvän katteensa vuoksi.

Immosen mukaan Yhdysvalloissa valtaosa ETF:ien volyymista on peräisin yksityissijoittajilta, kun taas Euroopassa yksityissijoittajien osuus on vielä marginaalinen. Vuonna 2007 ETF:ien osuus kaikista nettomerkinnoista Yhdysvalloissa oli Immosen mukaan 39 prosenttia ja rahastomarkkinoiden koko pääomasta 7 prosenttia, eli pieni siivu keräsi huomattavan osuuden koko rahastoliiketoiminnasta. Holmbergin arvion mukaan Seligson & Co:n OMXH 25 -indeksiosuusrahaston varallisuudesta yli 90 prosenttia tulee instituutioilta. Hartikainen puolestaan arvioi, että verrattaessa yhdysvaltalaisia perinteisiä rahastoja ja ETF:iä, kaksi kolmasosaa uudesta rahasta menee ETF:iin.

#### 7.5.2 Uusien ETF:ien listaaminen ja perustaminen

Hartikainen ei usko, että Helsingin pörssiin listattaisiin uusia ETF:iä lähiaikoina, koska kahdella nykyisellä kotimaisella ETF:llä käydään vain vähän kauppaa. Suomalaisten ETF:ien pääomat on esitelty taulukoissa 2 ja 3. Hartikainen ei myöskään usko, että nykyisistä kotimaisista liikkeellelaskijoista moni perustaisi ETF:ää ulkomaisen indeksin päälle, koska kotimaiset liikkeellelaskijat eivät pystyisi kilpailemaan suurten eurooppalaisten yritysten kanssa. Vastavirtaan menevä OMXH25 -indeksiosuusrahasto voisi hänen mielestä toimia, jos Suomessa olisi toimivat futuuri- ja johdannaismarkkinat.

Haastateltavat ovat yhtä mieltä siitä, että Helsingin pörssiin listattuja ETF:iä on vain vähän, koska Suomessa ei ole tarpeeksi kiinnostavia kohdeindeksejä verrattuna muuhun Euroop-



paan tai Yhdysvaltoihin. Tammelinin mukaan Suomi on myös hyvin syrjäinen markkina, jonka vuoksi Suomesta tunnetaan maailmalla vain muutamat isot yritykset, kuten esimerkiksi Nokia. Timosen mukaan uusien ETF:ien listaaminen on Suomessa kysyntäriippuvais- ta. Holmbergin mielestä maailmalla on olemassa jo niin kustannustehokkaita ETF:iä, että esimerkiksi Seligson & Co:n olisi vaikea perustaa Eurooppaan sijoittavaa ETF:ää, joka olisi yhtä hyvä ja edullisempi kuin jo markkinoilla olevat ETF:t.

Immosen näkemys on, että yhteispohjoismaiseen pörssiin eli OMX:ään voidaan odottaa listatuksi uusia ETF:iä tulevaisuudessa. OMX:ään tulee luultavasti myös euromääräisesti listattuja ETF:iä. Euroopassa listataan Tammelinin mukaan koko ajan lisää ETF:iä, mikä on hyvä suomalaisille sijoittajille, koska pörssit ovat Euroopassa usein tismalleen samaan aikaan auki. Hänen mukaansa ulkomaiset kaupankäynninpalkkiot eivät ole suhteessa kovin suuria verrattuna kotimaisiin kaupankäyntipalkkioihin. Hartikaisen mukaan ulkomaiset kaupankäyntipalkkiot ovat myös tulleet koko ajan alaspäin, eivätkä näin ollen ole enää kynnyskysymys sijoittajalle.

### 7.5.3 Sijoituskulttuurin vaikutus

Tammelinin mielestä yhdysvaltalaisilla on yleisesti ottaen matalampi kynnys sijoittaa kuin suomalaisilla. Matala kynnys johtuu osittain siitä, että Yhdysvalloissa on erilaiset säädökset kuin Suomessa: osingot saatetaan jakaa yrityksissä neljä kertaa vuodessa ja verokohtelu on suopeampaa. Osakesäästäminen on Tammelinin mukaan Yhdysvalloissa paljon suosittumpaa kuin Suomessa ja osakesijoittaminen lähes yhtä yleinen sijoitustapa kuin Suomessa pankkitalletusten tekeminen. Tammelin arvioi, että suomalaiselle sijoittajalle rahanasioiden, kuten esimerkiksi sijoitusten, vakuutuksien ja talletuksien keskittäminen yhteen paikkaan on houkuttelevaa myös huomattavien rahallisten keskittämisetujen vuoksi. Hartikainen uskoo, että Yhdysvalloissa sijoitetaan enemmän myös heikomman sosiaaliturvan takia. Lisäksi hän uskoo, että historialla on ollut vaikutusta suomalaiseen sijoituskulttuuriin: Suomessa oli pitkään talonpoikauskulttuuri eikä ylimääräistä rahaa juuri ollut.

Myös Timosen mukaan ETF:ien suosio on Yhdysvalloissa suurempi kuin Suomessa sen vuoksi, että sijoittamisen historia on siellä pidempi. Yhdysvalloissa sijoittajat osaavat kysyä erilaisia sijoitustuotteita ja he ovat oppineet sijoittamaan varojaan muuallekin kuin pankkitilille. Holmbergin mukaan suomalaisten pankkisidonnaisuus on todella vahva. Suomalaiset pitävät isoja summia pankkitileillään, vaikka markkinoilla olisi riskittämiä

vaihtoehtoja, jotka antaisivat inflaatio suojan. Suomalaiset sijoittajat menevät tuttuun pankkikonttoriin kysymään neuvoa virkailijalta, joka on koulutettu myymään kalliita rahastoja ja usein sijoittaja myös päätyy niihin. Holmbergin mielestä suomalaiset sijoittajat luottavat liikaa pankkien myyntiorganisaatioihin. Jopa naapurimaassa Ruotsissa sijoittamisen perinteet ovat Holmbergin mukaan pidemmät kuin Suomessa. Lisäksi ruotsalaiset sijoittajat ovat huomattavasti kustannustietoisempia.

#### 7.5.4 ETF:ien tulevaisuus

Holmbergin mukaan ETF:t ovat olleet nouseva trendi rahoitusmarkkinoilla 2000-luvulta lähtien. Osakevälittäjät markkinoivat ETF:iä aggressiivisesti, koska ne kiinnostavat sijoittajia ja osakevälittäjät saavat myynnistä elantonsa. Sekä Tammelin että Hartikainen uskovat, että ETF:n suosio sijoitustuotteena tulee kasvamaan merkittävästi Suomessa. Suomen markkinoille olisi kuitenkin toivottavaa saada lisää kilpailua, jotta informaation määrä lisääntyisi ja ihmiset ymmärtäisivät tuotteesta enemmän. Timosen mukaan eri markkinoiden yhdistyminen ja yleensäkin kaupankäynnin laajeneminen parantaa piensijoittajien sijoitusmahdollisuuksia ulkomaille tulevaisuudessa.

Immonen arvioi, että viiden vuoden kuluttua ETF:t edustavat Euroopassa 50 prosenttia nettomerkinnöistä, ja ovat sekä instituutio- että yksityissijoittajien suosikki-instrumentti. Immosen mukaan kilpailun ja ETF-markkinoiden kasvaessa rahastoyhtiöiden ja pankkien on tehtävä valinta siitä, lähtevätkö ne mukaan ETF-liiketoimintaan, vai jäävätkö niin sanottuun puolustustaisteluun. Rahastoliiketoiminta tulee muuttumaan Immosen näkemyksen mukaan joko niin, että rahastot alkavat suoraan kilpailla hinnalla tai niin, että ne erikoistuvat täysin uusille alueille. Immosen mukaan ETF on tehokas muiltakin ominaisuuksiltaan kuin hinnaltaan. Tästä johtuen rahastot todennäköisesti alkavat kilpailla mieluummin erikoistumalla kuin hinnalla. Hän uskoo, että sijoitusrahastot menettävät tulevaisuudessa huomattavia osuuksia pääomistaan ETF:ille.

## 8 JOHTOPÄÄTÖKSET JA TULEVAISUUDENNÄKYMÄT

Seuraavissa alaluvuissa esittelemme tutkimusaineiston analysoinnin tuloksia. Nämä johtopäätökset on jaettu tutkimuskysymysten mukaisesti neljään alalukuun. Neljännessä alaluvussa esittelemme myös ETF:ien tulevaisuuden näkymiä.

