

Aktiivisen sijoittamisen kustannus piensijoittajalle OMX Helsinki -osakemarkkinalla

Paavo Tähtitanner



<p>Tekijä tai tekijät Paavo Tähtitanner</p>	<p>Ryhmätunnus tai aloitusvuosi FINA08</p>
<p>Raportin nimi Aktiivisen sijoittamisen kustannus piensijoittajalle OMX Helsinki -osakemarkkinalla</p>	<p>Sivu- ja liitesivumäärä 62 + 3</p>
<p>Opettajat tai ohjaajat Annika Sandström</p>	
<p>Osakesijoittajien keskuudessa on yleisesti kiistely siitä, onko aktiivisella sijoittamisella mahdollista saavuttaa markkinoita keskimääristä parempaa tuottoa vai johtaako aktiivinen sijoittaminen vain kasvaviin kustannuksiin ja sitä kautta keskimääristä alhaisempiin tuottoihin. Tämä opinnäytetyö ottaa kantaa piensijoittajan näkökulmasta siihen, kuinka suureksi aktiivisen sijoittamisen kustannukset muodostuvat eri kaupankäyntimäärillä.</p> <p>Opinnäytetyön tavoitteena oli selvittää piensijoittajan näkökulmasta, onko aktiivinen sijoittaminen passiivista kalliimpaa. Tutkimuksessa hyödynnettiin Pörssisäätiön vuonna 2011 teettämää kotitalouksien säästämistutkimusta, piensijoittajille osakevälitystä tarjoavien yritysten hinnastoja, sekä Helsingin pörssin historiallista hintakehitystietoa. Tutkimuksen kohdemarkkinaksi rajattiin NASDAQ OMX Helsinki. Sijoittamismuodoiksi rajattiin aktiivisen sijoittamisen osalta suorat osakesijoitukset ja passiivisen sijoittamisen osalta Seligsonin OMXH 25-indeksiosuusrahasto.</p> <p>Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisen analyysin menetelmällä. Tutkimuksessa luotiin todellisuutta mallintavia sijoittajaprofiileja, joita pystyttiin vertaamaan keskenään. Aktiivisen sijoittamisen kustannus mitattiin simuloimalla sijoittajaprofiilien kaupankäyntiä yhden vuoden ajalta.</p> <p>Tulosten perusteella voidaan huomata, että kustannuksien takia aktiivisen sijoittajan täytyy saavuttaa enemmän tuottoa kuin passiivisen sijoittajan. Aktiivisesta sijoittamisesta aiheutuvilla kustannuksilla on huomattava vaikutus jo maltillisilla kaupankäyntimäärillä. Lisäksi huomattiin, että valitsemalla omalle aktiivisuustasolleen sopiva välittäjä, aktiivinen piensijoittaja voi vaikuttaa merkittävästi sijoittamisen kuluihinsa ja sitä kautta tuotto-odotukseensa.</p> <p>Työ toteutettiin vuosien 2011-2012 aikana.</p>	
<p>Asiasanat Sijoittaminen, piensijoittaja, tuotto, osake,</p>	

Degree programme in finance and economics

<p>Authors Paavo Tähtitanner</p>	<p>Group or year of entry FINA08</p>
<p>The title of thesis The Cost of Active Investing Methods for a Small Time Investor on the OMX Helsinki Stock Exchange</p>	<p>Number of pages and appendices 62 + 3</p>
<p>Supervisor(s) Annika Sandström</p>	
<p>There has been controversy among investors as to whether an active investment method can return higher profits than average market returns. It has been speculated that active investing only increases investor's costs and therefore results in lower average returns. The thesis focuses on small time investors and primarily concentrates on exploring the extent of the cost of active investing on different trading activity levels. The thesis was made during 2011-2012.</p> <p>The main target of the thesis was to find out whether active investing is more expensive than passive investing from the perspective of a small time investor. The thesis uses Pörssiäätiö's household savings survey made in 2011, the price list details of stock brokerage companies which offers order making for small time investors and Helsinki stock exchange's historical stock prices as reference material for the study. The thesis' target exchange is limited to NASDAQ OMX Helsinki. Furthermore, the investment types are limited to direct equity investing using the active investment method, and to Seligson's OMXH 25-exchange traded index fund using the passive investment method.</p> <p>The thesis was executed using quantitative analysis methods. Firstly, fictional but realistic investor profiles were created in order to indicate the passive and active investment trading methods on different trading activity levels. Secondly, the cost of active investing was measured by simulating the investor profiles trading for one year and comparing the results of active trading models to a passive trading model.</p> <p>From the results, it can be seen that an active investor has to achieve higher profits than a passive investor because of the costs. The costs based on active trading methods have substantial impact already on the lower activity levels of trading. Moreover it was observed that by selecting an appropriate broker for an investor's own activity level of trading, the investor can significantly reduce their trading costs and improve the return of equity.</p>	
<p>Key words Investing, small time investor, profit, equity</p>	

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimusongelma.....	2
1.2	Tutkimuksen tavoite	2
1.3	Tutkimuksen rakenne	3
1.4	Tutkimuksen rajaukset.....	4
2	Osakekauppa käytännössä	6
2.1	Osake sijoitusinstrumenttina.....	6
2.2	Osakekaupankäynnin vaiheet	8
2.2.1	Arvo-osuustilin perustaminen.....	9
2.2.2	Osakekaupan toteuttaminen	9
2.2.3	Kauppan selvitysprosessi	11
2.3	Helsingin pörssissä toimivat osakevälittäjät.....	12
2.3.1	Kivijalkapankit	12
2.3.2	Erikoistuneet Internetvälittäjät	13
3	Sijoittamisen koulukunnat.....	15
3.1	Aktiivinen sijoittaminen.....	15
3.2	Passiivinen sijoittaminen	17
3.3	Suomalainen osakesäästäjä	18
4	Sijoittamisen kustannukset.....	21
4.1	Hallinto- ja säilytyspalkkiot.....	21
4.2	Välityspalkkiot ja kannustinjärjestelmät.....	22
4.3	Piilevät kustannukset (Spread/Slippage)	24
5	Tutkimuksen tekeminen.....	28
5.1	Aineisto	31
5.2	Tutkimusmenetelmä	33
5.3	Sijoittajaprofiilit	34
6	Tulokset eri piensijoittajaprofiileilla.....	38
6.1	P1 – Passiivinen sijoittaja	39
6.2	A1 – Maltillinen aktiivinen sijoittaja	41
6.3	A2 – Selkeästi aktiivinen sijoittaja	44

6.4 A3 – Erittäin aktiivinen sijoittaja.....	47
7 Pohdinta	51
7.1 Välittäjien vaikutus	51
7.2 Aktiivisuuden vaikutus.....	53
7.3 Luotettavuuspohdinta.....	55
Lähteet.....	58
Liitteet.....	63
Liite 1. Välittäjähinnasto.....	63
Liite 2. Sijoittajaprofilien kustannustaulukko	65

1 Johdanto

Osakesijoittamisessa on kyse pörssinoteerattujen yrityksien osakkeiden ostamisesta ja myymisestä sijoittajalle tuottoa rakentavalla tavalla. Osakesijoittajan mahdollinen tuotto muodostuu osakkeen arvonnoususta tai laskusta, sekä osakkeenomistajille maksettavista osingoista. Osakesijoittamisella on mahdollista kasvattaa varallisuutta pitkällä tähtäimellä. Varallisuuden kasvattamisen mahdollisuus onkin yksi niistä harvoista asioista, mitä sijoituselämällä toimivat ihmiset, sekä alan kirjallisuus eivät kiistä. Sen sijaan varallisuuden kasvattamisen taustalla olevat syyt, tekijät ja teoriat jakavat mielipiteitä niin alan harrastelijoiden, ammattilaisten, kuin professoreidenkin kesken.

Osakesijoittamisessa menestyminen perustuu tuottavan sijoitusstrategian valintaan. Sijoitusstrategia on erittäin laaja käsite, mutta yksi sen useinmiten kiistellyimmistä aiheista alan keskuudessa on se, onko mahdollista luoda sijoitusstrategiaa, jonka ansiosta sijoittaja pystyisi saavuttamaan pitkällä aikavälillä parempaa tuottoa sijoitussalkulleen kuin mitä osakemarkkinat keskimääräisesti tuottavat. Vuosikymmeniä kestänyt kiistely asian tiimoilta on johtanut aatteiltaan erilaisten sijoittajien jakautumiseen strategioidensa perusteella pääasiassa kahteen koulukuntaan: aktiivisiin ja passiivisiin sijoittajiin. ”Aktiivinen sijoittaja yrittää voittaa markkinat eli hankkia keskimääräistä parempaa tuottoa poimimalla osakkeita, ajoittamalla ostoja ja myyntejä”. Passiivinen sijoittaja puolestaan ostaa ja säilyttää osakkeita markkinatilanteesta riippumatta, tavoitellen keskimääräistä pitkän aikavälin osaketuottoa. (Erola 2009, 12,78.)

Aktiivista sijoitusstrategiaa on kritisoitu sillä perusteella, että sijoittajan aktiivisuus johtaa vain kasvaviin kustannuksiin ja sitä kautta pitkällä aikavälillä keskimääräistä huonompiin tuottoihin (Erola 2009, 12). Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on tarkastella kuinka paljon erilaiset osakevälitykseen liittyvät kulut vähentävät keskimääräisen osakesijoittajan tuotto-odotusta eri kaupankäyntimäärillä Suomessa, ja sitä kautta ottaa kantaa aktiivisten ja passiivisten sijoitusstrategioiden paremmuuskilpailuun.

Opinnäytetyön tekijän mielenkiinnon kohteena on aktiivisen kaupankäynnin harjoittaminen eri markkinoilla ja erilaisilla pörssissä noteeratuilla tuotteilla. Opinnäytetyön aihe lähti liikkeelle siitä, että sen tekijää on askarruttanut suomalaisten osakevälittäjien huo-

mattavan korkeilta tuntuvat kulurakenteet suhteessa markkinoilta realistisesti odotettavissa oleviin todellisiin tuottoihin. Lisäksi Suomessa vaikuttaa olevan yleisesti vallalla se käsitys, että osakekaupankäynnistä aiheutuvat kulut ovat häviävän pienet. Pitkällä aikavälillä kulut nousevat kuitenkin merkittävään rooliin, sillä nimenomaan kuluihin vaikuttamalla sijoittajan on mahdollista parantaa tuotto-odotustaan eniten (Erola 2009, 14). Opinnäytetyö antaa oivan mahdollisuuden toteuttaa tämä kiinnostava tutkimus ja saada selvyttä aktiivisen suoran osakekaupan aiheuttamiin todellisiin kustannuksiin, sekä tuoda yleisesti julki osakesijoittamisen harjoittamisesta koituvien kokonaiskustannusten vaikutus sijoitettavana olevan varallisuuden tuotto-odotukseen.

1.1 Tutkimusongelma

Pää tutkimusongelma tutkimuksessa on se, onko aktiivinen sijoittaminen kalliimpaa kuin passiivinen sijoittaminen. Kuten Erolan siteerauksesta johdannossa kävi ilmi, sijoittaja-aktiivisuuden kasvun uskotaan aiheuttavan enemmän kustannuksia sijoittajalle. Tästä johtuen päähypoteesina pidetään olettamusta siitä, että aktiivinen sijoittaminen on ensisijaisesti kalliimpaa kuin passiivinen sijoittaminen. Mikäli edellä mainittu pitää paikkansa, ongelmat joihin tutkimuksella pyritään hakemaan vastauksia ovat kuinka paljon kalliimpaa aktiivinen sijoittaminen on ja miksi se on kalliimpaa. Muussa tapauksessa pohdittavaksi luonnollisesti tulee miksi näin ei ole.

Pyrkimyksenä on myös tarkastella yleisellä tasolla, onko välittäjän valinnalla, sekä kaupankäyntiaktiivisuudella merkittävä rooli aktiivisen piensijoittajan tuotto-odotuksen muodostumisessa. Edellä mainittujen tutkimusongelmien selvittäminen vaatii opinnäytetyöltä erittäin tarkkoja rajauksia, koska käsitteet aktiivinen ja passiivinen sijoittaminen ovat hyvin laajoja. Lisäksi tarvitaan myös ajankohtaista hintatietoa kaikista Suomessa toimivista osakevälittäjistä, sekä yksityiskohtaista tietoa Helsingin pörssissä listattuina olevista osakkeista.

1.2 Tutkimuksen tavoite

Tutkimuksen tavoitteena on saada selville, kuinka paljon kalliimpaa aktiivinen sijoittaminen on verrattuna passiiviseen sijoittamiseen. Kuinka paljon sijoittamisen kustannukset vähentävät suorien osakesijoitusten vuosittaista tuotto-odotusta? Tutkimus

toteutetaan luomalla neljä erilaista sijoittajaprofiilia, jotka mallintavat yhtä passiivista ja kolmea aktiivista piensijoittajaa. Ideana on simuloida profiilien sijoitussalkun toimintaa vuoden ajanjaksolla ja vertailla niiden tuloksia keskenään. Tutkimuksen kohdemarkkinana toimii Helsingin pörssi ja tutkimus toteutetaan piensijoittajan näkökulmasta. Tutkimuksen läpiviennin tavoitteet voi kiteyttää seuraavasti:

- Realististen sijoittajaprofiilien muodostaminen
- Sijoittajaprofiilien kustannusarvion muodostaminen
- Vuosittaisten tuotto-odotuksien laskeminen
- Välittäjän ja sijoitusaktiivisuuden merkitys sijoittajan tuotto-odotukseen

Tarkoituksena on siis mallintaa ja tutkia kaupankäyntiaktiivisuudeltaan erilaisten keskimääräisten suomalaisten piensijoittajien tuotto-odotuksia ja verrata niitä varallisuudeltaan samansuuruisen passiivisen sijoittajan tuotto-odotukseen. Tavoitteena on saada selville, kuinka paljon suurempi bruttotuotto-odotus vaaditaan aktiiviselta sijoittajalta suhteessa passiiviseen sijoittajaan, vaikka molemmilla on euromääräisesti kuitenkin yhtä suuri sijoitusvarallisuus. Lisäksi tavoitteena on selvittää myös miksi aktiivinen sijoittaminen on kalliimpaa kuin passiivinen sijoittaminen. Käytännössä perehdytään syihin, joista sijoittamisen kulut muodostuvat ja sitä kautta pohditaan sijoitusaktiivisuuden sekä osakevälittäjän merkitystä sijoittajan tuotto-odotuksen muodostumisessa.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen alussa, johdannon jälkeen perehdytään osakekaupankäyntiin liittyviin asioihin. Kappaleissa käydään läpi esimerkiksi sitä, mitä kaikkea osakekaupan harjoittamiseen yksityishenkilöltä tänä päivänä vaaditaan, miten osakekauppa toteutuu ja kuinka rahat ja osakkeet löytävät tiensä oikeille omistajilleen. Sen jälkeen tutustaan Helsingin pörssissä toimiviin välittäjiin ja siihen miten ja miksi ne eroavat toisistaan. Tutustumalla eri välittäjien intresseihin on lukijan helpompi ymmärtää eroja välittäjien kulurakenteissa. Välittäjien jälkeen perehdytään sijoittamisen koulukuntiin ja siihen, miten strategioiltaan erilaiset osakesijoittajat eroavat toisistaan. Lisäksi tutustutaan siihen, millaisia suomalaiset ovat osakesijoittajina. Teoriaosuuden lopussa käydään läpi sijoittamisen kustannuksia ja syvennytään erityisesti siihen, minkälaisia kuluja osakekaupan harjoittamisesta Suomessa aiheutuu.

Teoriaosuuden jälkeen esitetään tutkimusaineisto ja tutkimusmenetelmät, jonka jälkeen käydään läpi perusteellisesti tutkimuksen keskipisteenä olevat erilaiset sijoittajaprofiilit, sekä profiilien tutkimustulokset yksitellen. Tutkimuksen lopuksi pohditaan tuloksien valossa välittäjien ja kaupankäyntiaktiivisuuden merkitystä sijoittajille, sekä käydään läpi luotettavuuspohdinta ja esitetään potentiaalisia jatkotutkimuskohteita.

1.4 Tutkimuksen rajaukset

Koska tutkimuksessa pyritään luomaan yksinkertaisia, mutta realistisia profiileja, joita pystyy myös järkevästi vertailemaan keskenään, tämän kaltainen tutkimus vaatii erittäin tarkat rajaukset. Tarkat rajaukset mahdollistavat myös sen, että tutkimus on helppo ymmärtää, sisäistää, toistaa ja toteuttaa. Tutkimus käsittää vain suorat osakesijoitukset ja sijoitukset indeksiosuusrahastoihin. Tarkasteltavana markkinapaikkana toimii ainoastaan NASDAQ OMX Helsinki (jäljempänä Helsingin pörssi). Helsingin pörssi on valittu markkinapaikan kohteeksi sen takia, että se on tavoitettavuudeltaan suomalaisille sijoittajille teknisesti helpoin vaihtoehto suorien osakesijoitusten kohteeksi. Se on myös luonteva markkinapaikka piensijoittajalle. Vaihtoehtoiset markkinapaikat ovat jätetty tutkimuksen ulkopuolelle muun muassa siksi, että niiden kilpailukyky esim. tarjoustasojen eli likviditeetin osalta on suurimmaksi osaksi vielä heikompi kuin OMX-Helsinki markkinalla. Likviditeetin puute johtuu siitä, että kaupankäynti keskittyy pääosaksi OMX-Helsinki markkinalle. NASDAQ OMX on pystynyt, muut markkinapaikat mukaan lukien, tarjoamaan parhaimman hinnan yli 80 % kaupankäyntiajasta Helsingin pörssin vaihdetuimmille osakkeille. (Mondo Visione 2012.)