### 8.1 ETF – työläämpi kuin sijoitusrahasto

ETF:ien kilpailijoina voidaan pitää osakkeita ja muita sijoitusrahastoja, joista molemmista kerrotaan tarkemmin luvuissa 5.5 ja 7.5.1. Tutkimuksen johdannossa kerrotaan, että suomalaisiin rahastoihin oli vuonna 2007 sijoitettu yhteensä yli 70 miljardia. Samaan aikaan kotimaisiin ETF:iin oli sijoitettu vain vajaa 160 miljoona euroa (Rahastoraportti elokuu 2007). Vaikka perinteisiin sijoitusrahastoihin ja ETF:iin sijoitetut pääomat ovat Suomessa vielä kaukana toisistaan, pitävät rahastoyhtiöt silti Hämäläisen (2007) mukaan ETF:iä perinteisten sijoitusrahastojen kilpailijoina (ks. luku 4.1). Tässä osiossa keskitymmekin ETF:ien ja muiden sijoitusrahastojen keskinäiseen asemaan, ja yritämme löytää vastauksen ensimmäiseen tutkimuskysymykseemme eli siihen, miten ETF:t soveltuvat suomalaisille piensijoittajille verrattuna muihin sijoitusrahastoihin. Tutkimuksen mukaan ETF:issä on hyviä puolia verrattuna muihin sijoitusrahastoihin, mutta ne eivät silti sovi kaikille piensijoittajille.

Luvussa 5.5.3 on esitelty Malkielin (2007) väite, jonka mukaan kuukausisäästäjälle sopii paremmin merkintäpalkkioton indeksirahasto kuin ETF. Tutkimus vahvistaa tämän väitteen siltä osin, että pienillä summilla sijoittaessa ei ole järkevintä sijoittaa ETF:iin, koska kaupankäyntikulujen osuus nousisi silloin suhteessa liian suureksi. Tutkimuksessa ei kuitenkaan saatu yksiselitteistä vastausta siihen, minkä tyyppinen rahasto olisi hyvä kuukausisäästäjälle. Tarkkaa vastausta ei pystytty myöskään antamaan kysymykseen, millaisilla summilla ETF:iin on järkevää lähteä sijoittamaan? Tutkimuksen mukaan järkevä sijoitussumma olisi tuhansia euroa. Mutta tärkeää onkin se, että sijoittaja itse ottaa huomioon ja laskee eri sijoitusvaihtoehtojen kulujen vaikutuksen suhteessa odotettuun tuottoon.

Sijoitussumman lisäksi sijoittajan kannattaa ottaa huomioon, onko sijoituskohde tuotto-osuusrahasto vai kasvuosuusrahasto. Näitä molempia löytyy perinteisistä sijoitusrahastoista

ja ulkomaisista ETF:istä. Luvussa 4.9 esitettiin, että on olemassa ETF:iä, jotka maksavat saadut osinkonsa sijoittajilleen jopa kuukausittain, ja tuotoista sijoittaja joutuu maksamaan pääomaveron ja mahdolliset uudelleensijoituskustannukset. Toisaalta taas esimerkiksi db-trackerseista 85 prosenttia on kasvuosuuksia, joista vuosittaista tuottoa ei jaeta sijoittajille, vaan se jää kasvattamaan osuuden arvoa. Tästä voimme päätellä, että ulkomaisiin ETF:iin sijoittavalle löytyy valinnanvaraa sekä tuotto- että kasvuosuuksista, eikä tuotto-osuuksien veromaksujen välttäminen ole este sijoittaa ETF:iin. Helsingin pörssiin listatut ETF:t ovat kuitenkin molemmat tuotto-osuuksia. Piensijoittaja, joka on sijoittanut tuotto-osuus ETF:ään suhteellisen pienen summan, esimerkiksi 2000 euroa, saisi kymmenen prosentin tuotto-odotuksella sijoitukselleen niin pienen vuosituoton, että pelkän vuosituoton sijoittaminen takaisin ETF:ään ei ole järkevää. Toisin sanoen, jos haluaa sijoittaa pienillä summilla Suomen markkinoille, eikä halua tuottoja maksettavan vuosittain, joutuu valitsemaan ETF:ien sijaan jonkin toisen sijoitusmuodon.

Aiemmin tutkimuksessa, kohdassa 5.5.2 todetaan, että perinteisten sijoitusrahastojen likvideetti on vain kohtuullinen verrattuna ETF:iin. Sijoittajan kannalta tämä tarkoittaa sitä, että sijoittajan halutessa spekuloida tuotteen arvonnousulla ja -laskulla, ja reagoida niihin myymällä ja ostamalla, on se ETF:ien avulla mahdollista. Perinteisten sijoitusrahastojen osalta taas sijoittaja joutuu luottamaan rahastoyhtiön laskelmiin. ETF:ien läpinäkyvyys tarkoittaa sijoittajan kannalta sitä, että sijoittaja voi milloin tahansa tarkistaa liikkeeseenlaskijalta tai pörssistä, miten kohdeindeksi on muodostunut. Perinteisten sijoitusrahastojen sijoitussalkkujen sisältöjä ei ole saatavilla päivittäin. Jos tuotetta verrataan kokonaisuutena muihin sijoitusrahastoihin, onkin piensijoittajan kannalta merkityksellisempää se, että ETF:iä voi myydä aina, kun pörssi on auki, ja näin voi saada sijoitetut varat nopeasti käyttöönsä.

Tutkimustulokset vahvistavat, että sijoittajan oma aktiivisuus ja informaation käsittelytaito ovat tärkeitä ominaisuuksia ETF:iin sijoittaessa, mutta ne eivät näyttele kuitenkaan yhtä suurta roolia kuin osakkeisiin sijoittaessa. Sijoittajan pitää osata englantia ja olla aktiivinen selvittäessään, mikä markkina kiinnostaa, millaiseen ETF:ään sijoittaa, mitkä ovat kyseisen ETF:n ehdot ja mistä saisi ETF:n halvimmalla. Toisaalta varsinkin ulkomaille sijoittaessa ETF:n etu on se, ettei sijoittajan tarvitse tuntea yksittäisiä ulkomaisia yrityksiä, vaan riittää, että hän uskoo jonkin tietyn markkinan olevan nousussa. Toki nämä samat vaatimukset ja edut koskevat yhtäläillä muhinkin rahastoihin sijoitettaessa. Tutkimuksen mukaan informaation käsittelyn kannalta ETF:t kuitenkin vaativat englanninkielen taitoa paljon useam-

min kuin perinteiset sijoitusrahastot, koska ETF:ien tarjoajat ovat pääosin ulkomailla, kun taas muissa rahastoissa löytyy paljon kotimaisia hallinnoijia. Tämä vahvistaa jo tutkimuksen johdannossa todetun väitteen, että ETF:istä on vaikea löytää tietoja suomeksi.

## 8.2 ETF:iä muille kuin kuukausisäästäjille

Aiemmin tässä tutkimuksessa luvussa 3.2 olemme esitelleet sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä Puttosen ja Revon (2007) mukaan. Tässä kerromme miten sijoitettava summa, sijoitushorisontti, riskinkantokyky ja tuotonjano sekä informaation käsittelytaito vaikuttavat ETF:ien soveltuvuuteen piensijoittajille. Toisin sanoen vastaamme toiseen tutkimuskysymykseemme, millaiselle piensijoittajalle ETF:t soveltuvat?

ETF:t eivät sovellu suomalaisille piensijoittajille, jotka haluavat sijoittaa varojaan pienissä erissä, koska silloin ETF:ien hankintakustannukset ovat liian suuret suhteessa sijoitettavaan summaan. Perinteiset sijoitusrahastot ja indeksirahastot soveltuvat siis paremmin kuukausisäästäjälle. Sijoittajan, joka sijoittaa kerralla vähintään muutamia tuhansia euroja kannattaa sen sijaan hyödyntää ETF:ien läpinäkyvyys, likviditeetti ja niiden tarjoamat matalat hallinnointipalkkiot enemmän kuin sijoittaa vastaavaan perinteiseen sijoitusrahastoon.