Tutkimuksen vertailussa käytettävä kaupankäynnin ajanjakso on yksi vuosi. Lisäksi tutkittavien sijoittajaprofiilien jokainen toimeksianto on rajattu kiinteäksi euromääräiseksi summaksi (ns. tasapanostusmalli). Tämä on valittu siksi, että tutkittavan ajanjakson sisällä euromääräisesti vaihteleva panostusmalli olisi mahdotonta toteuttaa tuntematta jokaisen yksittäisen sijoituksen odotusarvoa tai tapahtuman todennäköisyyttä sekä ajanjakson sisällä toteutuneiden menneiden sijoitusten tuottoja tai tappioita, mitkä vaikuttaisivat kulloinkin kokonaisuudessaan sijoittajalla sijoitettavana olevaan rahamäärään.

Tutkimusta varten kaikki Helsingin pörssissä kaupan välitystä tarjoavat yritykset kontaktoidaan erikseen ja tutkimukseen rajataan mukaan vain ne yritykset, jotka tarjoavat piensijoittajalle osakevälitystä Helsingin pörssissä. Lisäksi välittäjiltä lasketaan mukaan vain kaikille asiakkaille pätevät hinnaston mukaiset normaalihinnat. Rajatuille sijoittajaryhmille kohdistetut erikoistarjoukset yms. ajallisesti rajalliset kampanjatarjoukset rajataan tutkimuksen ulkopuolelle sen todenmukaisuuden parantamiseksi ja tutkimuksen toistettavuuden mahdollistamiseksi. Muista tutkimukseen vaikuttavista detalji lisärajauksista, kuten veroista mainitaan tutkimuksen edetessä asiayhteyteen luontevammin sopivissa kohdissa.

2 Osakekauppa käytännössä

Osakekaupankäynnin harjoittaminen on viime vuosina muuttunut yksityishenkilölle entistä helpommaksi Suomessa. Alan kilpailun lisääntyttyä ja erityisesti onlinevälitystoimintaan erikoistuneiden yritysten rantauduttua maahan osakekaupankäynnin aloittamiseen tarvitaan helpoimmillaan nykyisin enää vain Internetyhteys. Toisessa luvussa käydään läpi osakkeen luonnetta sijoitusinstrumenttina, yksityishenkilön käytännön osakekaupankäyntiin liittyviä asioita sekä tutustutaan erilaisiin välittäjäosapuoliin. Käytännön osakesijoittamisesta valotetaan aluksi, miten yksityishenkilö voi aloittaa osakekaupankäynnin harjoittamisen Suomessa. Sen jälkeen tutustutaan siihen, miten osakekaupankäynti käytännössä nykyisin tapahtuu, kuinka osakkeita ostetaan ja myydään, sekä miten arvo-osuudet ja rahat löytävät oikeat omistajansa. Lopuksi kartoitetaan vielä, minkälaisia erilaisia välittäjäosapuolia Helsingin pörssissä on tarjolla piensijoittajille ja miten ne eroavat toisistaan.

2.1 Osake sijoitusinstrumenttina

Maailma on täynnä lukuisia erilaisia sijoittamisen muotoja. Monet niistä ovat myös luonteeltaan hyvin erilaisia. Varoja sijoitetaan mm. osakkeisiin, joukkovelkakirjoihin asuntoihin, taiteeseen, keräilykortteihin, jalometalleihin, maa-alueisiin, metsiin ja jopa viineihin. Olipa sijoitettavien varojen kohde mikä hyvänsä, näiden kaikkien taustalla piilee kuitenkin sama ajatus: sijoittajan visio sijoitettavana olevan kohteen arvonnoususta. Vaikka sijoittamisen muotoja on olemassa varmasti yhtä paljon kuin sijoittajiakin ja niiden toteutuneet tuotot ovat vaihdelleet historian saatossa, pitkällä aikavälillä yksi on kuitenkin ollut ylitse muiden, pörssiosakkeet (Siegel 2008, 5-7).

Pörssiosakkeiden pitkän aikavälin tuottoja kuvaa hyvin rahoitusalan professori Jeremy J. Siegel kirjassaan *Stocks for the long run*, jossa hän on verrannut pörssiosakkeiden, valtion joukkovelkakirjojen, valtion lyhytaikaisten velkasitoumusten, sekä kullan tuottoa yli 200 vuoden ajalta. Siegel mainitsee kirjassaan, että vuonna 1802 pörssiosakkeisiin sijoitettu yksi yhdysvaltain dollari oli kasvanut (osingot uudelleen sijoitettuna) jopa 12,7 miljoonaan dollariin vuoden 2006 loppuun mennessä. Samalla ajanjaksolla Yhdysvaltain valtion joukkovelkakirjojen arvo oli noussut samasta lähtöarvosta vain hieman yli

18000 dollariin, Yhdysvaltain valtion lyhytaikaiset velkasitoumukset noin 5 tuhanteen dollariin ja kullan arvo vain 32,84 dollariin. Valuuttamääräisiä tuottoja vertailtaessa mainittakoon, että yksi vuoden 1802 dollari vastasi ostovoimalla mitattuna noin 16,84 dollaria vuonna 2006. (Siegel 2008, 5-7.)

Vaikka osake sijoitusinstrumenttina vaikuttaa melko maltilliselta, tasaisen varmaa tuottoa tuovalta sijoituskohteelta, asia ei kuitenkaan ole aivan niin yksiselitteinen. Kaikki osakkeet eivät ole samanlaisia. Niiden taustalla olevat yhtiöt ovat aina ainutlaatuisia. Osakkeet voivat kuitenkin olla samankaltaisia, joten niiden luokittelu voidaan mieltää järkeväksi.

Karo Hämäläinen on tehnyt kirjassaan Osakesijoittajan opas erilaisten osakkeiden lajittelua vertailemalla niitä seuraavien luokkien perusteella: Kuluttajatuote-/b-2-b-yhtiöt, vienti-/kotimarkkinayhtiöt, sykliset/defensiiviset yhtiöt, kasvu-/arvoyhtiöt sekä volatiilit-/vakaat yhtiöt. Kuluttajatuotteita myyvät yhtiöt mielletään yleensä maltillisemmiksi kuin b-2-b yhtiöiden, koska ne ovat vähemmän suhdanneriippuvaisia. Kuluttajatuotteet voidaan lisäksi jakaa vielä tarkemmin käyttötavaroihin ja kestokulutushyödykkeisiin. Kestokulutushyödykkeet ovat käyttötavaroita suhdanneherkempiä, koska niiden kysyntä on joustavampaa. Vienti- ja kotimarkkinayhtiöiden luokittelu perustuu siihen, että vientiyhtiöt eivät ole niin riippuvaisia Suomen talouden kehityksestä kuin puhtaasti kotimarkkinalla toimivat yritykset. Kuitenkin on hyvä muistaa, että vastaavasti vientiyri-tyksien kohdemaiden talouden heikentyminen voi vaikuttaa merkittävästi yrityksen tu-loskehitykseen. Sykliset ja defensiiviset yritykset eroavat luonteeltaan siinä, kuinka herkkiä ne ovat talouden suhdanteiden vaihteluille. Lisäksi sykliset yritykset voidaan jakaa vielä esi- ja jälkisyklisiin ryhmiin. Esisyklisillä tarkoitetaan yrityksiä, jotka perinteisesti menestyvät talouden nousun alkuvaiheessa esim. raaka-aineyhtiöt, kun taas nou-sun hidastuessa menestyvät jälkisykliset yhtiöt esim. pankit. Jako kasvu- ja arvoyhtiöi-den välillä on myös hyvin mielenkiintoinen osakesijoittajan näkökulmasta. Kasvuyhti-öillä tarkoitetaan yhtiöitä, joilta odotetaan voimakasta kasvua tulevaisuudessa. Tyypillis-tä kasvuyhtiöille on se, että ne maksavat usein vähän tai eivät ollenkaan osinkoja ja sitä kautta niiden markkina-arvo perustuu pitkälti tulevaisuuden odotuksiin. Pörssissä osa-kesijoittajan voitto kasvuyhtiöissä muodostuu siis enimmäkseen osakkeen arvonnousun kautta. Arvoyhtiöinä taas pidetään yrityksiä, joiden kasvu on maltillisempaa, markkina-

osuus melko suuri ja vakaa, sekä osinkotuotto tasaista. Arvoyhtiöistä osakesijoittajalle muodostuva voitto perustuu pitkälti osinkotuottoon, ja on sitä kautta sijoittajalle myös yleensä pidemmän aikavälin sijoituskohde kuin kasvuyritykset. Viimeinen jako volatiilien ja vakaiden yhtiöiden välillä on myös sijoittajalle tärkeä asia hahmottaa. Volatiileilla yhtiöillä tarkoitetaan yhtiöitä, joiden osakekurssi heiluu voimakkaasti. Niiden avulla on siis teoriassa mahdollista saavuttaa korkeampia lyhyen aikavälin tuottoja kuin vakaiden yhtiöiden osakkeilla. (Hämäläinen 2003, 39-51.)

Kaiken kaikkiaan pitkällä aikavälillä mitattuna osake on ollut sijoitusinstrumenttina erittäin tuottoisa. Sijoittaja ei kuitenkaan elä ikuisesti, ja historiallista tuottoa tärkeämpää onkin ymmärtää eri osakkeiden erilaiset luonteenpiirteet. Millä tavalla erilaiset osakkeet reagoivat eri tilanteisiin? Miksi toiset osakkeet nousevat toisia enemmän ja miksi jotkin osakkeet korreloivat negatiivisesti toisiinsa nähden? Vain osakkeen luonteen ymmärtämisen kautta sijoittajan on mahdollista hyödyntää omassa strategiassaan sijoituskohteensa täysi potentiaali.

2.2 Osakekaupankäynnin vaiheet

Osakkeiden ostaminen on nykypäivänä yksityishenkilöille verrattain helppoa. Alkuun päästyä osakkeiden ostaminen ja myyminen onnistuu parhaimmillaan muutamassa sekunnissa omalta Internetpäätteeltä mistä hyvänsä maantieteellisestä sijainnista riippumatta. Itse asiassa osakevälittäjät ovat tehneet osakkeiden ostamisesta näennäisesti jo hieman liian helppoa, koska nopean toimeksiannon tekeminen voi helposti aiheuttaa ajattelemattomalle sijoittajalle turhia kustannuksia ja nakertaa sijoittajan pitkän aikavälin tuotto-odotusta. Sijoittajan on aina pyrittävä minimoimaan kustannukset. Jotta turhilta käytännön osakekaupankäyntiin liittyviltä kustannuksilta vältyttäisiin, sijoittajan olisi hyvä ymmärtää pelkän osto- ja myyntiprosessin lisäksi hieman myös kaupan toteutumiseen ja selvitykseen liittyviä prosesseja.

2.2.1 Arvo-osuustilin perustaminen

Osakekaupankäynnin aloittaminen alkaa arvo-osuustilin perustamisella. Arvo-osuusjärjestelmälain (17.5.1991/826) 1:3.1:n mukaisesti arvo-osuustilillä tarkoitetaan tilää arvo-osuusrekisterissä, mihin ostetut osakkeet eli arvo-osuudet kirjataan. Arvo-osuusrekisteriä ylläpitää kansallinen arvopaperikeskus Euroclear Finland Oy. Yksityishenkilö voi avata arvo-osuustilin joko suoraan arvopaperikeskukseen tai ns. tilinhoitajayhteisön kautta. Arvo-osuusjärjestelmälain 1:2b.1:n mukaan ”Tilinhoitajayhteisöllä tarkoitetaan yhteisöä, jolle on myönnetty oikeus tehdä kirjauksia arvo-osuusrekisteriin.” Käytännössä aktiivisen sijoittajan kannattaneekin perustaa arvo-osuustili tilinhoitajayhteisön kautta (esim. Nordea Pankki Suomi Oyj tai Nordnet Bank Ab), koska tilinhoitajayhteisöjen kautta toimeksiantojen tekeminen on helpompaa ja usein edullisempaa. Arvo-osuustiliä perustettaessa on sijoittajalla oltava myös pankkitili mahdollisia osinkoja sekä rahansiirtoja varten. Käytännössä arvo-osuustilin perustaminen tarkoittaa muutamien kaavakkeen täyttämistä. Uuden arvo-osuustilin avaaminen on nykyisin lähes aina maksutonta, mutta arvo-osuustilille merkittyjen arvo-osuuksien säilyttämisen kustannukset vaihtelevat tilinhoitajayhteisöittäin.

2.2.2 Osakekaupan toteuttaminen

Kun arvo-osuustili on perustettu, osakkeiden osto- ja myynti toimeksiantojen tekeminen onnistuu joko puhelinsoitolla meklarille, käynnillä tilinhoitajayhteisön konttorissa paikan päällä, internetin välityksellä tai nykyään jopa mobiilipäätteen avulla, riippuen kulloisenkin tilinhoitajayhteisön tarjoamista palveluvaihtoehdoista.

Sijoittajan annettua osto- tai myynti toimeksiannon tilinhoitajayhteisölle, toimeksianto lähetetään oikealle markkinapaikalle, jossa se joko johtaa kaupan toteutumiseen tai ei. Kaupan toteutuminen riippuu muista markkinapaikalla samalla hetkellä voimassa olevista toimeksiannoista. Sijoittajan on hyvä tietää, että toimeksiantojen toteutumiseen vaikuttavia kriteereitä on mahdollista myös muokata tietyissä rajoissa. Sijoittajan on mahdollista vaikuttaa esim. toimeksiannon voimassaoloaikaan markkinapaikalla, sekä sen toteutumiseen kokonaisuutena tai ns. osatoteutuksena.

Helsingin pörssiin listattujen osakkeiden osto- ja myynti toimeksiannoista huolehtii Nasdaq OMX konsernin tytäryhtiön Nasdaq OMX Nordic:n alaisuudessa toimiva Nasdaq OMX Helsinki (Nasdaq OMX Nordic 2011a.). Osakkeilla on mahdollista käydä kauppaa Helsingin pörssissä kaupankäyntipäivinä klo 10:00-18:30 välillä. Merkille pantavaa on se, että viimeisen viiden minuutin aikana toimeksiannot eivät toteudu automaattisesti ns. huutokaupan takia. Huutokauppa päättyy satunnaisesti muutamaa sekuntia ennen pörssin sulkeutumista, jolloin päivän päätöskurssiksi muodostuu se hintataso, jolla huutokaupassa toteutuu eniten kauppvoja. Pörssi on auki pääsääntöisesti aina maanantaista perjantaihin. (Nasdaq OMX Nordic 2011b.) Markkinoiden toimivuus, luotettavuus ja tasapuolinen kohtelu kaikkia markkinaosapuolia kohtaan on ehdoton edellytys markkinoiden uskottavuuden ylläpitämiseksi. Nasdaq OMX Nordic:lla onkin oma markkinavalvontayksikkönsä Helsingin pörssissä valvomassa eri markkinaosapuolien toimintaa sääntöjen sallimilla tavoilla sekä tarpeen vaatiessa käynnistämässä asianmukaiset prosessit, mikäli sääntöjä ei noudateta (Nasdaq OMX Nordic 2011c.).

Monia Helsingin pörssiin listattuja osakkeita, kuten Nokia, on listattu myös muille markkinapaikoille. Lisäksi useimmat tilinhoitajayhteisöt tarjoavat sijoittajille mahdollisuutta käydä kauppaa myös verrattain uusilla nk. vaihtoehtoisilla markkinapaikoilla, kuten esim. Burgundy. Tällöin sijoittajan on syytä olla tarkkana mistä osakkeensa ostaa, sillä vaihtoehtoiset markkinapaikat ovat usein epälikvidimpiä kuin Helsingin pörssi. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että vaihtoehtoisilla markkinapaikoilla voi osakkeilla olla sijoittajan näkökulmasta korkeampi ostohinta ja matalampi myyntihinta, kuin likvidemmällä markkinapaikoilla. Kustannusten minimointia ajatellen, sijoittajan on epäsuotuisaa ostaa osake epälikvidiltä markkinapaikalta, koska osakkeen osto- ja myyntikurssin erotus (engl. spread) on suurempi kuin likvidemmällä markkinapaikalla. Näihin nk. piileviin kustannuksiin palataan kuitenkin myöhemmin omassa kappaleessaan.

2.2.3 Kaupan selvitysprosessi

Helsingin pörssin osakekauppojen selvitys tapahtuu kansallisen arvopaperikeskuksen Euroclearin omassa selvitysjärjestelmässä. Euroclearin järjestelmä koostuu kahdesta pääjärjestelmästä, OM- ja RM-järjestelmästä. Kaikkien Helsingin pörssin kaupankäyntijärjestelmissä noteerattujen osakkeiden selvitys tapahtuu OM-järjestelmään kuuluvassa omassa HEXClear-järjestelmässä. HEXClear-järjestelmässä selvitetään lisäksi mm. kaupankäyntijärjestelmissä noteerattuja warrantteja, optiotodistuksia, rahasto-osuuksia ja joukkovelkakirjalainoja. (Euroclear 2009a.) RM-järjestelmässä selvitetään pääasiassa vieraan pääoman ehtoisia arvo-osuuksia (HE 28/2000 1.johdanto).

Kun sijoittajan kauppa on vahvistunut Helsingin pörssin kaupankäyntijärjestelmässä, se välittyy automaattisesti HEXClear-järjestelmään selvitystä varten. Mikäli sijoittaja käy kauppaa jollain toisella markkinapaikalla, millä ei ole sopimusta voimassa kauppojen automaattisesta välittymisestä Euroclearin kanssa, kaupan molempien selvitysosapuolien täytyy kirjata kauppa itse HEXClear-järjestelmään. (Euroclear 2009b.)