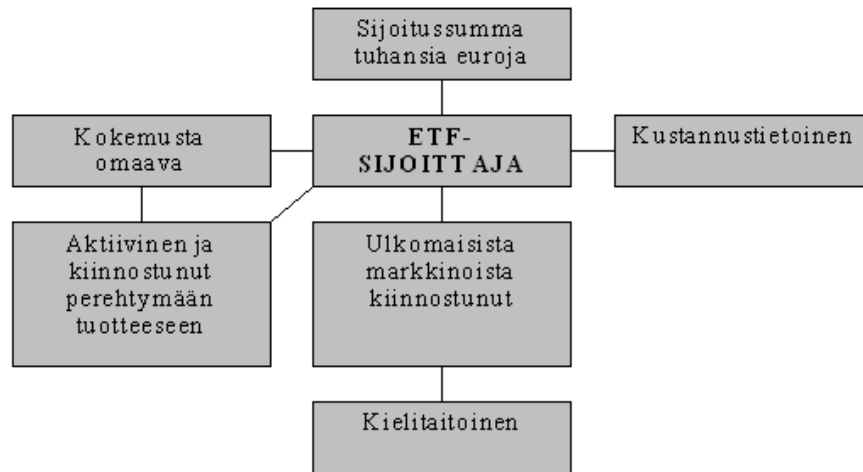
Tutkimuksen mukaan ETF:ille ei voida antaa mitään yleispätevää sijoitusaikasuositusta, koska ETF:n kohdeindeksi määrittää järkevän sijoitusperiodin. Osakkeisiin sijoittavalle ETF:ille suositellaan pitkää 5 - 10 vuoden sijoitusaikaa (ks. luku 5.5.1), kun taas korkoihin sijoittavan ETF:n sijoitusaika voi olla lyhyempi. Sellaiset ETF:t, joilla käydään paljon kauppaa, soveltuvat myös päivänsisäiseen kaupankäyntiin. Toki päivänsisäisessä kaupankäynnissä riskit kasvavat, koska osto- ja myyntipäätöksiä tehdään nopeasti. Aktiivisessa kaupankäynnissä myös kaupankäyntikustannusten määrä nousee, joten piensijoittajalle, jolla on vähän kokemusta, ei päivänsisäistä kaupankäyntiä voida suositella. ETF sijoitusinstrumenttina ei kuitenkaan siis rajoita sijoitusaikaa.

Tutkimuksen mukaan ETF:iin sijoittaminen vaatii sijoittajalta panostusta. Tuotetietoja on etsittävä itse ja suurin osa tiedoista on englanniksi. Koska ETF-tarjonta on laaja, on sijoittajan perehdyttävä ETF:ien eroavaisuuksiin. Kaiken taustatyön jälkeen varsinaisen ETF-sijoittamisen aloittaminen on helppoa. Kaupankäynti ETF:illä on yhtä helppoa ja yksinkertaista kuin osakekaupankäynti. Tutkimuksen luvussa 4.7 kerrotaan, että ETF-sijoittamisen voi aloittaa helposti avaamalla itselleen arvo-osuustilin ja etsimällä itselleen pörssi-

välittäjän, jonka kautta pystyy toteuttamaan toimeksiannot. Arvo-osuustilin voi avata pankkiiriliikkeessä, pankissa tai Suomen Arvopaperikeskuksessa.

Tutkimuksen mukaan sijoittaja voi itse vaikuttaa ETF:ien riskisyyteen valitsemalla erilaisia ETF:iä. Koska ETF:t sijoittavat jonkin indeksin mukaisesti, on yksittäisen ETF:n yritysrisikki pieni, ja jäljelle jää markkinariski. Sijoittaja voi kuitenkin hakea parempaa tuottoa ja korkeampaa riskiä sijoittamalla vivutettuun ETF:ään. Bull ja Bear -rahastot ovat kehitetty sijoittajille, jotka tavoittelevat parempaa tuottoa ja ovat valmiita ottamaan suuremman riskin. Bull ja Bear -rahastot ovat vipurahastoja, eli ne käyttävät sijoitustoiminnassaan johdannaisia tavoitellessaan keskimääräistä parempaa tuottoa. Bear market tarkoittaa markkinoiden laskukautta ja bull market nousukautta. (Sanasto.) Esimerkiksi XACT Bull -ETF:n arvo nousee 1,5 prosenttia silloin kuin markkinat nousevat yhden prosentin. XACT Bear -ETF:n arvo taas nousee 1,5 prosenttia silloin kuin markkinat laskevat yhden prosentin. (Funds.) ETF:ien avulla on siis mahdollista nostaa riskitasoa ja tavoitella korkeampaa tuottoa, mutta toisaalta yksittäisiin osakkeisiin verrattuna indeksikorilla saa myös suojaa yritysriskeiltä.

Tutkimuksessa ilmeni, että joillakin suomalaisilla sijoittajilla on turhan paljon Suomi-riskiä sijoitussalkussaan. Tutkimuksessa todettiin myös, että ETF:t kiinnostavat sijoittajia, joilla on jo sijoituskokemusta. Tästä voimme päätellä, että ETF:t soveltuvat sijoittajille, joilla on jo kokemusta sijoittamisesta kotimarkkinoilla ja jotka haluaisivat pienentää maariskiä sijoittamalla ulkomaille. Kuviossa 6 on yhteenvetona ilmaistu tämän tutkimuksen mukaiset ETF-sijoittajan tärkeimmät ominaispiirteet. Kuviossa on esitetty ne ominaisuudet, jotka rajoittavat ETF-sijoittamista. Riskitaso on esimerkiksi sellainen ominaisuus, jota ETF ei tuotteena rajoita. ETF-sijoittajan tulisi olla siis kielitaitoinen, aktiivinen ja kokenut sijoittaja, joka haluaa sijoittaa kustannustehokkaasti tuhansia euroja kerrallaan.



KUVIO 6. Millaiselle sijoittajalle ETF:t soveltuvat

### 8.3 ETF – tuntematon sijoitusinstrumentti Suomessa

Tutkimuksessa pyrittiin vastaamaan kysymykseen: millainen tietämys suomalaisilla pien-sijoittajilla on ETF:istä? Tutkimuksen tuloksista ilmenee, että ETF on suhteellisen tuntematon sijoitusinstrumentti suomalaisille piensijoittajille, jonka vuoksi myös tuotetietous on heikkoa piensijoittajien keskuudessa. ETF:n tunnettavuuteen ja kiinnostavuuteen vaikuttaa useat eri tekijät. Näitä tekijöitä ovat etenkin: suomenkielisen tietouden vähyys, suomalaisen puolueettoman tutkimuksen puute, markkinoinnin vähyys, ammattiavun huono saata-vuus, kotimaisten ETF:ien suppea valikoima ja ETF-markkinoiden pääasiallinen sijainti ulkomailla. ETF:t kuitenkin kiinnostavat niitä sijoittajia, jotka ovat tietoisia tuotteen ole-massaolosta, ja he kysyvätkin ETF:iä välittäjiltään yhä useammin. Seuraavaksi käsitte-lemme edellä mainittuja ETF:ien kysyntään vaikuttavia tekijöitä tarkemmin.

Tutkimuksessa selvisi, että ETF:ien suosio Suomessa riippuu pitkälti siitä, kuinka paljon tuotetta markkinoidaan, ja kuinka paljon tietous tuotteesta leviää sijoittajien keskuuteen. ETF-tarjonta ja -tietous on Suomessa vähäistä siksi, että ETF koetaan kilpailevaksi tuoteeksi tavanomaisille sijoitusrahastoille. Rahastoyhtiöt eivät saisi ETF:istä samanlaista katetta kuin tavanomaisista sijoitusrahastoista, joten niitä ei haluta markkinoida. Suomen-kielisen ETF-tietouden ja puolueettoman tutkimuksen määrän kasvu voisi mahdollisesti johtaa siihen, että tuote tulisi myös piensijoittajien tietoisuuteen ja alkaisi kiinnostaa heitä. Tutkimuksen mukaan kiinnostus ETF:iä kohtaan kasvaa Suomessa vähitellen ja ETF:iä koskevat esitelmätilaisuudet ovat olleet erittäin kysytyjä.

Tutkimuksessa luvussa 3.1 mainitaan, että vähän kokemusta omaavat piensijoittajat luottavat finanssiyritysten tarjoamiin neuvoihin, kun taas kokeneemmat piensijoittajat epäilevät finanssiyritysten neuvojen puolueettomuutta. Tästä voidaankin päätellä, että ETF:ien kysyntä luultavasti kasvaisi Suomessa, mikäli suomalaisen piensijoittajan olisi mahdollista saada ETF:iin liittyvää ammattiapua finanssiyrityksistä. Teorian perusteella voidaan myös todeta, että ETF:t sopivat paremmin aikaisempaa sijoituskokemusta omaavalle piensijoittajalle kuin piensijoittajalle, joka sijoittaa ensimmäistä kertaa.

Tutkimuksessa kävi ilmi, että ETF:iä ei markkinoida aktiivisesti, ja että piensijoittajan voi olla vaikea löytää ammattiapua. Omaisuudenhoitopalvelujen kautta, joita tarjoavat pankit, pankkiiriliikkeet ja yksittäiset omaisuudenhoitoyritykset, sijoittaja voisi saada asiantuntevaa apua. Omaisuudenhoitopalvelut kuitenkin edellyttävät, että sijoittajalla on hoidettavana verrattain suuri sijoitussalkku, yleensä 200 000 - 1 000 000 euroa (Kallunki ym. 2003, 247). Omaisuudenhoitopalvelut eivät siis hyödytä suomalaista piensijoittajaa, koska yleisesti ottaen piensijoittajien sijoitettavat varat ovat pienempiä kuin omaisuudenhoitopalvelujen edellyttämät sijoitussummat. Tutkimuksen kohdassa 5.3 todetaan, että eQ Pankin internet-sivustot ovat hyvä ETF-tietouden lähde. Lisäksi eQ Pankin edustajat kertoivat haastattelussa, että yritys auttaa sijoittajia ETF:ien valitsemisessa. Näin ollen sijoittajan on kuitenkin mahdollista saada apua välittäjältään ETF:iin liittyvissä kysymyksissä

ETF:istä on olemassa vain vähän suomenkielistä tietoutta, joka sekin on suhteellisen pintapuolista. Näin ollen ETF:t soveltuvat aktiiviselle sijoittajalle, koska tietouden etsimiseksi sijoittajan on itse nähtävä vaivaa. ETF-tuotetietouden hankkiminen edellyttää vaivannäköä myös siksi, että se on yleensä englannin- tai saksankielistä. Viitaten lukuun 3.2, jossa käsitellään neljää tärkeintä sijoituspäätöksiin vaikuttavaa tekijää, sijoittajan tulee miettiä ETF:ien soveltuvuutta arvioidessa omaa ymmärrystä sijoittamisesta ja informaation käsittelytaitoaan. Omien kykyjen arvioiminen on tärkeää siksi, että ETF-sijoittajalla ei ole sellaista ammattiapua käytettävissään kuin useimmilla perinteisillä rahastosijoittajilla on. Suurin osa sijoitusrahastoista on aktiivisesti hallinnoituja, joten useimmiten rahastosijoittajan sijoituksia hoitaa salkunhoitaja.

Tutkimuksen mukaan on mahdollista, että ETF-tuoteosaaminen on heikohkoa Suomessa paitsi sijoittajien keskuudessa, myös ammattipuolella. Suomalaisen piensijoittajan on vaikea saada tietoa ETF:istä suomalaisilta finanssiyrityksiltä. Näin ollen ETF-sijoittajan tulee omata kyky seurata ja analysoida rahoitusmarkkinoita oikeiden allokaatio- ja sijoituspä-



töksien tekemiseksi. Tämän kaltainen analysoiminen vaatii jonkinlaista rahoitusalan tietämystä. Tutkimuksen kohdassa 3.1 todetaan, että sijoituspäätöksen tekeminen on piensijoittajalle haastavaa ja he tarvitsevat paljon informaatiota sijoituspäätöksen tekemiseksi. Näin ollen piensijoittajan ei kannata valita ETF:ää ensisijaiseksi sijoitusinstrumentikseen, mikäli hänellä ei ole laisinkaan tietämystä sijoittamisesta, tai hän ei ole valmis näkemään vaivaa tutustuakseen ETF:ien ominaisuuksiin ja markkinoihin.

Tutkimuksen teoriaosassa luvussa neljä on käsitelty ETF:ien erilaisia ominaisuuksia. Yhtenä ETF:ien hyvänä ominaisuutena mainitaan se, että tuote soveltuu erinomaisesti sijoittajalle, joka haluaa riskin minimoimiseksi hajauttaa kansainvälisesti (Ks. luku 4.4). Tutkimuksessa selvisi, että sijoittajat saattavat kokea ETF-tietoutteen tutustumisen vieraalla kielellä hankalaksi, jonka vuoksi osa sijoittajista valitsee mieluummin suomalaisen kuin ulkomaisen ETF:n. Koska suomalaisia indeksiosuusrahastoja on vain kaksi, suomalaisen indeksiosuusrahaston valitessaan sijoittaja luopuu yhdestä ETF:ien parhaimmista ominaisuuksista, nimittäin mahdollisuudesta hajauttaa kansainvälisesti. Tästä voidaankin päätellä, että ETF:iin ei välttämättä kannata sijoittaa, jos haluaa sijoittaa ensisijaisesti suomalaisiin yrityksiin, koska suurin osa ETF-valikoimasta löytyy ulkomaisilta markkinoilta.

#### 8.4 ETF:t rahoitusmarkkinoiden haastajana

ETF:ien markkinoita ja kilpailutilannetta kartoittamalla olemme pyrkineet selvittämään, kuinka todellinen kilpailija pörssinoteerattu indeksiosuusrahasto on tällä hetkellä ja tulevaisuudessa muille sijoitusinstrumenteille, joita suomalaiset piensijoittajat käyttävät. Tutkimuksessa pyrittiin myös selvittämään ETF:n asemaan vaikuttavia tekijöitä ja vastaamaan kysymykseen: miksi ETF:t eivät ole saavuttaneet vielä merkittävää asemaa Suomessa? Tutkimuksen mukaan ETF:ien asemaan Suomessa vaikuttaa kotimaisten ETF:ien suppea valikoima, nuori sijoituskulttuuri ja suomalaisten sijoittajien vahva pankkisidonnaisuus. ETF:n asemaa suomalaisten piensijoittajien keskuudessa tulee tulevaisuudessa vahvistamaan eurooppalaisen ETF-valikoiman monipuolistuminen ja positiiviset tuoteominaisuudet verrattuna muihin sijoitusinstrumentteihin. Seuraavaksi käsittelemme edellä mainittuja ETF:n asemaan vaikuttavia tekijöitä tarkemmin.

#### 8.4.1 Helsingin Pörssiin ei uusia ETF:iä

Tutkimuksen mukaan Helsingin Pörssiin ei tulla todennäköisesti perustamaan lähiaikoina uusia ETF:iä. Suomen markkinoiden pienuudesta johtuen on vaikea löytää suomalaista indeksiä, jonka päälle kannattaisi perustaa uusi indeksiosuusrahasto. Tutkimuksessa todetaankin (s.22), että Helsingin pörssissä noteerattujen ETF:ien rahastopääomat ovat kutistuneet viimeisen kahden vuoden aikana. Kutistuneet pääomat tukevat tutkimuksen tuloksia: uusia ETF:iä ei luultavasti tulla listaamaan Helsingin Pörssiin, koska se ei olisi kannattavaa. ETF:ien suppea kotimainen valikoima heikentää tuotteen asemaa suomalaisten piensijoittajien keskuudessa, koska osa sijoittajista valitsee mieluummin kotimaisen kuin ulkomaisen indeksiosuusrahaston.

Tutkimuksen luvussa 4.6 kerrotaan, että ETF-sijoittajan tulee olla tietoinen valuuttariskistä ostaessaan euromääräisen ETF:n, joka sijoittaa varansa toisessa valuutassa noteerattuihin osakkeisiin. Tutkimustuloksista ilmenee, että yhteispohjoismaiseen pörssiin voidaan odottaa listattavaksi uusia euromääräisesti noteerattuja ETF:iä, ja Eurooppaan listattujen ETF:ien määrä kasvaa koko ajan. Eurooppaan listattujen ETF:ien kasvava valikoima tulee todennäköisesti vahvistamaan ETF:ien asemaa suomalaisten piensijoittajien keskuudessa, sillä euromääräisesti noteerattujen ETF:ien myötä suomalaisen piensijoittajan ei tarvitse enää huolehtia valuuttariskistä.

#### 8.4.2 Sijoituskulttuuri hidasteena

Tutkimuksen tuloksista voidaan todeta, että suomalaiset piensijoittajat ovat yleisesti ottaen varovaisempia sijoittajia kuin esimerkiksi yhdysvaltalaiset tai ruotsalaiset yksityissijoittajat. Yhdysvalloissa sijoitetaan huomattavasti enemmän ja yksi vaikutin tähän on tutkimuksen mukaan yhdysvaltalaisten heikko sosiaaliturva. Yhdysvalloissa on myös erilaiset säädökset kuin Suomessa, esimerkiksi sijoitusten verotus on suopeampaa. Tutkimuksen mukaan suomalaiseen sijoituskulttuuriin on vaikuttanut historia. Ennen teollistumisen aikakautta suomalaisilla ei ollut ylimääräistä rahaa sijoitusten tekemiseen. Nuoren sijoituskulttuuriin vuoksi suomalaiset piensijoittajat tutustuvat varovaisesti uusiin sijoitusinstrumentteihin. Sijoittamisen koetaan vaativan paljon taustatyötä ja perehtymistä. Tutkimuksen luvussa 3.1 käsitellään sijoittajien päätöksentekoa. Siellä mainitaan, että suomalaiset piensijoittajat välttelevät uusia tuotteita, joka tukee tutkimuksen tuloksia siitä,

että suomalaisten varovainen asenne sijoittamiseen saattaa hidastaa ETF:ien suosion kasvua Suomessa.