Helsingin pörssikauppojen selvitysaika on t+3, mikä tarkoittaa sitä, että kaupan selvitys tapahtuu kolmen selvitysrekisteripäivän kuluttua siitä päivästä, jolloin kauppa on vahvistunut pörssin kaupankäyntijärjestelmässä. Viikonloput eivät koskaan ole selvitysrekisteripäiviä. (Euroclear 2009b.) Käytännössä tämä näkyy sijoittajalle niin, että arvo-osuudet ja arvo-osuuksien kaupasta sovittu rahamäärä vaihtavat omistajaa kolmantena päivänä eli nk. selvityspäivänä. Useimmat tilinhoitajayhteisöt kuitenkin varaavat rahat, sekä myyvät arvo-osuudet asiakkailtaan jo kaupapäivänä heti kaupan vahvistuttua ja lisäävät ostajalle osakkeet näkyviin omiin järjestelmiinsä, sekä myyjälle rahat rahatilin saldoon myöhempää käyttöä varten heti kaupan vahvistuttua. Tämän takia sijoittajan on oltava tarkkana, ettei hän nosta arvo-osuuksien myynnistä saatuja rahoja pois tilinhoitajayhteisönsä rahatililtä ennen virallista selvityspäivää. Muutoin asiakas käytännössä lainaa rahat tilinhoitajayhteisöltään, jonka seurauksena hänelle koituu lainakorkoa maksettavaksi virallisen selvityspäivän ja rahojen nostopäivän väliseltä ajalta. Arvo-osuuksia ostanut sijoittaja voi kuitenkin huoletta myydä heti kaupan vahvistuttua ostamansa arvo-osuutensa pois, sillä myytävien arvo-osuuksien selvityspäivä on tällöin sama kuin ostettujen arvo-osuuksien. Tällöin sijoittajalle ei muodostu nk. arvo-osuuksien lyhyeksi

myyntiä. Arvo-osuuksien lyhyeksi myynnillä tarkoitetaan sellaisten arvo-osuuksien myyntiä, joita sijoittaja ei oikeasti omista.

2.3 Helsingin pörssissä toimivat osakevälittäjät

Suomessa on noin 15 finanssialan yritystä, jotka tarjoavat piensijoittajille osakevälityspalveluita. Palveluntarjoajat ovat erikokoisia ja pyrkivät tyydyttämään erilaisten asiakastyypin tarpeita. Pääsääntöisesti osakevälityspalveluita tarjoavat yritykset voidaan jakaa kuitenkin kahteen pääryhmään: perinteisiin suuriin finanssikonserneihin eli kivijalkapankkeihin ja erikoistuneisiin Internetvälittäjiin. Kilpailu osakevälitystoiminnan suhteen Suomessa on tiukentunut viime vuosina. Erikoistuneet Internet välittäjät kohdistavat kilpailunsa erityisesti uusasiakkaisiin, kun taas kivijalkapankkien on nähty tehostavan palvelutarjoomiaan säilyttääkseen vanhat asiakkaansa ja vastatakseen internetvälittäjien tuomiin uusiin, yksinkertaisiin ja edullisiin kaupankäyntisovelluksiin. Seuraavissa alaluissa tutustutaan kivijalkapankkien ja internetvälittäjien eroihin ja palvelumahdollisuuksiin. (Hämäläinen, Leino & Melender 5/2011, 20-29.)

2.3.1 Kivijalkapankit

Kivijalkapankki on moderni termi perinteiselle finanssikonsernille, jonka pääliiketoiminta on muuta kuin osakevälittämistä. Aikaisemmin nämä suurpankit ovat erottuneet erikoistuneista Internetvälittäjistä siten, että he ovat tarjonneet osakevälitystä lähinnä fyysisesti pankissa eikä verkossa. Asiakas on voinut jättää esimerkiksi pankkikonttorissa toimeksiannon sijoitusneuvojalleen. Toimeksiannon jättäminen on ollut näin myös huomattavasti kalliimpaa kuin Internet toimeksiannon jättäminen. Viimevuosina kivijalkapankit ovat kuitenkin ottaneet kehityksen askeleen ja monipuolistaneet online osakekaupankäyntijärjestelmiään ja sitä kautta laskeneet kaupankäyntihintojaan. Tästä johtuen kivijalkapankkien osakevälityspalvelut ovat tulleet houkutteleviksi erityisesti sijoittajille, jotka haluavat keskittää finanssiasiakkuutensa yhdelle palveluntarjoajalle. Lisäksi suurpankkien vanhoilla asiakkailla ei ole ollut enää niin suurta tarvetta siirtyä erikoistuneen Internetvälittäjän asiakkaaksi. Klassisia kivijalkapankkeja ovat mm. Nordea, OP-Pohjola ja Ålandsbanken. (Hämäläinen ym. 5/2011, 20-29.)

Menestyäkseen osakevälittäjänä palveluiden ei tarvitse sopia kaikille. Kuten kaikki välittäjät myös kivijalkapankit ovat valinneet juuri sen asiakaskunnan, jota he tavoittelevat. Terhi Kaunisto-Sjölund Ålandsbankenista kiteyttää heidän näkemyksensä osakevälityspalvelutoiminnasta mainitsemalla, että osakevälityspalvelu on heille luonnollinen osa Ålandsbankenin kokonaispalvelua sijoituspuolella. Heidän osakevälitystoiminnan tyypillisiä käyttäjiä ovat Private Banking ja Premium Banking asiakkaat. Tämä on hyvä esimerkki tyypillisestä kivijalkapankkien ratkaisumallista, jossa osakevälitystoiminnalla ei pyritä kilpailemaan suoranaisesti edullisemmilla hinnoilla tms. muita välittäjiä vastaan, vaan pyritään luomaan asiakkaalle mahdollisimman soveltuva kokonaisratkaisu. (Hämäläinen ym. 5/2011, 20-29.)

2.3.2 Erikoistuneet Internetvälittäjät

Erikoistuneet Internetvälittäjät ovat nimensä mukaisesti täysin tai ainakin pääosin verkossa osakevälityspalveluita tarjoavia yrityksiä. Lisäksi näiden yritysten pääliikevaihto muodostuu juuri online välityspalveluiden tarjonnasta. Erikoistumisessa Internetvälittäjäksi on se etu, että välittäjän kauppakohtaisten kustannusten painaminen alas on helpompaa ja sitä kautta asiakkaalle pystytään tarjoamaan tavallista edullisempia kaupankäyntikomissioita. (Hämäläinen ym. 5/2011, 20-29.)

Erikoistuneista Internetvälittäjistä Nordnet on hyvä esimerkki laajan asiakassegmentin puhtaasta osakevälittäjästä Suomessa. Se pystyy keskittymään täydellisesti palvelemaan osakesijoittajaa ilman, että yrityksen täytyisi pohtia sitä, voisiko asiakas mahdollisesti sijoittaa varansa johonkin muuhun yritykselle tuottoisampaan kohteeseen kuin osakesijoitukseen, kuten esimerkiksi oman talon rahastoon. Tämä yksinkertaistaa ja selkeyttää välittäjän toimintamallia ja sitä kautta se pystyy keskittymään enemmän asiakkaan palvelemiseen. (Hämäläinen ym. 5/2011, 20-29.)

FIM puolestaan on esimerkki Internetvälittäjästä, joka on keskittynyt erittäin kapeaan segmenttiin: aktiivisiin sijoittajiin. FIM tarjoaa Suomen mittakaavassa erittäin alhaisia kaupankäyntikomissioita, kunhan sijoittaja käy riittävän paljon kauppaa vuosineljänneksessä. Palvelumallillaan FIM pyrkii palvelemaan ammattimaisia aktiivisia sijoittajia, jotka käyvät käytännössä päiväkauppaa tai päivänsisäistä kauppaa. Nordnetia ja FIM:ä verrat-

taessa huomaa hyvin kuinka erilaisia myös erikoistuneet Internetvälittäjät voivat olla. Siinä missä Nordnet on valinnut strategiakseen suuremman asiakaskunnan ja pienemmät asiakaskohtaiset tulot, FIM taas on valinnut strategiakseen kapeamman asiakasryhmän, mutta suuremmat asiakaskohtaiset tulot. (Hämäläinen ym. 5/2011, 20-29.)

Täydellisen osakevälittäjän mallia ei tiettävästi ole olemassa. Osakevälitystä tarjoavat yritykset tasapainoilevat sen välillä, miten ja millä tavalla he haluavat palvella nykyisiä ja potentiaalisia asiakkaitaan, sekä miten osakevälitys on linjassa yrityksen muun liiketoiminnan kanssa. Sitä kautta he muodostavat osakevälityspalvelumallin, joka soveltuu juuri heidän yrityksensä strategiaan. On selkeää, että suurten kivijalkapankkien osakevälityspalvelut ovat enimmäkseen keino palvella nykyisen asiakaskuntansa aktiivisimpia sijoittajia. Internetvälittäjät puolestaan ovat suhteellisen uusia yrityksiä kivijalkapankkeihin verrattuna. Heille on luonnollista keskittyä uusasiakaskasvuun. Tämän johdosta Internetvälittäjät pyrkivät kilpailemaan usein suoraan hinnoilla, sekä tavoittelevat melko tarkasti rajattuja asiakasryhmiä. (Hämäläinen ym. 5/2011, 20-29.)

3 Sijoittamisen koulukunnat

Tässä luvussa tutustutaan tarkemmin aktiivisiin ja passiivisiin sijoittajiin, sekä heidän erilaisiin keinoihinsa tavoitella tuottoa markkinoilla. Lisäksi tutustutaan suomalaisen sijoittajan yleisprofiiliin ja valotetaan sitä, minkä tyyppisiä suomalaiset ovat sijoittajina. Sijoittaminen on käsitteenä laaja, mutta se on jaettavissa eri aatteiltaan kahdenlaisiin sijoittajiin: aktiivisiin ja passiivisiin. Aktiivisten sijoittajien koulukunnan kirjo on suuri, sillä markkinoiden ylituottoa tavoittelevia sijoitusmenetelmiä on lukematon määrä. Jotkut tavoittelevat markkinoita keskimääräistä suurempaa voittoa erilaisilla teknisillä työkaluilla. Toiset taas seuraavat yritysten tilinpäätöksiä ja niiden tuloskehitystä. Lisäksi monet pyrkivät hyödyntämään tehottomilla markkinoilla yksinkertaisia, mutta toimivia lainalaisuuksia, kuten esimerkiksi nopeutta. Passiivisia sijoittajia puolestaan voidaan mieltää luonteeltaan yhtenäisemmäksi ryhmäksi, sillä jokainen passiivinen sijoittaja puhuu markkinoiden yleisen kehityksen puolesta ja näin ollen passiivisessa sijoittamisessa mielikuvitukselle jää huomattavasti vähemmän tilaa, kuin aktiivisessa sijoittamisessa.

3.1 Aktiivinen sijoittaminen

Aktiivinen sijoittaminen ei ole uusi keksintö yrittää vaurastua. Markkinoiden ylituottoa etsiviä sijoittajia on luultavasti ollut jo silloin kun ensimmäiset pörssit pystytettiin. Yksi varhaisen ajan osakespekuloijista on vuonna 1877 syntynyt amerikkalainen Jesse Livermore. Hän aloitti osakemarkkinoiden parissa 14 -vuotiaana ja oli aikansa suurimpia ammattilaispekuloijia. Livermore aloitti tyhjästä ja hänen uransa kohokohta oli noin 100 miljoonan silloisen dollarin tuotto, jonka hän saavutti lyhyeksi myymällä rahoitusinstrumentteja vuoden 1929 markkinaromahduksen aikana. Livermore on edelleen maailmankuulu sijoittajien keskuudessa. (Lefevre 1997, 2-11.)

Aktiivisen sijoittamisen suurin puolestapuhujaryhmä ovat kaikki ne ammattilaiset, jotka ansaitsevat elantonsa joko suoraan markkinoiden heilahteluiden avulla tai välillisesti niihin liittyvän toiminnan kautta. Taloustieteilijän Burton G. Malkielin mukaan markkinoiden satunnaisuudesta puhuttaessa ammattilaiset perustelevat kantaansa yleisesti joko perusteanalyysillä tai teknisellä analyysillä. Tekninen analyysi perustuu pörssikursseista muodostettujen kuvaajien ja kaavioiden tulkintaan. Teknisen analyysin soveltajat tutki-

vat osakkeiden historiallista hintakehitystä ja kaupankäynnin volyyymiä saadakseen niistä käsityksen osakekurssien tulevasta hintakehityksestä. Perusteanalyttikot puolestaan pyrkivät muodostamaan käsityksen osakkeiden reaaliarvoista. He kiinnittävät arvomuodostuksessa huomiota mm. yrityksen tuloskehitykseen, osingonjaon kasvun nopeuteen, yleiseen korkotasoon sekä riskiin. Siinä, missä teknisen analyysin kannattajat painottavat psykologian ylivoimaa markkinoilla, perusteanalyttikot puolestaan luottavat markkinoiden järkeen ja uskovat pörssin loppujen lopuksi heijastavan aina osakkeen reaaliarvoa. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että mikäli perusteanalyttikko löytää osakkeen, jonka markkinahinta on alhaisempi kuin sen reaaliarvo, hän uskoo osakkeen hinnan kehittyvän positiivisesti tulevaisuudessa. (Malkiel 2007, 24, 105-106.)

Teknisen- ja perusteanalyysin lisäksi on kuitenkin myös lukuisia muita aktiivisen sijoittamisen vaihtoehtoja, joilla sijoittajat pyrkivät hyötymään markkinavaihteluista. Monet näistä pohjautuvat suoraan teoriaan markkinoiden informaatiotehottomuudesta eli tiedon epätasaisesta jakautumisesta. Markkinoiden tehokkuus ei ole kuitenkaan yksiselitteinen asia. Niskasten mukaan rahoitusmarkkinoiden informaatiotehokkuus voidaan jakaa kolmelle eri tasolle: heikolle, puolivahvalle ja vahvalle tehokkuustasolle. Nämä tasot kuvaavat sitä, kuinka erilainen informaatio heijastuu välittömästi osakkeiden hintoihin. Heikolla tasolla osakkeiden hintoihin sisältyy kaikki historialliseen kurssikehitykseen sisältyvä tieto. Tällöin markkinoita tavallista suurempien tuottojen tavoittelu teknisen analyysin avulla on mahdotonta, koska jokaisella sijoittajalla on hallussaan aina sama informaatio. Huomioitavaa on kuitenkin se, että tämän väitteen paikkansa pitävyys vaatii, että jokaisen sijoittajan on myös osattava hyödyntää historiallista hintakehitystietoa yhtä tehokkaasti ja nopeasti. Heikolla tasolla perusteanalyysin hyödyntäminen on kuitenkin mahdollista. Puolivahvalla tasolla myös kaikki julkisesti saatavilla oleva informaatio heijastuu heti julkistamisen jälkeen osakkeiden hintoihin. Tällöin teknisen analyysin lisäksi myös perusteanalyysi olisi hyödytöntä, mikäli kaikki sijoittajat olisivat yhtä tehokkaita ja nopeita. Vahva taso sisältää kahden ensimmäisen tason lisäksi vielä sen oletuksen, että osakkeisiin on jokaisena hetkenä hinnoiteltu myös julkistamaton sisäpiiritieto. Mikäli jokin markkina saavuttaisi tehokkuudeltaan vahvan tason, se tarkoittaisi sitä, että markkinoilta ei olisi mahdollista saada ylituottoa. Vahva taso on tehokkuuden käsitteistä kuitenkin kaikkein absurdein, sillä sisäpiiritieto on luonteeltaan

informaatiota, joka ei voi saavuttaa kaikkia sijoittajia samanaikaisesti. (Niskanen & Niskanen 2007, 38-39.)

Vaikka markkinat saavuttaisivat minkä tahansa edellä mainituista informaatiotehokkuuden tasoista, markkinoiden ylituottojen saavuttamismahdollisuuksien eliminoimiseksi tarvitsisi kaikkien sijoittajien olla yhtä nopeita ja tehokkaita. Kaikki sijoittajat eivät tähän kuitenkaan usko, sillä aktiivisten sijoittajien joukosta löytyy myös mm. nopeutta hyödyntäviä sijoittajia, kuten arbitraasisijoittajia ja uutissijoittajia. Arbitraasisijoittajilla tässä yhteydessä tarkoitetaan rahoitusinstrumenttien tilapäisiä hinnoittelueroja eri markkinoilla hyödyntäviä sijoittajia. Uutissijoittajat taas pyrkivät ennakoimaan tietyn tulevan tapahtuman vaikutuksen osakkeenhintaan ja tapahtuman toteutuessa olemaan siinä muita sijoittajia nopeampia.

3.2 Passiivinen sijoittaminen

Passiivisen ja aktiivisen sijoittamisen paremmuuskeskusteluun saatiin sytykettä vuonna 1975, kun tunnettu sijoituskonsultti Charles Ellis julkaisi Yhdysvalloissa artikkelin ”The Loser’s Game” (suom. häviäjien peli). Tunnetussa artikkelissaan hän nosti esille sen, että aktiiviset salkunhoitajat eivät todellisuudessa tilastojen valossa pärjää vertailuindekseilleen. Tämä oli hämmentävää myös siksi, että väite tuli sijoituskonsultin suusta. Ellisin teoriaa puoltaa myös toinen tunnettu passiivisen sijoittamisen legenda, sijoitusyhtiö Vanguard Groupin perustaja ja entinen toimitusjohtaja John C. Bogle. Bogle esitti mm. että passiivisen sijoittamisen täytyy voittaa aktiivinen sijoittaminen, koska viimekädessä osakeindeksi heijastaa tarkasti aina sen kohde-etuutena olevien osakkeiden hintoja, joten indeksin tuotot ovat ekvivalentteja kaikkien indeksin mukaisesti painotettujen osakekorien tuottojen kanssa. Lisäksi koska aktiivisesta sijoittamisesta syntyy kustannuksia, täytyy passiivisen sijoittamisen tuottaa kulujen jälkeen enemmän. (Ellis 1975, Bogle 2001.)