Myös suomalaisten pankkisivonaisuus on todella vahva ja raha-asiat keskitetään muun muassa rahallisten etujen vuoksi yhteen pankkiin. Luvussa 5.3 on käsitelty ETF:ien tarjoajia, ja siellä todetaan että Suomen kolmesta suurimmasta pankista vain Osuuspankki tarjoaa avoimesti mahdollisuuden sijoittaa ETF:iin. Vahva pankkisivonaisuus saattaaakin hidastaa ETF:ien suosion ja tunnettavuuden kasvua Suomessa, sillä tutkimuksen mukaan suomalaiset sijoittajat luottavat vahvasti pankkien myyntiorganisaatioihin.

#### 8.4.3 Kustannustehokkuus kilpailuetuna

ETF:ien asema vahvistuu koko ajan ulkomaisilla markkinoilla ja kysynnän on todettu kasvavan vähitellen myös Suomessa. Tutkimuksen mukaan ETF:t kiinnostavat kustannustietoisia kokeneita sijoittajia. ETF:t ovat todellinen uhka rahastoliiketoiminnalle, sillä kun kiinnostus ja kustannustietoisuus kasvavat sijoittajien keskuudessa, ETF:t todennäköisesti nähdään varteenotettavana vaihtoehtona tavanomaisille sijoitusrahastoille.

Kauppalehdessä kirjoitettiin 5.tammikuuta 2009 rahastojen tulevaisuuden näkymistä. OP-Rahastoyhtiön, Nordea Rahastoyhtiön ja Sampo Pankin edustajat olivat artikkelin mukaan yhtä mieltä rahastoyhtiöiden vuoden 2009 tavoitteista. Edustajien mukaan rahastojen kauppaamisessa tullaan painottamaan vähäriskisiä tuotteita. Vähäriskisiä tuotteita sen vuoksi, että sijoittajat ovat turvallisuushakuisia laskusuhdanteen vuoksi. Lisäksi Nordea Rahastoyhtiön Jari Kivihuhdan mukaan sijoittajat haluavat sijoitustuotteiltaan yhä enemmän läpinäkyvyyttä, eli asiakkaat haluavat tietää tarkemmin, mihin rahastojen sijoitukset on tehty. Artikkelissa myös todetaan, että rahastoyhtiöiden haaste vuonna 2009 on tarjota sijoittajalle inflaatiota parempaa tuottoa. (Pesonen 2009, 23.)

Kauppalehden artikkeliin viitaten ETF:t ovat rahastoille merkittävä kilpailija huomioiden, mitä ominaisuuksia sijoittavat vaativat sijoitusinstrumentiltaan. ETF täyttää sijoittajan läpinäkyvyys vaatimuksen. Lisäksi ETF:ien avulla on todennäköisempää päästä käsiksi inflaatiota parempiin tuottoihin kuin rahastoilla, koska niissä on tavanomaisia sijoitusrahastoja pienemmät kustannukset. Mikäli sijoittajat tulevat tietoisemmiksi ETF:ien ole-

massaolosta ja niiden ominaisuuksista, on hyvin todennäköistä, että ne vakiinnuttavat asemansa rahoitusmarkkinoilla.

Tutkimuksen mukaan ETF:t vievät uusia pääomia muilta sijoitustuotteilta, etenkin perinteisiltä sijoitusrahastoilta. Euroopassa yksityissijoittajien osuus ETF:ien nettomerkinnoistä on tällä hetkellä vielä pieni, kun taas Yhdysvalloissa suurin osa nettomerkinnoista tulee yksityissijoittajilta. Euroopassakin ollaan menossa siihen suuntaan, että yksityissijoittajien osuus ETF:ien nettomerkinnoista kasvaa. Tämä on todiste siitä, että tuote voisi soveltua myös suomalaiselle piensijoittajalle.

Tutkimuksen mukaan ETF:t saattavat olla jo viiden vuoden kuluttua yksityissijoittajien suosituin sijoitusinstrumentti Euroopassa ja ne saattavat edustaa jopa puolta kaikista nettomerkinnoista. ETF:ien kasvavan suosion myötä koko rahastoliiketoiminta tulee muuttumaan. Tavanomaiset sijoitusrahastot alkavat joko kilpailla hinnalla, tai sitten ne erikoistuvat täysin uusille alueille, joilla ETF ei toimi. Tutkimuksesta ilmenee, että ETF:ien pääomat ja omistajakunnat kasvaisivat räjähdysmäisesti, jos kolme Suomen suurinta pankkia alkaisivat markkinoida tuotetta. On kuitenkin epätodennäköistä, että rahastoyhtiöt ja pankit kiinnostuisivat ETF:ien markkinoimisesta, sillä se veisi niiden kannattavalta liiketoiminnalta pohjan. Tätä väitettä tukee se tosiasia, että ETF:ien kate on ohut, jonka vuoksi yrityksen on erikoistuttava myymään tuotetta suurina volyymeina. Pieni perinteinen sijoitusrahasto sen sijaan voi olla kannattava hyvien katteidensa ansiosta.

Vaikka tutkimuksen mukaan ETF on kaiken kaikkiaan erinomainen sijoitusinstrumentti piensijoittajalle, tulisi ETF-sijoittajan laskusuhdanteen takia kuitenkin analysoida yhä tarkemmin ja varovaisemmin, mihin maanosaan, raaka-aineeseen tai toimialaan kannattaisi sijoittaa. Teorian mukaan tarpeeksi kattavan portfolion avulla yritysrisi on hajautettavissa, mutta sijoittajalle jää silti riski yleisestä osakemarkkinoiden vaihtelusta (ks. luku 4.4). Sijoituspäätöksiä tehdessä tulisikin ottaa huomioon maailman talouden kehityksen vaikutus sijoitukseen. Vuoden 2008 loppupuolella oli selvää, että maailman talous on kääntynyt laskusuhdanteeseen. Kun laskusuhdanne koskee koko maailman taloutta, heijastuu lasku myös osakemarkkinoihin. Yleinen laskusuhdanne saattaa vaikuttaa sijoitukseen siten, että markkinariski realisoituu ja sijoitukset menettävät arvoaan. Toisaalta sijoittajalle saattaa laskusuhdanteessa tarjoutua mahdollisuus ostaa haluamansa sijoitustuote tavallista edullisemmin.

## 9 TUTKIMUKSEN ARVIOINTI

### 9.1 Tutkimuksen laadun ja luotettavuuden arviointia

Validiuden ja reliabiliteetin käsitteitä käytetään tutkimuksen tason ja johtopäätösten pätevyuden arvioimisessa, ja molemmat liittyvät tutkimuksen luotettavuuteen. Tutkimuksen reliabiliteetti tarkoittaa sitä, että tutkimus on toistettavissa niin, että siitä saadaan samanlainen tulos kahdella eri tutkimuskerralla esimerkiksi samaa henkilöä tutkittaessa. Tutkimuksen reliabiliteettia lisää myös se, että kaksi arvioijaa päätyy samaan tulokseen. Perinteisesti molemmat käsitteet liittyvät kvantitatiiviseen tutkimukseen, jonka vuoksi kvalitatiivista tutkimusta voi olla hankala arvioida näiden käsitteiden avulla. (Hirsjärvi & Hurme 2000, 186.)