Passiivinen sijoittaminen lähtee siitä oletuksesta, että markkinat ovat satunnaiset ja informaation liikkuvuus markkinoilla on tehokasta. Kuten aktiivisen sijoittamisen, myös passiivisen sijoittamisen puolestapuhujia on paljon. Suomalaisiin passiivisen koulukunnan edustajiin kuuluu mm. Marko Erola, joka perustelee kirjassaan Paras sijoitus passiiv-

vista sijoittamista aktiivista paremmaksi vaihtoehdoksi siksi, että aktiivinen sijoittaminen johtaa vain sijoittajan kannalta korkeampiin kustannuksiin ja siten keskimääräistä alhaisempiin tuottoihin. Vaikka moni passiivinen sijoittaja myöntää markkinoiden tehostumuuden ja sitä kautta syntyvät hinnoitteluvirheet, he kuitenkin uskovat virheiden olevan niin lyhytaikaisia ja marginaalisia, että niiden etsimisestä muodostuu enemmän kustannuksia kuin tuottoja. Erola summaakin asian kirjassaan hyvin muistuttamalla, että sijoittajan on aina oltava tarkkana, sillä informaation kerääminen ja analysointi tuo mukanaan aina myös kustannuksia. (Erola 2009, 53-79.)

Passiiviset sijoittajat eivät yritä voittaa markkinoita. He yrittävät minimoida sijoittamisesta koituvat kustannukset ja sijoittavat rahansa pääosin passiivisesti hoidettuihin indeksirahastoihin. Indeksirahastolla tarkoitetaan rahastoa, joka seuraa tietyn kohdeetuudeksi valitun indeksin kehitystä ja pyrkii saavuttamaan mahdollisimman tarkasti indeksiä vastaavan tuoton. Indeksirahastoja verrataan nk. tracking error –tunnusluvulla. Tunnusluku mittaa indeksirahaston ja kohdeindeksin eroa. Mitä parempi indeksirahasto on, sitä tarkemmin se seuraa kohdeindeksiään. (Morningstar 2012, Erola 2009, 53-79.)

3.3 Suomalainen osakesäästäjä

Pörssisäätiön keväällä vuonna 2011 julkaiseman kotitalouksien säästämistutkimuksen mukaan keskimääräisen suomalaisen sijoitusaikeita omaavan osakesijoittajan portfolio oli arvoltaan noin 5000 euroa (mediaani 4754,10 e). Noin 38 %:lla tutkimukseen vastanneista pörssisalkun arvo sijoittui 2000-10000 euron välimaastoon. Toiseksi suurimman ryhmän (n.37 % vastanneista) muodostavat 0-1999 euron suuruisen arvopaperisalkun omistajat. Kaiken kaikkiaan kysely tehtiin 1022 henkilölle ja kyselyyn arvopaperisalkun arvosta vastauksia saatiin 320 kpl. Tutkimuksessa todettiin kuitenkin, että ”näyte on valtakunnallisesti edustava, ja haastateltavat edustavat Suomea, sekä maantieteellisesti, että iän ja sukupuolen mukaan.” Kohderyhmänä tutkimuksessa olivat 18-69 vuotiaat yksityishenkilöt. (Pörssisäätiö 2011a.)

Tyypillinen suomalainen osakesäästäjä on suurituloinen, korkeasti koulutettu, yli 64-vuotias eläkeläinen. Luonteeltaan suomalaista osakesäästäjää voisi kuvailla pitkäjänteiseksi sijoittajaksi, jonka osakesijoitusten omistusaikaväli on yli kymmenen vuotta (36 % vastanneista). (Pörssisäätiö 2011a.) Suomalaiset tuntuvat olevan siis pääosin kylmähermoisia sijoittajia, joiden näkemystä useampien vuosienkaan mittaiset markkinavaihtelut eivät horjuta. Ainakin hyvin harva uskaltaa tunnustaa ostaneensa tai myyneensä osakkeita hetkellisten markkinahuumien aikoina, vaikka tilastoista sekä suurista kurssi- vaihteluista voisi olettaa toisin. Esimerkiksi arvopaperikeskus Euroclearin tilastojen mukaan finanssikriisin seurauksena vuoden 2008 puolivälissä yksityissijoittajien määrä osakkeiden omistajina putosi alhaisimmilleen koko 2000-luvulla. Kuitenkin jo vuotta myöhemmin muutamien suurten yritysten, kuten Fortumin ja Pohjola Pankin omistajamäärät olivat kasvaneet liki 50 %. (Pörssisäätiö 2009b.)

Keskimäärin 59 % suomalaisista pörssiosakkeiden omistajista on aloittanut osakesijoittamisen ostamalla itse ensimmäisen osakkeensa. Viidennes on saanut lahjaksi ensimmäisen osakkeensa ja vain 7 % perinyt ensimmäisen osakkeensa. (Pörssisäätiö 2011a.) Euroclearin 30.6.2011 julkaiseman tilaston mukaan kotitalouksien suosituimpia osakkeita ovat Nokia Oyj ja Elisa Oyj. Molemmilla yrityksillä on noin 200 000 kotitalousomistajaa. (Euroclear 2011c.) Suhteutettuna koko liikkeeseen laskettuun osakemäärään kotitalouksien omistus Nokiasta jää kuitenkin alle kymmeneen prosenttiin, mutta Elisän omistajista kotitalouksia on lähes kolmannes (Pörssisäätiö 2011a). Elisän suurelta tuntuva omistuspohja perustuneen kuitenkin vahvasti siihen, että monen suomalaisen kotitalouden hallussa olleita Helsingin Puhelinyhdistyksen osuuksia vaihdettiin 1990-luvun lopussa Elisän osakkeiksi (Elisa 2006).

Sukupuolijakaumaa tutkittaessa voidaan todeta tyypillisen suomalaisen osakesäästäjän olevan mies. Pörssiyrityksien kotitalousomistajista noin kaksi kolmasosaa on miehiä. Miehet omistavat myös suhteessa enemmän osakkeita kuin naiset. Naisten suosituimmat pörssiyritykset ovat Stockmann Oyj, Marimekko Oyj ja Elisa Oyj. Miesomistajien suosikkeja taas ovat Geosentric Oyj, Turkistuottajat Oyj ja Nurminen Logistics Oyj. (Euroclear 2011c.)

Kaiken kaikkiaan suomalaista sijoittajaa ei turhaan yleistetä passiiviseksi osakesäästäjäksi. Lähes 90 % pörssiosakkeiden omistajista mieltää itsensä pitkäaikaissijoittajaksi ja vain 12 % pyrkii hyödyntämään kurssivaihteluita myymällä ja ostamalla osakkeita aktiivisesti. Tähän mennessä osakkeiden omistus Suomessa on ollut yleisempää vanhojen ihmisten keskuudessa, mutta tämä trendi voi laskea pitkällä tähtäimellä. (Pörssisäätiö 2011a.) Yhä useammat nuoret tuntuvat olevan valveutuneempia varallisuudestaan, ja myös rahoitusalan yritykset ovat alkaneet entistä enemmän tavoittelemaan nuorempia kohderyhmiä. Etenkin pankit tuntuvat ohjaavan entistä nuorempia ihmisiä säästämisen ja sijoittamisen poluille. Lisäksi osakesäästämisen aloittamisesta on tullut teknisesti helpompaa online-osakevälittäjien lisääntymisen ja alan yleisen kilpailun kasvun myötä. Arvo-osuustilin perustaminen onnistuu nykyään kotisohvalta. Viimeaikoina on noussut pintaan myös mielenkiintoisia trendejä osakesäästämisen parissa, joilla on varmasti oma vaikutuksensa osakeomistajien keski-ikään. Näistä mainittakoon arvo-osuustilin avaaminen vastasyntyneille lapsille, sekä arvo-osuuksien lahjoitus merkkipäivinä nk. tavallisen lahjan sijasta.

4 Sijoittamisen kustannukset

Tässä luvussa käydään läpi osakekaupankäynnistä sijoittajalle koituvia erilaisia kustannuksia. Pääsääntöisesti osakekaupankäyntiin liittyvät kustannukset voidaan jakaa kolmeen pääryhmään: välillisiin, välittömiin ja piileviin kustannuksiin. Välilliset kustannukset eivät aiheudu suoranaisesti kaupankäynnistä, vaan ovat enemmän hallinnollisia kustannuksia, joita maksetaan, harjoittipa sijoittaja kaupankäyntiä tai ei. Välilliset kustannukset ovat myös usein kiinteämuotoisia. Välittömät kustannukset taas ovat suoria kaupankäynnistä johtuvia kustannuksia ja yleensä progressiivisia eli verrannollisia siihen, kuinka paljon ja minkälaista kauppaa sijoittaja harjoittaa. Myös sijoituskohteella sekä markkinapaikalla on usein merkitystä välittömien kulujen suuruuteen. Piilevät kustannukset ovat huomaamattomia markkinakustannuksia, joita sijoittaja ei suoranaisesti maksa kenellekään, mutta jotka kuitenkin laskevat hänen tuotto-odotustaan ja on siten syytä huomioida sijoituspäätöksiä tehtäessä. Pääasiassa välilliset ja välittömät kustannukset ovat välittäjän perimiä maksuja ja ovat siten kilpailutettavissa. Piilevät kustannukset sen sijaan ovat varsin pitkälti markkinalähtöisiä ja useimmiten samat kaikille välittäjästä riippumatta.

4.1 Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot

Välillisiin kustannuksiin kuuluvat mm. hallinnointi- ja säilytyspalkkiot, jotka ovat osakevälittäjien perimiä palkkioita asiakkaan arvo-osuustiliin liittyvistä maksuista. Pelkästään osakekauppaa harjoittavilta sijoittajilta osakevälittäjät perivät yleensä kuukausittaisen palkkion arvo-osuuksien säilyttämisestä. Lisäksi mahdollisista arvo-osuuksien siirroista tilinhoitajalta toiselle veloitetaan usein palkkio, joka saattaa olla piensijoittajalle melko merkittäväkin. Jotkut välittäjät voivat periä maksun myös arvo-osuustilin avaamisesta, mutta tämä on nykypäivänä varsin harvinaista.

Osakevälittäjien perimät hallinnointi- ja säilytyspalkkiot ovat usein kiinteämuotoisia. Niistä siis muodostuu sitä pienempi osuus kokonaiskustannuksista mitä aktiivisemmin ja mitä suuremmalla pääomalla sijoittaja osakekauppaa harjoittaa. Yleisesti ottaen hallinnointi- ja säilytyspalkkiot lienevät aktiiviselle sijoittajalle melko pieni kustannuserä verrattuna kaupankäynnistä koituviin välittömiin kustannuksiin. Passiiviselle sijoittajalle

säilytyspalkkioista voi kuitenkin muodostua pitkän ajan saatossa merkittävä osuus kokonaiskustannuksista. Säilytyspalkkiot ovat viimekädessä kuitenkin sijoittajalle täysin vältettävissä olevia maksuja, koska läheskään kaikki osakevälittäjät eivät peri säilytysmaksuja. Varsinkin passiivisen sijoittajan on syytä ottaa tämä seikka huomioon omaa osakevälittäjää valittaessa.

Muita välillisiä kustannuksia, joita sijoittajan olisi syytä huomioida kokonaiskustannuksissa, ovat kaikki vapaaehtoiset oheiskustannukset esim. markkina-informaatioon, kuten uutistiedotteisiin ja reaaliaikaisten kurssien tilaamiseen liittyvät kustannukset sekä kaupankäyntialustojen käyttöoikeusmaksut. Myös kaikki nämä ovat välittäjien perimiä maksuja, jotka on hyvä kilpailuttaa, sillä varsinkin kivijalkapankkien ja erikoistuneiden internetvälittäjien välillä on merkittäviä hintaeroja näiden ns. tilauspalveluiden osalta.

4.2 Välityspalkkiot ja kannustinjärjestelmät

Osakevälittäjät perivät maksun siitä, että ottavat asiakkaan myynti- tai osto toimeksiannon vastaan ja lähettävät sen eteenpäin pörssiin. Tätä toimenpidettä kutsutaan toimeksiantopalkkioksi tai yleisesti välityspalkkioksi. Välityspalkkiot ovat tyypillisiä välittömiä osakekaupankäynnin kustannuksia. Välityspalkkio peritään yleensä jokaisesta toimeksiannosta, joka on vahvistunut pörssin kaupankäyntijärjestelmässä. Jo voimassaolevan toimeksiannon muuttamisesta ei yleensä ole tapana periä erillistä maksua. Eri välittäjät käyttävät erilaisia menetelmiä välityspalkkion suuruuden laskemiseksi. Yleisesti ottaen välittäjillä on käytössä kolme eri laskumenetelmää ja kaksi eri aktiivisuus- tai kannustinjärjestelmää, joissa kaikissa on kuitenkin sama perusidea: mitä enemmän toimeksiantoja asiakas tekee tietyn aikavälin sisällä sitä edullisemmaksi muodostuvat hänen tulevat välityspalkkionsa.

Ensimmäinen laskumenetelmä on kiinteä laskutapa, jossa välittäjä veloittaa kiinteän euromääräisen hinnan jokaisesta toimeksiannosta. Tämä laskutapa suosii sijoittajia, jotka tekevät sijoituksiaan harvemmin ja suurina kertasijoituksina. Vastaavasti kyseinen laskutapa on epäedullinen niille, jotka tekevät useita pieniä sijoituksia. Deutsche Bank on esimerkki kiinteän laskutavan välittäjästä Suomen osakemarkkinalla. (Deutsche Bank, 2.)

Toinen laskumenetelmä on prosenttimääräinen laskutapa, jossa välittäjä veloittaa asiakkaaltaan prosenttimääräisen osuuden jokaisesta toimeksiannosta. Välityspalkkion suuruus lasketaan lähetetyn toimeksiannon markkina-arvosta: $P \cdot Q \cdot Z$, jossa P on osakkeen hinta, Q osakkeiden määrä ja Z välittäjän veloittama prosenttiosuus. Puhdas prosenttimääräinen laskutapa olisi sijoittajille ikään kuin vastakohta kiinteälle laskutavalle, sillä prosentuaalinen laskutapa suosii aktiivisia pieniä sijoittajia ja on vastaavasti taas epäedullinen suurille sijoittajille. Puhdasta prosentuaalista laskutapaa ei kuitenkaan ole tietävästi yleisesti käytössä Suomen osakemarkkinalla. Sen sijaan välittäjien suosituin laskumenetelmä on prosentuaalinen laskutapa sillä lisäehdolla, että mikäli prosentuaalisella laskutavalla saatu euromääräinen summa jää tietyn kiinteän euromääräisen rajan alle veloitetaan kiinteä euromääräinen summa. Prosenttimääräisen laskutavan omaavista välittäjistä mainittakoon esimerkiksi Sampo Pankki. (Sampo Pankki 2010.)

Kolmas laskumenetelmä on ikään kuin yhdistelmä kahdesta ensimmäisestä laskumenetelmästä. Siinä välittäjä veloittaa kiinteän euromääräisen summan ja sen lisäksi prosenttimääräisen veloituksen. Tätä menetelmää voidaan ehkä luonnehtia aikaisempia tasapuolisemmaksi erilaisia sijoittajia kohtaan, mutta samalla se voidaan mieltää myös epäedulliseksi kaikkia sijoittajia kohtaan. Riippuen tietysti prosenttimääräisen veloituksen suuruudesta, tämä laskentamenetelmä voi olla erilaisille sijoittajille loppujen lopuksi hyvinkin lähellä kiinteätä laskutapaa tai prosentuaalista laskutapaa. Tämän laskutavan omaavista välittäjistä mainittakoon Aktia. (Aktia.)

Välittäjillä on käytössä kannustinjärjestelmiä, joilla he pyrkivät luomaan lisäarvoa asiakkaalleen ja toisaalta saada heidät lisäämään kaupankäyntitransaktioidensa määriä. Välittäjillä on pääasiassa käytössä kahdenlaisia järjestelmiä. Ensimmäinen järjestelmä ottaa huomioon asiakkaan edellisen kuukauden aikana tehdyt kappalemääräiset toimeksiannot ja sen perusteella asettaa asiakkaan tiettyyn alennettuun palkkioluokkaan seuraavaksi kuukaudeksi, jonka seurauksena asiakas voi käydä tulevan kuukauden kauppaa alennetuilla toimeksiantohinnoilla. Tällainen kannustinjärjestelmä on käytössä esimerkiksi Nordnet Pankilla. (Nordnet Pankki.) Toinen järjestelmä toimii samalla tavalla kuin ensimmäinen, mutta edellisen kuukauden sijasta se mittaa edellisen kvartaalin aikana tehtyjä, joko kappalemääräisiä toimeksiantoja tai euromääräisiä maksettuja palkkioita. Tä-

män seurauksena asiakas pääsee tiettyyn alennettuun palkkioluokkaan koko seuraavaksi kalenterineljännekeksi. Kvartaalipohjaista kannustinjärjestelmää hyödyntää esimerkiksi FIM. (FIM 2011.)

Aktiivisuus- ja kannustinjärjestelmät ovat erittäin laajalti käytössä internetosakevälittäjillä, mutta myös perinteisillä kivijalkapankeilla. Kannustinjärjestelmien käyttö perustuu asiakkaiden sitouttamiseen ja yrityksen tulojen kasvattamiseen asiakkaiden näennäisellä palkitsemisella. Välittäjät voivat säätää painopistettä sitouttamisen ja tulojen kasvattamisen välillä säätämällä kannustinjärjestelmän tarkastusaikaväliä. Mitä pitempi tarkastelu-aikaväli kannustinjärjestelmässä on käytössä, sitä enemmän se tähtää asiakkaan sitouttamiseen ja sitä kautta välittäjäyrityksen tulojen kasvattamiseen pitemmällä tähtäimellä. Vastaavasti lyhyemmän tarkastusaikavälin kannustinjärjestelmien painopiste on enemmän välittäjäyrityksen tulojen nopean kasvun saavuttamisessa, kuin asiakkaan sitouttamisessa.

Välityspalkkioiden lisäksi muita mahdollisia välittömiä kuluja, joista sijoittajan on syytä olla perillä, ovat osakkeiden lyhyeksi myynnistä aiheutuvat lisäkulut. Yleisesti ottaen, kun sijoittaja suorittaa osakelainauksen hän joutuu maksamaan kiinteän avauspalkkion, joka on normaaliin välityspalkkioon nähden yleensä huomattavan suuri. Lisäksi sijoittaja joutuu yleensä maksamaan osakelainauksestaan myös lainakorkoa koko lyhyeksi myynnin ajalta. (Nordnet Pankki, FIM 2011.)

4.3 Piilevät kustannukset (Spread/Slippage)

Piilevät kustannukset voidaan mieltää pääosin likviditeetin puutteesta johtuviksi markkinalähtöisiksi kustannuksiksi. Ne ovat tilannesidonniaisia ja siksi niiden vaikutusta sijoittajan kokonaiskustannuksiin esim. vuositasolla on erittäin vaikea määrittää. Piilevien kustannuksien efektiivinen vaikutus on suoraan verrannollinen sijoittajan osto- tai myynti toimeksiannon markkina-arvon suuruuteen ja näin luonnollisesti koskettaa eumääräisesti suurempia sijoittajia enemmän kuin pienempiä. Vaikka kyseessä on likviditeetin puutteesta johtuvat kustannukset, niiden ymmärtämisen helpottamiseksi piilevät kustannukset on jaettu tässä kahteen kategoriaan: erotukseksi osto- ja myyntikurssin

välillä (engl. spread) ja ns. hävikiksi (engl. slippage). (Nasdaq OMX Nordic 2011d, 70; Taleb 1997, 68-69.)

Erotus osto- ja myyntikurssin välillä ja siihen liittyvä sijoittajalle koitua kustannus tarkoittaa sitä, kun sijoittaja ostaa osakkeensa ostokurssiin markkinalta, heti osakkeet ostettuaan hänen on mahdollista myydä osakkeensa pois myyntikurssiin, joka voi tapauksesta riippuen olla huomattavastikin alhaisempi kuin ostokurssi. Näin ollen, jotta sijoittaja saisi edes sijoittamansa summan takaisin, täytyisi osakekurssin aina nousta vähintään osto- ja myyntikurssin erotuksen verran. Täysin likvideillä markkinoilla tätä ongelmaa ei olisi, mutta myös pörssin omat ehdot vaikuttavat osto- ja myyntikurssin ero-tukseen. Helsingin pörssissä on erikseen määritelty noteeratuille osakkeille pienin mahdollinen hinnanmuutosväli, joka on oletusarvoisesti 0,01 euroa, mutta Large Cap sekä OMXH25 -osakkeilla se on suoraan verrannollinen osakkeen hintaan. Tarkat hinnanmuutosvälit on esitetty taulukossa 1. (Nasdaq OMX Nordic 2011d, 70.)

Taulukko 1. Large Cap & OMX25H-osakkeiden hinnanmuutosvälit (Nasdaq OMX Nordic 2011d, 70)

Osaakekurssi	Pienin hinnanmuutosväli (€)
0,0000 - 0,4999	0,0001
0,5000 - 0,9995	0,0005
1,0000 - 1,9990	0,001
2,0000 - 4,9980	0,002
5,0000 - 9,9950	0,005
10,0000 - 49,9900	0,01
50,0000 - 99,9500	0,05
100,0000 - 499,9000	0,1
500,0000 - 999,5000	0,5
1 000,0000 - 4 999,0000	1
5 000,0000 - 9 995,0000	5
10 000,0000 - 19 990,0000	10
20 000,0000 - 39 980,0000	20
40 000,0000 - 49 960,0000	40
50 000,0000 - 79 950,0000	50
80 000,0000 - 99 920,0000	80
100 000 -	100

Hävikiä puolestaan kutsutaan likviditeetin puutteesta johtuvaa lisäkustannusta tapauksessa, jossa sijoittaja haluaa ostaa tietyllä hetkellä osakkeita, kappalemäärän Q hintaan P . Tässä tilanteessa markkinalla ei kuitenkaan ole riittävästi osakkeita myynnissä hintaan P . Kuvataan kyseisellä hetkellä myynnissä hinnalla P olevaa kappalemäärää merkillä U . Mikäli sijoittaja ostaa nyt Q määrän osakkeita, hänen kokonaiskustannuksensa muodostuu korkeammaksi kuin alkuperäinen $Q \cdot P$, koska hänen täytyy maksaa korkeampi hinta jäljelle jäävistä osakkeista $Q-U$. Tällöin hävikiksi kutsutaan lopullisen kokonaiskustannuksen ja alkuperäisen $Q \cdot P$ kustannuksen erotusta. Muita mahdollisia syitä turhan hävikin muodostumiseksi sijoittajalle ovat tilanteet, joissa esim. meklari on epäpätevä tai mikäli sijoittaja laittaa itse toimeksiannon internetvälittäjälle, tiedonkulun hitaus voi muodostaa hävikkiä sijoittajalle. Toisaalta on myös olemassa ns. käänteinen hävikki, joka tarkoittaa sitä että esim. tilanteessa, jossa sijoittaja on syöttänyt toimeksiannon välittäjälleen, osakkeen hinta ehtii liikkua sijoittajalle suotuisempaan suuntaan ennen kuin toimeksianto ehtii pörssin kaupankäyntijärjestelmiin. Tällöin sijoittaja saa osakkeensa edullisemmin, kuin alun perin oli tarkoitus. (Taleb 1997, 68-69.)

Kaiken kaikkiaan piilevät kustannukset ovat luonteeltaan nopeita ja tilannekohtaisia. Niiden mittaaminen pitkällä aikavälillä on melko hankalaa ja työlästä sijoittajalle. Lisäksi, koska Helsingin pörssissä olevien osakkeiden likviditeettiä arvot vaihtelevat suuresti, ei ole mielekästä ottaa tässä tutkimuksessa huomioon piilevien kustannuksien arvoa, siksi että ne ovat sijoittajille eri hetkinä jokaisessa osakkeessa erisuuruiset. Tärkeintä sijoittajalle on ymmärtää piilevien kustannusten olemassaolo, jotta hän osaa kulloinkin soveltaa niiden optimointia omaa sijoituspäätöstä tehdessään.

5 Tutkimuksen tekeminen

Aktiivisen ja passiivisen sijoittamisen tuotto-odotuksien vertailu suoraan pelkästään toisiinsa nähden ei olisi mielekäästä, koska aktiivisen sijoittajan käsite voi sisältää sijoitusaktiivisuudeltaan hyvinkin erilaisia sijoittajia. Esim. maltillista ja päivänsisäistä kauppa käyvien sijoittajien tulokset eroaisivat vuositasolla jo huomattavasti. Tämän takia ja mahdollisimman kattavan kokonaiskuvan saavuttamiseksi aktiivisen ja passiivisen sijoittamisen tuotto-odotuksien eroavaisuuksien osalta luodaan opinnäytteen tutkimusosiota varten sijoitusaktiivisuudeltaan erilaisia sijoittajaprofiileja.

Profiilien tarkoituksena on kuvata kaupankäyntiaktiivisuudeltaan erilaisia sijoittajia. Tarkimman tuloksen saavuttamiseksi, profiilit eroavat toisistaan ainoastaan kaupankäyntimääriltään. Muilta ominaisuuksiltaan ne ovat rajattu täysin identtisiksi. Profiileita on neljä: A1,A2,A3 ja P1. Kolme ensin mainittua profilia edustavat tutkimuksessa aktiivisia sijoittajia ja profiili P1 puolestaan edustaa passiivista sijoittajaa. A1,A2 ja A3-profiilien tavoitteena on antaa suuntaa aktiivisen keskimääräisen piensijoittajan tuotto-odotuksen vaihtelevuuteen eri kaupankäyntimäärillä. Kuten aiemmin mainittiin, kaikki sijoittajaprofiilit ovat rungoltaan samanlaisia, mikä tarkoittaa sitä, että jokaisella profiililla on yhtä paljon sijoitettavana olevia varoja. Profiilit ovat luotu mallintamaan keskimääräistä suomalaista piensijoittajaa ja profiilien runko perustuu vuonna 2011 julkaistun pörssisäätiön kotitalouksien säästämistutkimuskyselyyn.

Tutkimuksessa käytetään Helsingin pörssin osakkeiden historiallista hintakehitystietoa, osakevälittäjien hinnastotietoa, sekä hyödynnetään edellä mainittua pörssisäätiön tutkimusta suomalaisista osakesijoittajista. Tutkimuksessa lähdetään liikkeelle siitä, mikä on ollut passiivisen sijoittajan keskimääräinen historiallinen tuottoprosentti. Toteutunut tuottoprosentti saadaan tutkimalla Helsingin pörssin yleistä historiallista kehitystä ja sen liikettä mallintavaa sijoitustuotetta OMXH25-indeksiosuusrahastoa. Tätä tuottoprosenttia käytetään sen jälkeen tuottovaatimuksena aktiivisen sijoittajan profiileille ja lasketaan kuinka paljon bruttotuottoa aktiivisten sijoittajien eri profiilit joutuvat tekemään eri välittäjien kautta, jotta ne saavuttavat passiivisen sijoittajan keskimääräisen historiallisen nettotuottoprosentin.

Osakemarkkinat ovat hauraat ja niiden arvostustasot voivat muuttua hetkessä paljonkin. Tutkimuksen ongelmista ensimmäisenä voidaan pitää passiivisen sijoitusstrategian tuotto-odotuksen realistisuutta. Passiivisen sijoitusstrategian tuotto-odotuksen määrittelyssä käytetään historiallista tuottoa, joka ei ole tae tulevaisuudesta.

Toinen tutkimuksen tuloksiin vaikuttava seikka on aktiivisten sijoittajien panostuksien määrittelyminen. Hyvin normaali käytäntö välittäjien hinnoittelupolitiikassa on se, että tiettyyn pisteeseen saakka, mitä pienemmän euromääräisen toimeksiannon sijoittaja suorittaa, sitä suurempi on suhteellisesti kaupasta välittäjän veloittama toimeksiantopalkkio. Näin ollen voidaan ajatella kustannusten nousevan sitä suurempaan rooliin, mitä pienemmissä erissä sijoituksia tehdään.

Kolmas tutkimukseen heijastuva tekijä on osakesijoittamisesta koituvat piilevät kustannukset. Piilevät kustannukset ovat kustannuksia, jotka sijoittajan tulee huomioida, mutta tutkimuksen toteuttamisen kannalta niiden ongelma on siinä, että ne ovat eri osakkeiden kohdalla ja eri ajankohtina hyvinkin erisuuruiset. Koska tutkimuksessa keskitytään kustannusten vertailuun kaupankäyntiaktiivisuuden perusteella, tutkimuksessa ei oteta kantaa siihen, millä tietyillä osakkeilla tulisi käydä kauppaa, ja sitä kautta piilevien kustannusten aiheuttamat kustannukset ovat erittäin hankalia määrittää. Tämän takia piilevät kustannukset rajataan tutkimuksen ulkopuolelle. Lisäksi Helsingin pörssissä on piileviltä kustannuksiltaan hyvinkin paljon erilaisia sijoituskohteita. Rajaamalla tutkimus tietyn tyyppiin, esimerkiksi hyvinkin likvideihin tai epälikvideihin, osakkeisiin antaisi se Helsingin pörssin osakkeiden luonteesta väärentävän kuvan. Tutkimus tulee olla toistettavissa kaikilla Helsingin pörssiin listatuilla osakkeilla.

Paikallinen verolainsäädäntö ja siitä johtuvat toimenpiteet ovat rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Kaikki tutkimuksessa laskettavat luvut lasketaan ennen veroja. Myös mahdolliset verovähennykset on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Erot passiivisen ja aktiivisen sijoittajan välille muodostuvat siten sijoittamisen välittömistä, välillisistä ja piilevistä kuluista.

Välittömien ja välillisten kustannuksien laskemiseksi kontaktoidaan kaikki Helsingin pörssissä piensijoittajille osakevälitystä tarjoavat yritykset. Näin voidaan laskea eri sijoittajaprofileille koituvat kustannukset kultakin välittäjältä ja sitä kautta on mahdollista päästä vertaamaan profiilien lopullisia tuottovaatimuksia välittäjäkohtaisesti. Siten voidaan selvittää, onko aktiivinen sijoittaminen kalliimpaa kuin passiivinen.

Aktiivinen sijoittaja voi sijoittaa varansa päämäärätietoisesti jopa vain muutamiksi tunneiksi, kun taas passiivisen sijoittajan suositeltava sijoitushorisontti on vähintäänkin vuosia. Aktiivista sijoittamista ei pidä kuitenkaan yleistää pelkästään lyhyen aikavälin kaupankäynnin harjoittamiseksi, sillä aktiivisen sijoittajan oston ja myynnin välillä voi kulua helposti useita kuukausia. Koska sijoitushorisontti on erityyppisille osakesijoittajille hyvin erilainen, tutkimus toteutetaan läpileikkauksena yhden vuoden aikavälillä siten, että sekä aktiivisten sijoittajien että passiivisen sijoittajan sijoitustoiminta on alkanut jo aikaisemmin eikä sijoitustoiminta lopu taikka keskeydy tutkimuksen tarkasteluajakajakson aikana. Tällä tavalla saadaan tasattua eri aikavälin sijoittajien kulujen jakautumisen vaikutusta ja pystytään saavuttamaan mielekäs ja vertailukelpoinen tarkasteluajaväli passiivisen ja aktiivisten sijoittajien välille. Jos tarkasteluajaväliksi valittaisiin esim. sijoitustoiminnan aloittamishetki, niin passiivisen sijoittajan kulut muodostuisivat tarkasteluajavälillä suhteellisesti suuremmaksi kuin aktiivisen ja tulokset antaisivat harhaanjohtavan arvion, sillä passiivisen sijoittajan sijoitushorisontti on oletusarvoisesti huomattavasti pidempi kuin yhden vuoden tarkasteluajaväli.

Lopputuloksena saadaan selville muodostuuko aktiivinen sijoittaminen kalliimmaksi kuin passiivinen sijoittaminen. Mikäli tutkimuksen hypoteesi pitää paikkansa, tuloksista käy ilmi myös kuinka paljon kalliimmaksi aktiivinen sijoittaminen muodostuu erityyppisille sijoittajille. Toisin ilmaistuna siis kuinka paljon markkinoiden keskimääräistä parempaa tuottoa aktiivisten sijoittajien täytyy saavuttaa, jotta he vielä sijoittamisesta koituvien kulujen jälkeenkin saavuttavat saman nettotuoton kuin passiivinen sijoittaja. Näin eri piensijoittajat voivat arvioida ja vertailla kannattaako heidän ryhtyä aktiivisiksi sijoittajiksi vai pysyä passiivisina sijoittajina. Lisäksi samalla saadaan optimoitua kaupankäyntiaktiivisuudeltaan erilaisille piensijoittajille markkinoiden sopivimmat osakevälittäjät.

5.1 Aineisto

Havaintoaineistona tutkimuksessa käytettiin Pörssisäätiön vuonna 2011 teettämää kotitalouksien säästämistutkimusta, joka kartoitti mm. suomalaisten arvopaperiomistusta ja sijoituskäyttäytymistä. Sen lisäksi tutkimuksessa hyödynnettiin Helsingin pörssin historiallista hintakehitystietoa sekä suomalaisille piensijoittajille Helsingin pörssiin osakevälitystä tarjoavien osakevälittäjien hinnastotietoja.

Pörssisäätiön 30.5.2011 julkaisemaa kotitalouksien säästämistutkimusta hyödynnettiin kartoittamaan keskimääräisen suomalaisen sijoittajan osakesijoitusvarallisuutta. Tutkimukseen sijoitusten arvioidusta määrästä vastasi 320 henkilöä. Tutkimuksen tulokset sijoitusten määrän osalta on koottu taulukkoon 2.

Taulukko 2. Kotitalouksien sijoitusten arvioitu määrä vuonna 2011 (Pörssisäätiö 2011a)

Sijoitusten arvioitu määrä 2011						
(€)	f (%)	luokkakeskus	F(%kertymä)	f (lkm)	f (pyöristetty lkm)	Summafrekvenssi (F)
0-1999	37%	999.5	37%	118.4	118	118
2000-10000	38%	6000	75%	121.6	122	240
10001-25000	11%	17500.5	86%	35.2	35	275
25001-100000	6%	62500.5	92%	19.2	19	294
100000 - >	0%		92%	0	0	294
Ei osaa sanoa	8%		100%	25.6	26	320
Yhteensä	100%			320	320	

Moodi	2000-10000
Mediaaniluokka	2000-10000
Mediaani	4 754.10 €

Kotitalouksien osakesijoitusvarallisuuden moodiksi eli luokitellun aineiston useimmiten esiintyväksi luokaksi muodostui 2000-10000e. Mediaaniksi eli mediaaniluokan keskiluvuksi muodostui puolestaan 4754,10 euroa. Mediaaniluokalla tarkoitetaan luokkaa, jossa summafrekvenssi ylittää havaintoarvojen puolivälin. Jatkossa tutkimuksessa tullaan käyttämään sadan euron tarkkuuteen pyöristettyä arvoa eli 4800 euroa. Tätä lukua käytetään piensijoittajaprofiileja luotaessa heidän sijoitusvarallisuutenaan. Mediaaniluvun käyttö on tärkeää siksi, että profiileista saadaan mahdollisimman todenmukaisia tutkimusta varten.