Analysointivaiheessa koimme tärkeäksi keskustella yhdessä tutkimuksen teemoista, haastatteluista ja niistä saaduista vastauksista. Näin pyrimme pääsemään yksimielisyyteen tulkinnoista ja syventämään analyysia. Hirsjärvi ja Hurme korostavatkin kirjassaan ”Tutkimushaastattelu” keskustelun merkitystä kahden arvioitsijan välillä. Keskustelun kautta tutkijoiden on mahdollista päästä yksimielisyyteen aineistoluokituksista ja vastauksien merkityksistä ja se tuo lisäarvoa päätelmiin. (Hirsjärvi & Hurme 2000, 186.) Kvalitatiivisessa tutkimuksessa nousee esille vahvasti aineiston subjektiivinen tulkinta ja jäsentäminen, ja se loi omat haasteensa tutkimuksen tuloksien analysoimisessa. Tämä haaste johtui siitä, että kaikki haastateltavien vastaukset eivät olleet yksiselitteisiä, joka jätti tutkijoiden tulkinnoille paljon tilaa. Toisaalta, kuten luvussa 7.1 kerrotaan, tulkintojen subjektiivisuutta pyrittiin korjaamaan tutkimuksessa sillä, että haastatteluista poimitut kommentit lähetettiin haastateltaville tarkistettaviksi.

Koska kyseessä oli puolistrukturoitu haastattelu, oli haastateltavilla mahdollisuus vastata vapaamuotoisesti haastattelukysymyksiin. Aineiston käsittelyvaiheessa huomasimme puolistrukturoidun haastattelun ilmeisen ongelman: haastateltavat vastasivat osittain kysymyksiin eri näkökulmista, jolloin haastateltavat eivät ottaneet kantaa aivan samoihin asioihin ja näkökulmiin. Se, että haastateltavat vastasivat haastattelukysymyksiin vapaasti omin sanoin ja eri näkökulmista, vähensi mahdollisuuksia tehdä haastatteluista saaduista vastauksista yleistäviä johtopäätöksiä. Toisaalta, kuten aikaisemmin tutkimuksessa on mainittu,

tutkimuksen tarkoituksena oli etenkin tarjota ja syventää tietoutta ETF:istä, jolloin tutkittavien erilaiset näkökulmat voidaan nähdä myös tutkimusta rikastuttavana asiana.

Validius tarkoittaa aineistosta tehtyjen johtopäätösten luotettavuutta eli sitä, kuinka luotettavana voidaan pitää tutkijan tekemää analyysia aineistosta ja sitä, kuinka luotettavina tutkimuksen lähteitä voidaan pitää (Hirsjärvi & Hurme 2000, 186). Analyysimme ja tutkimuksen johtopäätökset perustuvat haastateltavien näkemyksiin ja käyttämäämme lähdeaineistoon. Teoriaosuus tukee analyysia, sillä haastattelun tuloksia on käsitelty teoriälähtöisen analyysin mukaisesti viiteteorian valossa. Olemme esimerkiksi verranneet yhtä tärkeimmistä tutkimuksemme teorioista, joka on sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä, asiantuntijoidemme antamiin vastauksiin ja muuhun lähdeaineistoon.

Reliabiliteettiin vaikuttaa se, että haastattelun alussa ei ole tarkoin määritelty mitä ETF:llä tarkoitetaan tässä yhteydessä. Haastattelijat tarkoittavat koko ajan passiivisia pörssinoteerattuja indeksiosuusrahastoja, mutta haastateltavat käsittävät ETF-sanalla kaikki ETF:t. Osa kysymyksistä oli monitulkintaisia. Oli huomattavissa, että haastateltava oli ymmärtänyt kysymyksen eri tavalla kuin haastattelijat olivat sen ajatelleet. Esimerkiksi kannattaako ETF:llä mielestänne käydä kauppaa pörssissä? (Liite 1) Haastateltavat puhuivat toisinaan myös pelkästään omista tuotteistaan, vaikka haastattelijoiden tavoitteena oli käsitellä ETF-markkinoita kokonaisuutena.

Haastattelujen arvoa lisää se, että haastateltavat olivat tarkoin valittuja ETF:ien asiantuntijoita ja haastattelukysymykset etukäteen valmisteltuja. Kysymykset olivat samat kaikille haastateltaville, ja se lisäsi vertailtavuutta analyysivaiheessa. Asiantuntijoiden vastauksien objektiivisuutta on kuitenkin syytä kyseenalaistaa, sillä jokainen heistä edusti yritystä, jossa työskentelee. Haastateltavat olivat sellaisista yrityksistä, jotka markkinoivat ETF:iä, mikä vähentää tutkimuksen objektiivisuutta joiltakin osin.

Kuten olemme todenneet tutkimuksen osiossa 6.2.2, vinoumaa otokseen on tuonut se, että emme haastatelleet ketään Suomen kolmesta suurimmasta pankista. Jälkikäteen ajateltuna olisi ollut tutkimuksen objektiivisuuden ja monipuolisuuden kannalta tärkeää, että haastatteluihin olisi osallistunut ainakin yksi asiantuntija kolmesta suurimmasta pankista tai rahastoyhtiöstä. Toisaalta tutkimuksen tarkoitus oli etenkin kartoittaa ETF:ien ominaisuuksia, koska siten pystyttiin myös arvioimaan tuotteen soveltuvuutta suomalaiselle piensijoittajalle. Ominaisuuksia pystyttiin tutkimaan pitkälti kirjallisen aineiston perusteella. Haastattelu-

jen merkitys oli etenkin tuoda olemassa olevaan ETF-tietouteen lisänäkökulmia ja sitä kautta lisäarvoa tutkimukseen.

Tutkimusprosessi ei edennyt yhtä nopeasti kuin tutkimussuunnitelman aikataulussa esitettiin. Aineiston käsittelyvaihe vei enemmän aikaa kuin suunniteltiin. Myös analyysiprosessi osoittautui aikaa vieväksi vaiheeksi, sillä oikean analyysitavan löytäminen ja soveltaminen oli haastavaa. Kvalitatiivinen tutkimusote oli kuitenkin oikea ratkaisu tutkimuksen toteuttamiseksi, sillä tutkimuksessa onnistuttiin vastaamaan asetettuihin tutkimuskysymyksiin ja -ongelmaan eikä kvantitatiivisen tutkimusotteen hyödyntäminen olisi ollut luontevaa.

## 9.2 Tutkimustulosten arviointia

Eerika Uotila on maininnut tutkimuksessaan ”Kansainvälisen hajauttamisen hyödyt suomalaiselle indeksisijoittajalle”, että indeksisijoittaminen voisi sopia yksityisen sijoittajan henkilökohtaiseen eläkesäästämiseen. (Uotila 2008, 61 - 62). Tässä tutkimuksessa pyrittiin vastaamaan, miten ETF:t sopivat suomalaiselle piensijoittajalle. Koska tutkimuksessa ei tutkittu indeksisijoittamista vaan ETF-sijoittamista indeksisijoittamisen osa-alueena, eivät tulokset ole verrattavissa Eerika Uotilan tutkimuksen tuloksiin. Tutkimuksen tuloksia on vaikea verrata mihinkään tutkimukseen, koska suomalaista puolueetonta tutkimusta ETF:istä ei juuri ole tehty tai ainakaan siitä ei löydetty viitteitä.

Tutkimuksessa ilmeni, että ETF:in soveltuvuus riippuu hyvin paljon suomalaisen piensijoittajan yksilöllisistä ominaisuuksista ja tavoitteista. Koska emme löytäneet puolueetonta tutkimusta suomalaisten piensijoittajien osaamisesta tai tavoitteista, emme kyenneet tekemään yleistäviä johtopäätöksiä esimerkiksi siitä, kuinka suurelle osalle suomalaisista piensijoittajista ETF voisi soveltua. Toisaalta tutkimus oli laadullinen ja luonteeltaan kartoittava ja tästä näkökulmasta tutkimus onnistui, sillä tutkittavaa kohdetta on tarkasteltu monesta eri näkökulmasta niin viitekehysessä kuin tutkimustuloksissa ja johtopäätöksissään. Asiantuntijoiden haastattelut tarjosivat paljon sellaista yksityiskohtaista tietoa ETF:istä, jota ei löytynyt kirjallisista lähteistä. Asiantuntijoiden avulla kyettiin arvioimaan myös etenkin sitä, mikä on ETF-kysynnän ja -tietämyksen laita Suomessa.

### 9.3 Jatkotutkimusehdotukset

Tutkimuksen mukaan ETF:t soveltuvat suomalaisille sijoittajille, jotka ovat aktiivisia, koska tuotetietouden löytämiseksi täytyy nähdä vaivaa. Kun sijoittaja joutuu itse etsimään tuotetietoutta, edellyttää se myös, että sijoittaja ymmärtää sijoitusmarkkinoita. Jotta voitaisiin muodostaa kokonaiskuva siitä, millaiselle määrälle piensijoittajia ETF:t nykyisessä markkinointitilanteessa sopivat, olisi tutkittava, kuinka suuri osuus piensijoittajista tarvitsee sijoituspäästönsä tueksi sijoitusneuvontaa ja kuinka suuri osuus ei sitä kaipaa.