Helsingin pörssin historiallista hintakehitystietoa hyödynnettiin sen selvittämiseksi soveltuuko Seligsonin OMXH25–indeksiosuusrahasto, joka seuraa OMXH25–indeksin kehitystä, passiivisen sijoittajan sijoitustuotteeksi. OMXH25–indeksi koostuu 25:stä vaihdetuimmasta Helsingin pörssin osakkeesta. Se ei siis seuraa läheskään kaikkien Helsingin pörssin osakkeiden kehitystä. Ensin täytyi selvittää voidaanko OMXH25–indeksiä ylipäättään soveltaa kuvaamaan koko Helsingin pörssin yleiskehitystä. Tutkittiin siis vastaako OMXH25–indeksin kehitys koko markkinan yleistä tuottokehitystä. OMXH25 -indeksin sopivuus selvitettiin laskemalla korrelaatio OMXH25–indeksin ja OMX Helsinki CAP–indeksin välillä molempien indeksien päivittäisistä päätösarvoista. OMX Helsinki CAP–indeksi sisältää kaikki Helsingin pörssissä listatut osakkeet ja indeksin säännöt on rajattu siten, että yksittäinen osake ei voi saada yli 10 % painoarvoa indeksissä (Nasdaq OMX 2012, 14).

Taulukosta 3 käy ilmi, että kyseiset indeksit korreloivat erittäin hyvin keskenään ja selitystasteeksi saatiin 99,4 %. Voidaan siis todeta, että OMXH25–indeksi seuraa riittävän hyvin markkinoiden yleistä kehitystä, jotta OMXH25 -indeksiä seuraavaa Seligsonin OMXH25–indeksiosuusrahastoa voidaan pitää soveltuvana passiivisen sijoittajaprofiilin sijoitustuotteeksi.

Taulukko 3. Korrelaatio OMX Helsinki CAP - ja OMXH25 –indeksin välillä

		OMXHCAP	OMXH25
OMXHCAP	Pearsonin Korrelaatio	1	0.997
	N	2515	2515
OMXH25	Pearsonin Korrelaatio	0.997	1
	N	2515	2515

N= Havaintoarvojen määrä
Selitystaste $r^2 \cdot 100\% = 99,4\%$

Piensijoittajille osakevälitystä Helsingin pörssissä tarjoavien osakevälittäjien hinnastotietojen tarkastelemiseksi seulottiin ensin kaikki Helsingin pörssiin osakevälitystä tarjoavat välittäjät. Mikäli välittäjien internetsivuilta ei käynyt ilmi tarjoavatko he osakevälitystä piensijoittajille ja mihin hintaan, niin heihin otettiin yhteyttä sähköpostitse. Sähköpostitse tiedusteltiin tarjoavatko he suoraa osakevälitystä noin 2000-10000e (mediaaniluok-

ka, taulukko 1.) sijoitusvarallisuuden omaaville piensijoittajille. Lisäksi välittäjiltä pyydettiin hinnastoa kaikista arvo-osuuksien säilyttämiseen ja kaupankäyntiin liittyvistä kuluista. Sen jälkeen, kun tutkimuksessa tarkasteltaville piensijoittajaprofiileille osakevälitystä tarjoavat välittäjät oli saatu selville, hinnastotiedot koottiin Microsoft Excel taulukkolaskentaohjelmistolla ja laskettiin simuloimalla, kuinka paljon kukin välittäjä veloittaa palkkioita (välityspalkkioita ja säilytyspalkkioita) erilaisilta tutkimuksen sijoittajaprofiileilta. Välittäjien hinnastotiedot ovat kokonaisuudessaan tarkasteltavana liitteessä 1. Tätä osuutta kokonaisuudesta voidaan pitää ehkä merkittävimpänä tutkimuksen kannalta, sillä välittäjien hintatietojen rooli on tutkimuksessa erittäin suuri.

5.2 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä käytettiin kvantitatiivista lähestymistapaa. Kvantitatiivinen lähestymistapa tuntui järkevimmältä tämän kaltaiseen tutkimukseen, jossa simuloitiin todellisuutta mallintavia profiileja, joiden perustana oli numeraalinen tietopohja. Kvantitatiivisessa tutkimuksessa asioita kuvataan numeeristen suureiden avulla ja tutkimuksen tuloksia puolestaan voidaan havainnollistaa erilaisten kuvioiden ja taulukoiden avulla. Kvantitatiivinen tutkimus soveltuu opinnäytetyöhön myös siksi, että sen avulla voidaan selvittää tutkittavien ilmiöiden välisiä riippuvuuksia. (Heikkilä 1998, 18.)

Pörssisäätiön 30.5.2011 julkaisemasta kotitalouksien säästämistutkimuksesta saatu aineisto rakennettiin uudelleen Microsoft Excel taulukkolaskentaohjelmaan, jonka avulla pystyttiin muokkaamaan vastausjoukkoa yksinkertaisempaan ja havainnollistavampaan muotoon. Aineistosta laskettiin moodi, mediaaniluokka ja mediaani. Näillä arvoilla pystyttiin ilmaisemaan selkeästi sekä suomalaiselle piensijoittajalle tyypillisin luokka että keskiluku, joka oli kriittinen parametri tutkimuksessa.

Helsingin pörssin historiallista hintakehitystietoa hyödynnettiin siihen, että pystyttiin varmistumaan Seligsonin OMXH25–indeksiosuusrahaston sopivuudesta passiivisen sijoittajan tuotteeksi sekä siihen että pystyttiin laskemaan passiivisen sijoittajan teoreettinen tuotto-odotus. Sopivuus testattiin seuraavasti: sekä Seligsonin OMXH25–indeksiosuusrahaston että OMX Helsinki CAP–indeksin päivittäiset päätösarvot 10 vuoden ajalta ladattiin Microsoft Excel taulukkolaskentaohjelmaan, josta ne oli helppo

siirtää IBM SPSS -ohjelmistoon tilastollista analyysiä varten. Koska järkevyydestä tarkastelun osalta näiden kahden indeksin riippuvuus tuntui mielekkäältä, IBM SPSS -ohjelmistolla laskettiin korrelaatio em. arvoista. Korrelaatio mitattiin 10 vuoden ajanjaksolta, koska siinä ajassa saatiin riittävästi havaintoarvoja. Tarkastelu aloitettiin nykyhetkestä taaksepäin. Korrelaatiotarkastelu suoritettiin siis 1.1.2002-1.1.2012, minkä aikana havaintoarvoja kertyi 2515 kpl. Korrelaatio laskettiin käyttäen Pearsonin korrelaatiota, koska kyseessä oli kahden välimatka-asteikollisen muuttujan välisen riippuvuuden mittaaminen.

Passiivisen sijoittajan teoreettinen tuotto-odotus laskettiin Seligsonin OMX25-indeksiosuusrahaston historiallisesta hintakehityksestä Microsoft Excel taulukkolaskentaohjelmistolla. Tuotto laskettiin käyttäen geometrisestä keskiarvoa aikaväliltä 11.2.2002 – 30.12.2011. Aikaväli aloitettiin 11.2.2002 hetkestä, koska rahasto lanseerattiin tuolloin. Vuosituoton laskennassa huomioitiin myös rahaston vuosittain sijoittajille maksamat tuotot sekä rahaston perimä rahaston koon mukaan vaihteleva 0,11 - 0,18 % hallinnointipalkkio.

Välittäjien hinnastotietoa käytettiin sijoittajaprofiilien simuloinnin apuna. Hintatiedot kaikilta välittäjiltä kerättiin Microsoft Excel taulukkolaskentaohjelmistoon, jonka jälkeen jokainen profiili manuaalisesti simuloitiin välittäjäkohtaisesti laskemalla kuinka paljon kustannuksia tulee jos esim. profiili A1 sijoittaa C määrän rahaa frekvenssillä V välittäjän B kautta. Kun jokainen profiili ja välittäjä oli simuloitu, tulokset koottiin profiileittain ja jokaisen profiilin jokaisen välittäjän kautta tehdyistä kaupoista laskettiin teoreettiset vuosituotto-odotukset. Aktiivisten sijoittajaprofiilien tuotto-odotukset laskettiin summaamalla vuoden aikana kaupankäynnistä aiheutuneet kulut P1-profiilin euromääräisen nettotuotto-odotuksen kanssa ja jakamalla se sijoitettavana olevalla rahamäärällä.

5.3 Sijoittajaprofiilit

Tutkimuksen jokainen sijoittajaprofiili on luotu käyttäen keskimääräisiä suomalaisen piensijoittajan tietoja. Taulukosta 4 käy ilmi jokaisen profiilin yksityiskohtaiset tiedot. Sijoitettavana olevilla varoilla tarkoitetaan jokaisen profiilin sijoitettavana olevaa kokonaisvarallisuutta. Riskiprosentilla tarkoitetaan sitä prosentuaalista määrää, minkä sijoit-

taja on valmis riskeeraamaan koko sijoitusvarallisuudestaan yhdessä kaupassa. Aktiivisen sijoittajan profiileille riskiprosentiksi on valittu 15 % kahdesta eri syystä. Ensinnäkin tutkimuksessa sovelletaan nk. tasapanostusmallia, mikä tarkoittaa sitä, että riskiprosentin täytyy olla kiinteä. Tasapanostusmalliin päädyttiin siksi, että muissa yleisesti tiedossa olevissa ja sovellettavissa olevissa panostusmalleissa täytyisi tietää jokaisen tapahtuman eli osakekaupan onnistumisen todennäköisyys panostuksen oikean suuruuden määrittämiseksi. Toiseksi aktiivisen sijoittamisen profiileille haluttiin määrittää jokaiselle yhtä suuret riskiprosentit, jotta profiilit ovat mahdollisimman hyvin verrattavissa toisiinsa. Passiivisen sijoittajaprofiilin riskiprosentti on 100 % siitä syystä, että profiilin sijoituskohteena oleva indeksiosuusrahasto sisältää jo osakehajautuksen tutkimuksen kohteena olevalla markkinalla. Kertasijoitussummalla tarkoitetaan sijoittajien yhteen osakekauppaan sijoittamaa euromäärää. Aktiivisuustasolla taas puolestaan kuvataan sitä, kuinka usein kukin sijoittajaprofiili käy osakekauppaa. Lopuksi viimeiselle riville on laskettu vielä kuinka monta toimeksiantoa kukin sijoittajaprofiili jättää tutkimuksessa sovellettavan tutkimusvuoden aikana. Lisäksi kaikkien aktiivisten sijoittajaprofiilien toimeksiannot lasketaan kertyvän tasaisesti tutkimusvuoden aikana, jotta on mahdollista laskea profiileille kertyvien välityspalkkioiden ja muiden kulujen määrä tarkasti.

Taulukko 4. Sijoittajaprofiilit

Profiili	A1	A2	A3	P1
Sijoitettavana olevat varat	4800 €	4800 €	4800 €	4800 €
Riskiprosentti	15%	15%	15%	100%
Kertasijoitussumma	720 €	720 €	720 €	4800 €
Aktiivisuustaso	1 kauppa /kk	1 kauppa /vk	1 kauppa /pv	-
Toimeksiannot vuodessa	24 kpl	96 kpl	504 kpl	0 kpl

P1-profiili edustaa tutkimuksessa passiivisen sijoittajan profiilia eli sillä pyritään kuvaamaan sijoittajaa, joka saa sijoittamalleen pääomalle mahdollisimman tarkasti markkinoiden keskimääräistä tuottoa. P1-profiili perustuu Seligsonin OMXH25-indeksiosuusrahastoon. Toisin sanoen oletetaan, että P1-profiili on sijoittanut koko sijoitusvarallisuutensa edellä mainittuun indeksiosuusrahastoon jo ennen tutkimuksen tarkastelujaksoa. Seligsonin OMXH25-indeksiosuusrahasto on vuonna 2002 perustettu pörssinoteerattu rahasto. ”OMXH25 -indeksiosuusrahasto pyrkii omistamaan OMXH25 -indeksissä olevia osakkeita vastaaviin osakepainoin, joten rahasto-osuuden

arvo muuttuu käytännössä identtisesti OMXH25 -indeksin mukaan (rahaston saamat osingot, ja siitä seuraava käteisosuus johtaa pieneen tuotto-eroon).” (Seligson & Co.) Kuten luvussa 5 todettiin, että OMXH25–indeksi korreloi lähes täydellisesti OMX Helsinki CAP–indeksin kanssa, joten Seligsonin OMXH25–indeksiosuusrahasto soveltuu tuotteena hyvin markkinoiden keskimääräistä tuottoa kuvaavalle passiivisen sijoittajan profiilille. Kun huomioidaan vielä indeksiosuusrahaston hallinnointipalkkiot sekä sijoittajille vuosittain maksetut rahaston tuotonjaot, saadaan tutkimukseen laskettua realistinen passiivisen sijoittajan tuotto-odotus.

A1–profiili edustaa erittäin maltillista aktiivista sijoittajaa. Profiili on myös tutkimuksen aktiivisen sijoittajan profiileista lähimpänä passiivista sijoittajaa. Luonteeltaan A1–profiili edustaa sijoittajaa, joka tekee vain muutamia harkittuja liikkeitä vuosittain. Profiili kattaa mm. sijoittajat, joiden toiminta on hyvin lähellä passiivista sijoittamista, mutta jotka kuitenkin tekevät aktiivisen sijoittajan tapaan vuosittain muutoksia sijoitusportfolioonsa ja pyrkivät siten tietyssä määrin ajoittamaan osakeostojaan ja -myyntejään. A1–profiili tekee keskimäärin yhden kaupan kuukaudessa eli 12 kauppaa vuodessa. Yksi kauppa käsittää tutkimuksessa aina kaksi toimeksiantoa: oston ja myynnin.

A2–profiili puolestaan edustaa jo melko aktiivista sijoittajaa. Profiili kattaa aktiivisuudeltaan keskikastin sijoittajia. Luonteeltaan A2–profiilin voisi kuvailla edustavan sijoittajia, jotka seuraavat jo verrattain aktiivisesti markkinoita ja selkeästi hakevat ajoitusta osakekauppoihinsa. He myös pyrkivät hyötymään markkinoiden suhteellisen lyhyen aikavälin muutoksista ja sitä kautta saavuttamaan ylituottoa markkinoiden yleiseen kehitykseen verrattuna. A2–profiili tekee keskimäärin yhden kaupan viikossa. Pörssivuoden pituus huomioon ottaen, mikä tarkoittaa vuosittain keskimäärin noin 249 päivää, kaupoja kertyy kuukaudessa 4,16. Koska välityspalkkioiden suuruus on mahdollista laskea vain kokonaisista toimeksiantoista, A2–profiilin kuukausittainen kaupankäyntiaktiivisuus on pyöristetty neljään kauppaan kuukaudessa, jolloin profiilille kertyy yhteensä 48 kauppaa vuodessa.

A3–profiilia voisi luonnehtia erittäin aktiiviseksi piensijoittajaksi. Luonteeltaan A3–profiilin sijoittajia voisi kuvailla sijoittajiksi, jotka seuraavat erittäin tarkasti markkinoita ja käyttävät paljon aikaa salkunhoitoonsa pysyäkseen ajan hermolla ja saavuttaakseen

markkinoiden ylituottoa sijoitusportfoliolleen. He toimivat myös hyvin lyhyellä aikavälillä ja käyvät nk. päiväkauppaa tai jopa päivänsisäistä kauppaa. A3-profiili tekee keskimäärin yhden kaupan päivässä, joka tekee aiemmin mainittua pörssivuoden pituutta soveltaen 20,75 kauppaa kuukaudessa. Luku on tutkimuksessa pyöristetty 21 kokonaiseen kauppaan kuukaudessa. Tällöin kauppoja kertyy profiilille yhteensä 252 kpl vuodessa.

6 Tulokset eri piensijoittajaprofileilla

Tutkimukseksi valitun ajanjakson (12kk) tutkimustulosten laskenta aloitettiin jokaisen tutkimukseen hyväksytyin välittäjän kustannusten kohdistamisella tutkimusprofileille. Useat välittäjät tarjoavat erilaisia asiakkuusohjelmia sijoittajille ja sitä kautta heille muodostuu erihintaisia kustannusrakenteita. Asiakkuusohjelmalla tarkoitetaan tässä yhteydessä välittäjän sijoittajalle tarjoamaa hinnoittelumallia. Yleensä ne ovat joko kiinteitä tai progressiivisia. Progressiiviset asiakkuusohjelmat sisältävät useita alatasoja, joiden hinnoittelu määräytyy yleensä sen perusteella, kuinka usein tai kuinka isoilla volyymeilla kauppaa käydään. Tutkimuksessa huomioitiin jokaiselta välittäjältä lopullisiin laskelmiin vain yksi asiakkuusohjelma kutakin sijoittajaprofilia varten. Asiakkuusohjelmat valittiin siten, että kaikkien asiakkuusohjelmien kokonaiskustannukset laskettiin ensin erikseen jokaiselle sijoittajaprofilille. Tämän jälkeen jokaiselle sijoittajaprofilille valittiin lopullisiin laskelmiin hänelle edullisin välittäjällä tarjolla oleva asiakkuusohjelma. Tutkimuksessa sijoittajaprofilien oli mahdollista vaihdella asiakkuusohjelmien alatasojen välillä, mikäli se johti sijoittajalle edullisempiin kokonaiskustannuksiin, mutta asiakkuusohjelmasta toiseen siirtyminen ei ollut mahdollista. Jokaiselta tutkimuksessa mukanaolevalta välittäjältä kirjattiin ylös kaikki muut asiakkuusohjelmat paitsi ne, jotka eivät edes teoriasakaan pystyneet johtamaan alhaisempiin toimeksiantokohtaisiin yksittäiskustannuksiin kuin mitä jo ko. välittäjältä tutkimukseen valittu asiakkuusohjelma johti. Täydellinen välittäjäkohtainen hinnasto asiakkuusohjelmiseen ja -alatasoineen, josta tulokset ovat laskettavissa, on tarkasteltavana liitteenä 1.