Tutkimuksessa tuli myös useaan otteeseen ilmi, että ETF:iin ei kannata sijoittaa kovin pienillä summilla. Tarkkoja laskemia kukaan ei kuitenkaan osannut kertoa. Olisikin mielenkiintoista laskea, millaisilla summilla ETF:iin kannattaa oikeasti sijoittaa ja millaisilla summilla olisi järkevämpää valita vastaava perinteinen indeksirahasto tai muu sijoitusrahasto. Haastateltavista Jani Holmberg ehdottikin, että olisi kiinnostavaa tutkia sitä, mikä tulee loppujen lopuksi sijoittajalle edullisemmaksi.

Ylipäätään ETF:istä on kirjoitettu niin vähän suomen kielellä, että kiinnostavia aihealueita, joita ei ole vielä tutkittu, löytyisi varmasti. Tutkimushaastatteluissakin tuli ilmi, että kaikenlainen puolueeton tutkimus ETF:istä suomen kielellä olisi tervetullutta.



## LÄHTEET

Asset Allocation with ETFs 2008. Yahoo Finance. [Http://ca.finance.yahoo.com/etf/education/07](http://ca.finance.yahoo.com/etf/education/07). Luettu 4.10.2008.

Asset Classes. [Http://www.investopedia.com/terms/a/assetclasses.asp](http://www.investopedia.com/terms/a/assetclasses.asp). Luettu 7.2.2009.

Arvopapereiden ja arvo-osuuksien luovutusvoiton verotus 2008. Verohallinto. Etusivu > Vero-ohjeet > Osakkeiden ja arvopapereiden verotus > Arvopapereiden ja arvo-osuuksien luovutusvoiton verotus. Päivitetty 7.4.2008. [Http://www.vero.fi/](http://www.vero.fi/). Luettu 12.10.2008.

Bogle, John C. 2007. What's Wrong With ETFs? Business Week. Päivitetty 30.4.2007. [Http://www.businessweek.com/magazine/content/07\\_18/b4032089.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/07_18/b4032089.htm). Luettu 19.11.2008.

Davis, Phil 2008. Investors eye juicy opportunities. Financial Times 2.6.2008, Special Report.

Db x-trackers 2008. db x-trackers Deutsche Bank Exchange Traded Funds. [Http://www.dbxtrackers.de/pdf/EN/overallfactsheet/overallfactsheet.pdf](http://www.dbxtrackers.de/pdf/EN/overallfactsheet/overallfactsheet.pdf). Luettu 12.10.2008.

Erola, Marko 2007. Etf onkin vedonlyöntilappu. Talouselämä 70 (21), 53.

Eskola, Jari & Suoranta Jari 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. 6. painos. Vastapaino, Jyväskylä.

ETF Browser 2009. Yahoo Finance. [Http://finance.yahoo.com/etf/browser/op?c=0&k=6&f=0&o=d&cs=1&ce=844](http://finance.yahoo.com/etf/browser/op?c=0&k=6&f=0&o=d&cs=1&ce=844). Luettu 11.1.2009.

ETF-koulu. eQ Online. [Https://portal.eqonline.fi/index.html?name=eQ-osakkeet-etf-koulu](https://portal.eqonline.fi/index.html?name=eQ-osakkeet-etf-koulu). Luettu 14.9.2008.

ETF-opas. eQ Online. [Https://portal.eqonline.fi/static-data/eq/documents/etf/etf\\_opas.pdf](https://portal.eqonline.fi/static-data/eq/documents/etf/etf_opas.pdf). Luettu 23.3.2008.

ETFs General Questions 2008. ETF Guide. [Http://www.etfguide.com/faqs.htm](http://www.etfguide.com/faqs.htm). Luettu 12.10.2008.

eQ Pankki. [Https://portal.eqonline.fi/](https://portal.eqonline.fi/). Luettu 16.11.2008.

Exchange Traded Funds 2008. Yahoo Finance. [Http://finance.yahoo.com/etf/browser/tv?f=0&c=0](http://finance.yahoo.com/etf/browser/tv?f=0&c=0). Luettu 18.11.2008.

Fact Book 2008. 48<sup>th</sup> Edition. Investment Company Institute. [Http://www.icifactbook.org/pdf/2008\\_factbook.pdf](http://www.icifactbook.org/pdf/2008_factbook.pdf). Luettu 16.11.2008.

Facts & Figures Exchange Traded Fund Q3/2008. [Http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen+E/RJAN-7KW9PY/\\$FILE/XTF\\_Q3\\_2008\\_e.pdf?OpenElement](http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen+E/RJAN-7KW9PY/$FILE/XTF_Q3_2008_e.pdf?OpenElement). Luettu 16.11.2008.

FTfm Exchange Traded Funds 2008 Financial Times 2.6.2008, Special Report.

Funds. XACT Your Nordic ETF provider. [Http://www.xact.se/en/Funds.htm](http://www.xact.se/en/Funds.htm). Luettu 11.1.2009.

Hirsjärvi, Sirkka & Hurme, Helena 2000. Tutkimushaastattelu. Yliopistopaino, Helsinki.

Holmberg, Jani 2007. ETF -sijoittajien uusi suosikki. [Http://www.sijoitus.org/teema/etf\\_sijoittaminen.php](http://www.sijoitus.org/teema/etf_sijoittaminen.php). Luettu 19.11.2008.

Holtari, Seija 2008. Herkkua saa myös halvalla. *Talouselämä* 71 (15), 64 - 65.

Hyman, Andrew S. & Rosenberg, Laurence M. & Weintraub, Neal T. 2008. *ETF Strategies and tactics*. The MacGraw-Hill Companies, United States of America.

Hämäläinen, Karo 2005. Sijoittajan käsikirja. Gummerus, Helsinki.

Hämäläinen, Karo 2007. Valoa etf-viidakkoon. *Arvopaperi* 25, 60 - 61.

Indeksiosuusrahastot 2007. Investori. [Http://www.investori.com/cgi-bin/read.pl?a05/s050602.htm](http://www.investori.com/cgi-bin/read.pl?a05/s050602.htm). Luettu 4.1.2009.

Käsitteet ja määritelmät. Tilastokeskus. [Http://www.stat.fi/til/saind/kas.html](http://www.stat.fi/til/saind/kas.html). Luettu 9.9.2008

Jämsä, Hanna 2007. Professori Vesa Puttonen: Indeksirahasto voi antaa väärän turvallisuudentunteen. Pörssisäätiö. Päivitetty 27.3.2003. [Http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;160;185&id=582](http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;160;185&id=582). Luettu 5.2.2008.

Järvinen, Raija & Lehtinen, Anna-Riitta 2008. Piensijoittaja haamuostoksilla – sijoitus-suositukset mysteereitä. Työselosteita ja esitelmiä 115. Kuluttajatutkimuskeskus. Helsinki. [Http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5244/2008\\_115\\_tyoseloste\\_piensijoittaja.pdf](http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5244/2008_115_tyoseloste_piensijoittaja.pdf). Luettu 16.1.2009.

Kallunki, Juha-Pekka & Martikainen, Minna & Niemelä, Jaakko 2003. *Ammattimainen sijoittaminen*. 4. painos. Talentum Media. Jyväskylä.

Kaupankäynti. Sampo Pankki. [Http://www.sampopankki.fi/fi-fi/Henkiloasiakkaat/SaastaSijoita/Osakkeet/TuotteetJaPalvelut/Kaupankaynti/Pages/Kaupankaynti.aspx](http://www.sampopankki.fi/fi-fi/Henkiloasiakkaat/SaastaSijoita/Osakkeet/TuotteetJaPalvelut/Kaupankaynti/Pages/Kaupankaynti.aspx). Luettu 16.11.2008.

Kysymyksiä ja vastauksia. Seligson & Co – OMX Helsinki 25 -indeksiosuusrahasto. [Http://www.seligson.fi/omxh25/Suomi/etf/kysymyksiä.htm](http://www.seligson.fi/omxh25/Suomi/etf/kysymyksiä.htm). Luettu 14.9.2008.

Lydon, Tom & Wasik, John F. 2008. *Profitable ETF Strategies for Every Investor*. Pearson education, New Jersey.

Malkiel, Burton G. 2007. *Sattuman kauppaa Wall Streetillä*. Talentum. Helsinki

Opi osakkeet. OMX Pohjoismainen pörssi 2007. 3. painos. Helsinki.

Pesonen, Eeva-Stiina 2009. Paluu perusasioihin. *Kauppalehti* 5.1.2009, 23.