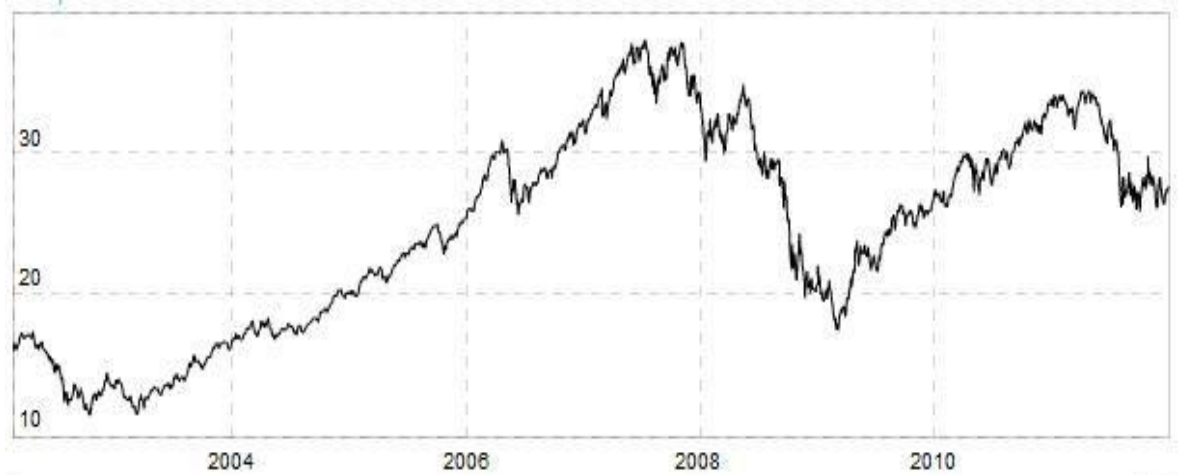
Kustannukset kohdistettiin sijoittajaprofileille välittäjäkohtaisesti. Jokaiselta välittäjältä huomioitiin välityspalkkiot sekä suomalaisten arvo-osuuksien säilyttämisestä tai arvo-osuustilin ylläpitämisestä aiheutuvat kiinteät kustannukset (säilytyskulut). Lopuksi nämä laskettiin yhteen, jotta saatiin määritettyä kullekin sijoittajaprofilille välittäjäkohtaiset kokonaiskustannukset. Täydellinen välittäjäkohtainen kustannustaulukko sijoittajaprofileille on liitteenä 2. Kustannustaulukosta käy hyvin ilmi toimeksiantojen suuruudesta sekä kappalemäärästä riippuvien juoksevien välityspalkkioiden sekä kiinteiden kustannusten välittäjäkohtaiset erot. Tutkimustulosten mukaan välityspalkkioita ei voi välttää, mutta säilytyskuluista sijoittajan on mahdollista päästä eroon. Tärkeä havainto on kuitenkin se, että tutkimuksen mukaan välittäjät, jotka ovat luopuneet kiinteiden kulujen

perimisestä, eivät ole piilottaneet niitä juokseviin kuluihin, sillä tuloksista käy ilmi, että jokaisen aktiivisen sijoittajan profiilin kolme kokonaiskustannuksiltaan edullisinta välittäjää eivät peri lainkaan säilytyskustannuksia. Käytännössä tämä tarkoittaa vain vähän kauppaa käyville aktiivisille sijoittajille mahdollisuutta karsia tuntuva osa kokonaiskustannuksista pois. Mitä aktiivisempi sijoittaja on, sitä vähäisempi säilytyskulujen suhde on kuitenkin kokonaiskustannuksiin nähden. Saman asian voi kääntää myös toisin päin. Tutkimuksen mukaan mitä aktiivisempi sijoittaja on, sitä suhteellisesti tehottomampaa säilytyskulujen karsiminen kokonaiskustannuksiin nähden on sijoittajalle. (Liite 2)

Vertailussa aktiivisen ja passiivisen sijoittamisen välillä käytettiin passiivisen sijoittajan historiallista toteutunutta tuottoa aktiivisten sijoittajaprofiilien netto-tuottotavoitteena sijoitettavana olevalle rahamäärälle. Näin voitiin tarkastella eri aktiivisten sijoittajaprofiilien kesken kuinka paljon bruttotuottoa aktiivisten sijoittajien pitäisi tehdä, jotta he saavuttaisivat saman nettotuoton kuin passiivinen sijoittaja. Kuten aikaisemmin on mainittu käytännössä aktiivisen ja passiivisen sijoittajan nettotuoton erottaa aktiivisesta sijoittamisesta koituvat lisäkustannukset. Nämä oli nyt mahdollista laskea, koska tiedettiin kuinka monella kaupalla kunkin aktiivisen sijoittajan oli mahdollista saavuttaa sama nettotuotto kuin passiivinen sijoittaja. Seuraavissa alaluvuissa käydään läpi yksityiskohteisesti jokaisen sijoittajaprofiilin tulokset ja lisäksi tarkastellaan välittäjien asemointia eri profiilien näkökulmista.

6.1 P1 – Passiivinen sijoittaja

Passiivisen sijoittajan profiilin tärkein merkitys oli mallintaa sitä kuinka paljon tuottoa keskimäärin passiivisella sijoittamisella on realistisesti saavutettu OMX Helsinki markkinalla. Tällä tavoin pystyttiin vertaamaan aktiivisen sijoittamisen todellista kustannusta passiiviseen sijoittamiseen nähden. Kuviossa 1 on esitetty Seligsonin OMX25-indeksiosuusrahaston tuottokorjattu kehitys rahaston aloittamisesta nykyhetkeen. Tuottokorjattu kehitys tarkoittaa sitä, että kuvaajassa on huomioitu rahaston vuosittain omistajilleen maksamat tuotot, jotka muodostuvat rahaston omistamien osakkeiden osingonmaksuista. Pystyakseli kertoo yhden rahasto-osuuden tuottokorjatun euromääräisen arvon.



Kuvio 1. Seligson & Co OMX Helsinki 25 -indeksiosuusrahaston tuottokorjattu kehitys aikavälillä 11.2.2002-30.12.2011 (Seligson & Co.)

Seligsonin OMX25–indeksiosuusrahaston keskimääräiseksi vuosituotoksi muodostui 5,57 %. Tuotto on laskettu geometrisellä keskiarvolla aikaväliltä 11.2.2002 – 30.12.2011. Edellä mainitussa vuosituoton laskennassa on otettu huomioon rahaston vuosittain sijoittajille maksamat tuotot sekä rahaston perimä rahaston koon mukaan vaihteleva 0,11 - 0,18 % hallinnointipalkkio. Tutkimuksen mukaan vain yhdeksän välittäjää viidestätoista (60 %) perii passiiviselta sijoittajalta säilytyspalkkioita. Vuositasolla säilytyspalkkioiden suuruus vaihteli 0-300e välillä. Liqvinet¹ oli välittäjistä kaikkein kallein 300e säilytyskustannuksilla. Vastaavasti taas Deutsche Bank:n, FIM:n, Nordnet:n, Nordnet Direkt:n, Saxo Bank:n ja SEB:n kautta on sijoittajan mahdollista säilyttää arvo-osuuksiaan ilmaiseksi käymättä lainkaan kauppaa vuositasolla. Tämä tarkoittaa sitä, että passiivisen sijoittajan on mahdollista välttää säilytyspalkkiot kokonaisuudessaan, mikäli hän valitsee itselleen sopivan välittäjän. Tämän takia myös myöhemmin esitettävässä aktiivisten sijoittajaprofilien tuloksissa vertailuarvona käytetään passiivisen sijoittajan 5,57 % nettotuottolukua sellaisenaan eikä sen päälle ole lisätty mahdollisia säilytyskustannuksia. Passiiviselta sijoittajalta säilytyspalkkioita veloittavat välittäjät ja palkkioiden suuruudet löytyvät kokonaisuudessaan sijoittajaprofilien kustannustaulukosta liitteestä 2.

¹ Liqvinetin toiminta lopetettiin heinäkuussa 2012.

6.2 A1 – Maltillinen aktiivinen sijoittaja

A1 – Maltillisen aktiivisen sijoittajaprofiilin keskeiset havainnot ovat seuraavat:

- Kokonaistuotto-odotus vaihteli välillä 7,91 – 25,02 %.
- Kulut (240e) ovat keskimäärin vuositasolla lähes yhtä suuret kuin nettotuotto-odotus (267,36e).
- Maltillinen aktiivinen sijoittaminen ei ole kovin edullista passiiviseen sijoittamiseen verrattuna.

A1 oli maltillisin tutkimuksen aktiivisen sijoittajan profiileista. Se mallinsi sijoittajaa joka tekee keskimäärin yhden kaupan kuukaudessa eli 24 toimeksiantoa vuodessa. Vertailua varten kaikkien aktiivisten sijoittajaprofiilien nettotuottotavoitteeksi asetettiin passiivisen sijoittajan keskimääräinen nettovuosituotto eli 5,57 %. Näin voitiin selkeästi nähdä aktiivisen sijoittamisen kustannus suhteessa passiiviseen sijoittamiseen sekä euro- että prosentimääräisesti. Lisäksi voitiin laskea sijoitettavana olevalle pääomalle kokonaistuottorajapiste (kokonaistuotto-odotus), jonka saavuttamisen jälkeen aktiivisesta sijoittamisesta tulee tutkimuksessa käytetyillä kriteereillä mitattuna kannattavampaa kuin passiivisesta sijoittamisesta. Järkevintä onkin pitää tutkimuksen tuloksia enemmän suuntaa antavina kuin absoluuttisina totuuksina. Taulukosta 5 käy ilmi merkittävimmät tutkimustulokset A1-profiilin osalta.

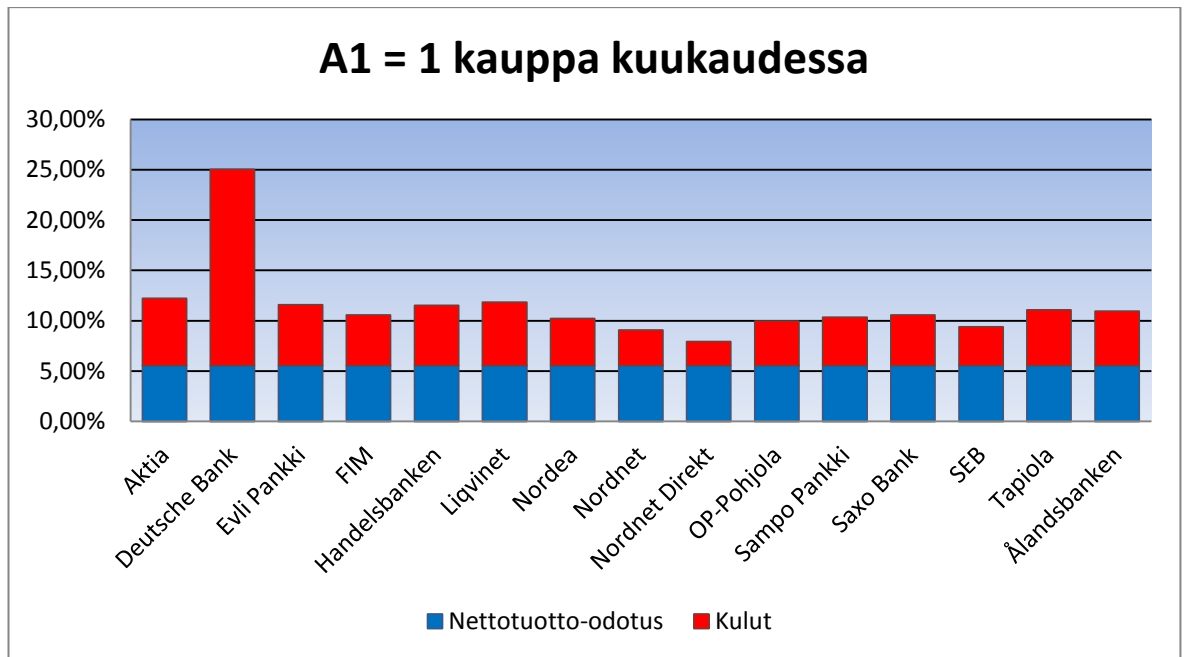
Taulukko 5. A1-profiilin tuottolaskelmat

A1 = 1 kauppa kuukaudessa	Edullisin	Kallein	Mediaani
Välittäjä	Nordnet Direkt	Deutsche Bank	-
Kulut yhteensä vuositasolla	112.32 €	933.60 €	240.00 €
Euromääräinen kokonaistuotto-odotus (5.57% + kulut)	379.68 €	1 200.96 €	507.36 €
Euromääräinen nettotuotto-odotus (5.57%)	267.36 €	267.36 €	267.36 €
Kulujen osuus kokonaistuotoista	30%	78%	47%
Todellinen kokonaistuotto-odotus	7.91%	25.02%	10.57%

Taulukkoon 5 on merkitty A1-profiilille edullisin ja kallein välittäjä sekä mediaanitulokset kaikkien välittäjien osalta. Kulut yhteensä vuositasolla kuvaa A1-profiilin euromääräisiä kokonaiskustannuksia tutkimusajanjakson ajalta. Euromääräinen kokonaistuotto-odotus puolestaan kertoo sen, kuinka paljon euromääräistä tuottoa 4800 euron sijoitet-

tavana olevalle pääomalle sijoittajan pitää tehdä päästäkseen passiivisen sijoittajan 5,57 % nettotuottotasolle. Nettotuottotaso puolestaan on euromääräisesti merkitty taulukon seuraavalle riville. Kulujen osuus kokonaistuotoista kertoo kuinka suuren prosentuaalisen osuuden aktiivisen sijoittajan kustannukset muodostavat tutkimusajanjakson kokonaistuotoista. Lisäksi viimeiselle riville on laskettu tutkimuksen kannalta ehkä tärkein luku eli sijoittajan todellinen kokonaistuotto-odotus. Todellinen kokonaistuotto-odotus kuvaa sitä, kuinka monen prosentin tuotto sijoitettavana olevalle pääomalle sijoittajan tulee saavuttaa, jotta hänelle jää käteen lopuksi euromääräisesti sama summa rahaa kuin passiiviselle sijoittajalle.

Välittäjien mediaanilla mitattuna A1-profiilin kokonaistuotto-odotukseksi muodostui 10,57 %. Saadakseen siis 5,57 % nettotuoton sijoitettavana olevalle pääomalleen sijoittajaprofiilin tulee tehdä keskimäärin noin 11 % bruttotuotto pääomalleen. Edullisin välittäjistä oli Nordnet Direkt 7,91 %:lla, kun taas kalleimmaksi tutkimukseen valituista välittäjistä osoittautui maantieteellisesti kaukaisimpana Helsingin osakemarkkinoista sijaitseva Deutche Bank 25,02 %:lla. Nordnet Direktin edullisuutta suhteessa muihin samankaltaisiin Internetvälittäjiin voidaan selittää edullisemmilla välityspalkkioilla. Deutche Bankin selvä poikkeama mediaanista selittyy pitkälti sillä, että kyseinen saksalainen pankki ei tarjoa Suomen osakemarkkinoille muuta vaihtoehtoa toimeksiannon toteuttamiselle kuin puhelin toimeksiannon jättäminen ja se on huomattavasti kalliimpaa kuin Internet toimeksiannon jättäminen, koska se vaatii manuaalista työtä. Vaikka A1-profiili ei tehnyt kuin 24 toimeksiantoa tutkimusajanjakson aikana, mediaanilla mitattuna välittäjien kokonaiskustannukseksi muodostui lähes yhtä suuri summa (240e) kuin tavoiteltava tuotto (267,36e) oli. Kokonaiskustannusten osuus oli 47 % sijoittajaprofiilin bruttotuotoista. Tämä luku indikoi sitä, että maltillinen aktiivinen piensijoittaminen ei ole kovin edullista suhteessa realistisesti tavoiteltavissa oleviin tuottoihin.



Kuvio 2. A1-sijoittajaprofiilin välittäjäkohtaiset kokonaistuotto-odotukset

Kuviossa 2 on esitetty A1-sijoittajaprofiilin kokonaistuotto-odotuksen jakaantuminen sijoittamisesta aiheutuvien kustannusten ja nettotuotto-odotuksen välillä. Kuvioon on kerätty tulokset kaikilta tutkimuksessa mukana olevilta välittäjiltä. Alempi palkki kuvaa 5,57 % tavoiteltavaa nettotuotto-odotusta. Ylempi palkki taas puolestaan kuvaa kustannusten osuutta. Molemmat palkit yhdessä muodostavat kokonaistuotto-odotuksen. Tuloksista havaitaan, että kustannukset suurimmalla osalla välittäjiä ovat melko samansuuruiset riippumatta välittäjän luonteesta. Jopa 12 välittäjän kokonaistuotto-odotus sijoittuu 9-12 % väliin. Vain Nordnet Direkt:n kautta sijoittajan on mahdollista selvittää verrattain alhaisella eli 7,91 %:n kokonaistuotto-odotuksella. Lisäksi vaikka A1-profiilin aktiivisuus on varsin maltillisella tasolla, Deutsche Bankin osalta kustannukset näyttelevät jo varsin kohtuutonta osaa realistisen nettotuoton saavuttamisessa.