Puttonen, Vesa & Repo, Eljas 2003. Miten sijoitan rahastoihin. 2. painos. WSOY, Helsinki.

Puttonen, Vesa & Repo, Eljas 2007. Miten sijoitan rahastoihin. 4. uudistettu painos. WSOY, Helsinki.

Rahastomarkkinat. OMX Nordic Exchange. <http://www.omxnordicexchange.com/hintatiedot/rahastomarkkinat/?lin kpa-ams=SubSystem%3DPrices%26Action%3DGetMarket%26Exchange%3DNMF%26Market%3DL%3A346%26RecursiveMarketElement%3Dtrue%26inst.e%3D1%2C2%2C3%2C6%2C7%2C8%2C123%26inst.a%3D0%2C1%2C2%2C4%2C23%2C24%2C37%2C20%2C21%2C34&selected=marketSelectId%3D2%2CfundListSelectId%3D1&sort=&languageId=>. Luettu 16.11.2008.

Rahastoraportti elokuu 2007. Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry ja Suomen sijoitustutkimus Oy. <http://www.sijoitustutkimus.fi/rahastoraportit/2007/rr0708.pdf>. Luettu 30.1.2009.

Rahastoraportti elokuu 2008. Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry ja Suomen sijoitustutkimus Oy. <http://www.sijoitustutkimus.fi/rahastoraportit/2008/rr0808.pdf>. Luettu 12.10.2008

Rahastoraportti joulukuun 2008. Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry ja Suomen sijoitustutkimus Oy. <http://www.sijoitustutkimus.fi/rahastoraportit/2008/rr0812.pdf>. Luettu 16.1.2009.

Rahastoraportit tammikuu 2006 - syyskuu 2008. Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry ja Suomen sijoitustutkimus Oy. [http://www.sijoitustutkimus.fi/rahastoraportti\\_arkisto.shtml](http://www.sijoitustutkimus.fi/rahastoraportti_arkisto.shtml). Luettu 12.10.2008.

Sanasto. Pörssisäätiö. <http://www.porssisaatio.fi/sanasto/>. Luettu 11.1.2009.

Sarajärvi, Anneli & Tuomi, Jouni 2002. Laadullinen tutkimus ja sisältöanalyysi. Tammi, Jyväskylä.

Sijoittajan vero-opas 2008. Pörssisäätiö. <http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/sijoittajan-vero-opas-2008>. Luettu 12.10.2008.

Sunikka, Anne & Peura-Kapanen, Liisa 2008. Kuluttajien varallisuuden hallinta. Vertaileva tutkimus kuluttajien ja palveluntarjoajien näkemyksistä. Julkaisuja 1. Kuluttajatutkimuskeskus. Helsinki. Julkaistu myös painettuna. [http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5172/2008\\_1\\_julkaisu\\_varallisuuden\\_hallinta.pdf](http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5172/2008_1_julkaisu_varallisuuden_hallinta.pdf). Luettu 16.1.2009.

Uotila, Erika 2008. Kansainvälisen hajauttamisen hyödyt suomalaiselle indeksisijoittajalle. Pro gradu. Vaasan yliopisto. Vaasa.

Valli, Matti 2007. Markkinatakaus nostaa kurssia ja lisää kaupankäyntiä. <http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/markkinatakaus-nostaa-kurssia-ja-lisaa-kaupankayntia>. Luettu 16.11.2008.

XTF Exchange Traded Funds. Deutsche Börse Group. [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/xetraInstruments/gdb\\_navigation/trading/20\\_tradable\\_instruments/200\\_etfs/100\\_master\\_data?grp=fon1](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/xetraInstruments/gdb_navigation/trading/20_tradable_instruments/200_etfs/100_master_data?grp=fon1). Luettu 16.11.2008.

## HAASTATTELUKYSYMYKSET

### Tiedonsaanti

1. Miten ETF-tietoutta on mielestäsi saatavilla?
2. Mistä ETF-tietoutta saa parhaiten?
3. ETF-tietoutta on saatavilla enemmän englanniksi kuin suomeksi. Miten tietouden vieraskielisyys vaikuttaa tuotteen kiinnostavuuteen?
4. Indeksiosuusrahastoista käytetään useita markkinointinimiä, kuten xact, db x-trackers ja lyxor. Miksi mielestäsi erilaisia nimiä käytetään?
5. Mitkä ovat havaintosi, markkinoidaanko ETF:iä Suomessa?
6. Kokemuksesi perusteella, voiko rahastoyhtiöillä olla ETF:iä tuotevalikoimissaan, vaikka he eivät niitä markkinoisikaan? Minkä takia asia on näin?
7. Onko ETF mielestäsi hyvä tuote rahastoyhtiölle? Miksi?

### Markkinat

8. Miten indeksiosuusrahasto perustetaan?
9. Mitä uuden indeksiosuusrahaston perustaminen vaatii?
10. Sijoitusrahastolain mukaan rahaston pääoman on oltava vähintään kaksi miljoonaa euroa ja osuudenomistajia on oltava vähintään viisikymmentä. Miten nämä vaatimukset mielestäsi vaikuttavat indeksiosuusrahastojen perustamismahdollisuuksiin?
11. Mitkä ovat kokemuksesi ETF:ien kysynnästä?
12. Osataanko ETF:iä kysyä? (eli tietävätkö sijoittajat tuotteen olemassaolosta)
13. Millaiset sijoittajat kysyvät ETF:iä?
14. Kuinka ETF:ien kysyntä vaikuttaa siihen, perustetaanko Suomessa uusia ETF:iä?
15. Helsingin pörssissä on tarjolla vain kaksi ETF:ää: OMXH25 index share ja Xact OMXH25 index share. Miten ETF:ien kysyntään Suomessa vaikuttaa se, että suurin osa tarjonnasta on ulkomailla?
16. ETF:iä perustetaan paljon USA:ssa. Miksi niiden suosio on siellä suurempi kuin Suomessa?
17. Millaisena näet ETF:ien määrällisen kehityksen Suomessa?
18. Markkinoiko edustamanne yritys indeksiosuusrahastoja?
19. Aikooko edustamanne yritys markkinoida indeksiosuusrahastoja tulevaisuudessa?
20. Kuinka markkinoitte indeksiosuusrahastoja?
21. Kuinka aiotte markkinoida ETF:iä?
22. Näettekö ETF:t potentiaalisena tuotteena? (Miksi)

### Soveltuvuus yksityissijoittajalle

23. Kuinka ETF-sijoittamisen voi aloittaa?
24. Vaatiiko ETF:ien kaupankäyntiprosessi paljon sijoittajalta panostusta?
25. Mikä on mielestäsi minimisijoitus indeksiosuusrahastoon sijoittaessa?
26. Kokemuksesi perusteella, vaikuttaako minimisijoituksen määrä yksityissijoittajien halukkuuteen sijoittaa ETF:iin?

27. Mikä on mielestäsi minimisijoitusaika indeksiosuusrahastoon sijoittaessa?
28. Miten tämä vaikuttaa tuotteen kiinnostavuuteen?
29. Onko ETF hyvä sijoitustuote yksityissijoittajalle?
30. Millaiselle sijoittajalle ETF mielestäsi sopii? Miksi?
31. Onko mielestäsi suomalaiselle yksityissijoittajalle olemassa parempia sijoitustuotteita kuin ETF?
32. Ovatko ulkomaista indeksiä seuraavien ETF:ien kaupankäyntikustannukset korkeammat kuin kotimaista indeksiä seuraavien ETF:ien?
33. Miten se vaikuttaa ulkomaista indeksiä seuraavien ETF:ien kysyntään?
34. Kuinka kilpailukykyisiä koet Helsingin pörssissä noteeratut ETF:t verrattuna ulkomaisiin ETF:iin?
35. Miten ETF:ien verokohtelu vaikuttaa tuotteen kiinnostavuuteen?
36. Indeksiosuusrahastoilla käydään pörssissä kauppaa kuten osakkeilla. Kuinka positiivisena näet tämän ominaisuuden suhteessa indeksirahastoihin?
37. Minkälainen merkitys mielestänne ETF:ien likviditeetillä on yksityissijoittajille?
38. Kannattaako ETF:illä mielestäsi käydä kauppaa pörssissä?
39. Erilaisiin indekseihin sidottuja ETF:iä on runsaasti. Vaatiiko ETF:ien valinta sijoittajalta paljon tietoa kohdeindeksistä?
40. Mitä ETF:ien valinnassa tulisi mielestäsi ottaa huomioon?