6.3 A2 – Selkeästi aktiivinen sijoittaja

A2 – Selkeästi aktiivisen sijoittajaprofiilin keskeiset havainnot ovat seuraavat:

- Kokonaistuotto-odotus vaihteli välillä 14,93 – 83,37 %.
- Kulut ovat keskimäärin vuositasolla kolme kertaa suuremmat kuin nettotuotto-odotus.
- A2–sijoittajaprofiili tarvitsee edullisimmillaankin liki kaksinkertaisen vuosituoton A1–profiiliin verrattuna saman nettotuoton saavuttamiseksi.

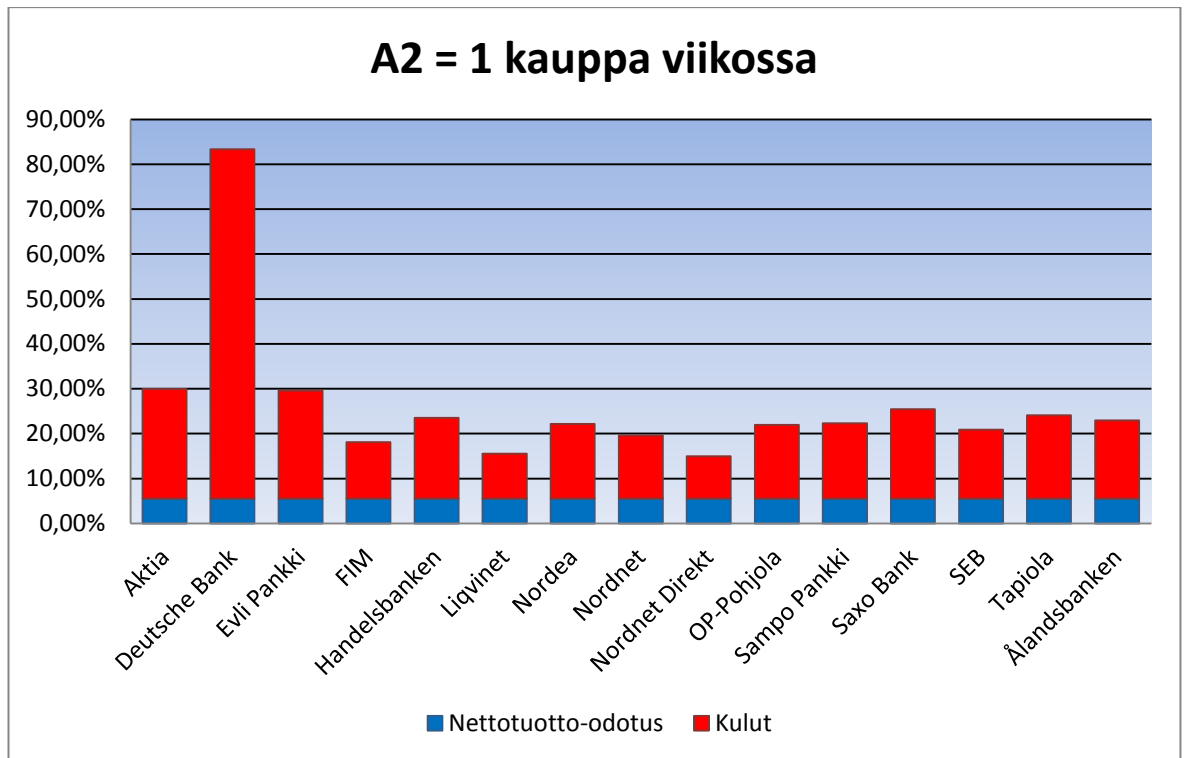
A2–sijoittajaprofiili mallinsi sijoittajaa, joka tekee keskimäärin yhden kaupan viikossa eli 48 kauppaa vuodessa. Puhuttaessa sijoittajasta, joka tekee kauppvoja viikkotasolla, voidaan puhua jo selkeästi aktiivisesta sijoittamisesta. Rationaalisella sijoittajalla on tällöin jokin ostojen ja myyntien ajoittamista hyödyntävä strategia, jonka avulla hän pyrkii saamaan markkinoiden yleistä kehitystä parempaa tuottoa pääomalleen. Toisin sanoen sijoittajan tavoitteena on ansaita enemmän kuin passiivinen sijoittaja. Taulukosta 6 käy ilmi kuinka paljon tuottoa A2–sijoittajaprofiilin tarvitsee tehdä päästäkseen samalle nettotuottotasolle passiivisen sijoittajan kanssa.

Taulukko 6. A2–profiilin tuottolaskelmat

A2 = 1 kauppa viikossa	Edullisin	Kallein	Mediaani
Välittäjä	Nordnet Direkt	Deutsche Bank	-
Kulut yhteensä vuositasolla	449.28 €	3 734.40 €	804.60 €
Euromääräinen kokonaistuotto-odotus (5.57% + kulut)	716.64 €	4 001.76 €	1 071.96 €
Euromääräinen nettotuotto-odotus (5.57%)	267.36 €	267.36 €	267.36 €
Kulujen osuus kokonaistuotoista	63%	93%	75%
Todellinen kokonaistuotto-odotus	14.93%	83.37%	22.33%

Välittäjien mediaanilla mitattuna A2–profiilin kokonaistuotto-odotukseksi muodostui 22,33 %. Saadaksesiin siis 5,57 % nettotuoton sijoitettavana olevalle pääomalleen sijoittajaprofiilin tulee keskimäärin tehdä reilu 22 % bruttotuotto pääomalleen. Edullisin välittäjistä A2–sijoittajaprofiilin kaltaisille sijoittajille oli, kuten aikaisemman A1–profiilinkin kohdalla, Nordnet Direkt. Verrattuna muihin välittäjiin, Nordnet Direktin hinnoittelupolitiikka tuntuu soveltuvan erittäin hyvin vielä viikkotasollakin kauppaa käyville piensijoittajille, sillä sen kautta sijoittajan kokonaistuotto-odotukseksi muodos-

tui 14,93 %, mikä on huomattavasti tutkimukseen valikoituneiden välittäjien mediaania (22,33 %) alhaisempi. On hyvä muistaa, että tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että Nordnet Direkt:ään kautta sijoittajan olisi helppo voittaa markkinoiden yleinen kehitys aktiivisella sijoittamisella. Voittaakseen markkinat sijoittaja tarvitsee strategian, jonka avulla hän pystyy saavuttamaan yli 14,93 % vuosittaisen bruttotuoton pääomalleen. Kalleimmaksi välittäjäksi A2-ryhmässä muodostui jälleen saksalainen Deutsche Bank erittäin korkealla 83,37 % kokonaistuotto-odotuksella. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että sijoittajan on tehtävä 83,37 % vuotuinen bruttotuotto sijoitettavana olevalle pääomalleen saavuttaakseen 5,57 % nettotuoton. Deutsche Bankin kautta tutkimuksessa käytetyillä kriteereillä viikkokauppa käyvän sijoittajan vuotuisista tuotoista peräti 93 % menee välittäjälle maksettaviin kuluihin. Euromääräisesti, jos sijoittajan sijoitettavana oleva rahamäärä on 4800e, hänen täytyy tehdä Deutsche Bankin kautta n.4002 euron bruttotuotto, jotta kulujen jälkeen sijoittajalle jää n.267e voittoa vuositasolla. Samassa ajassa välittäjän tilipussi kasvaa massiivisella n.3734e rahamäärällä. Välittäjien mediaanilla mitattuna kulujen osuus kokonaistuotoista on verrattain korkea 75 %. Euromääräisesti sijoittajan kokonaiskustannukseksi muodostuu taas noin 805e. Kuvioista 3 käy ilmi A2-profiilin kustannusten ja nettotuotto-odotuksen suhde kokonaistuotto-odotuksesta välittäjittäin eroteltuna.



Kuvio 3. A2-sijoittajaprofilin välittäjäkohtaiset kokonaistuotto-odotukset

Verrattuna kuvioon 2, kuvio 3 antaa jo hyvin osviittaa aktiivisen piensijoittajan kulujen kasvusta, kun kaupankäyntiaktiivisuutta lisätään, mutta nettotuotto-odotus säilyy samalla tasolla. Tilannetta voi hahmottaa käytäntöön siten, että verrattuna maltilliseen A1-sijoittajaan, aktiivisemmalla A2-sijoittajalla on strategia, jonka kauppakohtainen tuotto on pienempi, mutta joka loppujen lopuksi johtaa kuitenkin samaan nettotuottoon. Toisin sanoen strategia on kauppakohtaisesti tehottomampi, mutta kaupankäyntisignaaleja tulee useammin. Sijoittajaprofiileja on kuitenkin turha profiloida strategioiden osalta sen enempää, koska tässä tutkimuksessa kustannukset ovat pääroolissa. Jokainen sijoittaja pystyy itse arvioimaan hyödyntämänsä sijoitusstrategian kaupankäyntisignaalien tiheyden, ja siten päättämään onko hänen strategiansa kannattava suhteessa passiivisesta sijoittamisesta tai maltillisemmasta aktiivisesta sijoittamisesta saataviin tuottoihin. Tässä mielessä tutkimus antaa suuntaa aktiivisen sijoittamisen kuluihin eri kaupankäyntimäärillä ja siten helpottaa erilaisten sijoittajien eri sijoitusstrategioiden välistä päätöksentekovalintaa.

Kuviosta 3 käy ilmi, että kaupankäyntiaktiivisuuden lisääntyessä välittäjän valinta näyttäisi nousevan entistä merkittävämpään rooliin. Erot eri välittäjien välillä ovat selvästi kasvaneet verrattuna kuvioon 2. Kuviosta 3 on lisäksi huomattavissa se, että vaikka

Deutsche Bank on A2–profiilin kaltaisille sijoittajille erittäin epäsuotuisa välittäjä, välittäjien joukosta nousee selkeästi kolme välittäjää: FIM (kokonaistuotto-odotus 18,07 %), Liqvinet (15,57 %) ja Nordnet Direkt (14,93 %), joiden kaikkien hinnoittelupolitiikka näyttäisi suosivan A2–profiilin sijoittajia. Näiden kaikkien kolmen kokonaistuotto-odotukset jäävät alle 19 %:n.

6.4 A3 – Erittäin aktiivinen sijoittaja

A3 – Erittäin aktiivisen sijoittajaprofiilin keskeiset havainnot ovat seuraavat:

- Kokonaistuotto-odotus vaihteli välillä 21,32 – 414,02 %.
- Piensijoittajan päiväkaupankäynti on keskimäärin erittäin kallista verrattuna muihin sijoittajaprofiileihin.
- Sijoittajan välittäjän valinnalla on suuri merkitys kokonaistuotto-odotukseen vuositasolla.

A3–sijoittajaprofiili mallinsi erittäin aktiivista piensijoittajaa. A3–profiili teki keskimäärin yhden kaupan päivässä eli kauppoja kertyi tutkimusajanjakson aikana 252 kpl. A3–sijoittajaprofiilin kohdalla voidaan puhua ns. päiväkauppiaas -profiilista. Päiväkaupan käyminen on jo melko lähellä ammattimaista sijoittamista, sillä se vaatii huomattavan paljon aikaa ja asiantuntemusta markkinoiden toiminnasta. Lisäksi A3–profiilin tulokset ovat ehkä mielenkiintoisimmat kaikista kolmesta tutkimuksen aktiivisen sijoittamisen profiileista, koska se on luonteeltaan ja ominaisuuksiltaan profiileista etäisin suhteessa passiiviseen sijoittamiseen. Taulukosta 7 käy ilmi kuinka paljon tuottoa A3–sijoittajaprofiilin tarvitsee tehdä päästäkseen samalle nettotuottotasolle passiivisen sijoittajan kanssa.

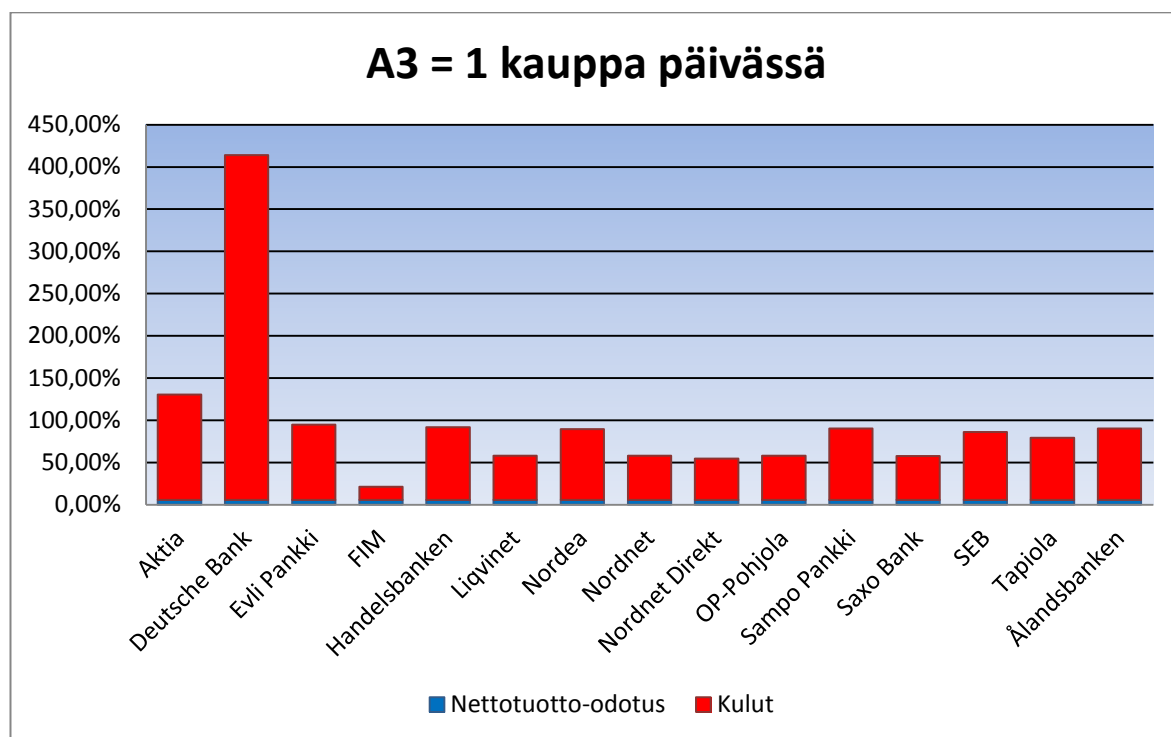
Taulukko 7. A3–profiilin tuottolaskelmat

A3 = 1 kauppa päivässä	Edullisin	Kallein	Mediaani
Välittäjä	FIM	Deutsche Bank	-
Kulut yhteensä vuositasolla	756.00 €	19 605.60 €	3 852.79 €
Euromääräinen kokonaistuotto-odotus (5.57% + kulut)	1 023.36 €	19 872.96 €	4 120.15 €
Euromääräinen nettotuotto-odotus (5.57%)	267.36 €	267.36 €	267.36 €
Kulujen osuus kokonaistuotoista	74%	99%	94%
Todellinen kokonaistuotto-odotus	21.32%	414.02%	85.84%

Välittäjien mediaanilla mitattuna A3–profiilin kokonaistuotto-odotukseksi muodostui 85,84 %. Saadaksesiin siis 5,57 % nettotuoton sijoitettavana olevalle pääomalleen sijoittajaprofiilin tulee tehdä keskimäärin noin 86 % bruttotuotto pääomalleen. Tämä kuulostaa jo melko kohtuuttomalta ja vaatii käytännössä sijoittajalta mittavan edun strategialleen, jotta sijoittaminen olisi realistisesti kannattavaa. Sijoittajan on pohdittava sijoitusstrategiansa edun lisäksi myös sijoittamiseen kuluva päivittäistä aikaa pohtiessaan aktiivisen sijoitusstrategian kannattavuutta passiiviseen sijoittamiseen nähden. Mitä aktiivisempaa sijoittaminen on sitä enemmän sen voisi kuvitella myös vievän sijoittajan vapaa-aikaa.

Edullisin välittäjistä A3–profiilin kohdalla oli suomalainen sijoituspalvelutalo FIM. FIM:n kokonaistuotto-odotukseksi muodostui 21,32 %, mikä on selvästi välittäjien mediaania alhaisempi. Tämä johtuu käytännössä siitä, että FIM:n hinnoittelupolitiikka eroaa minimiveloitukseltaan merkittävästi muista välittäjistä ja suosii siten A3–profiilin kaltaisia sijoittajia. FIM:n hinnoittelupolitiikka suosii erityisesti erittäin aktiivisia piensijoittajia, joiden kertosijoitussumma on alhainen. FIM:n aktiivisemmille sijoittajille tarkoitetun Direct Pro järjestelmän kriittinen piste on alhaisimmillaan 750e. Kriittisellä pisteellä tarkoitetaan sitä pistettä, jota suuremmalla kertosijoitussummalla välityspalkkion veloitusmenetelmä muuttuu kiinteästä euromääräisestä summasta progressiiviseksi. Muilla välittäjillä kriittinen piste on huomattavasti korkeampi. Yleisesti ottaen, mitä pienempi välittäjän kiinteä minimiveloitus on, ja mitä lähempänä sijoittajan kertosijoitussumma on kriittistä pistettä alapuolelta lähestyttäessä, sitä optimaalisempi hinnoittelupolitiikka hänelle on.

Kallein välittäjästä oli, kuten aikaisempienkin profiilien kohdalla, Deutsche Bank. Sen kokonaistuotto-odotukseksi muodostui huimat 414,02 %. Mielenkiintoista on se, että kulujen osuus kokonaistuotto-odotuksesta on jopa 99 %. Euromääräisesti asiaa tarkasteltaessa, jotta sijoittajalle jäisi vuoden lopussa 5,57 % nettotuotto eli 267,36e voittoa, hänellä menisi välittäjälle maksettaviin kuluihin vuoden aikana yhteensä 19 605,60e. Toisin sanoen A3–profiilin kaltaisen piensijoittajan käydessä kauppaa Deutsche Bankin kautta välittäjä rikastuu, mutta sijoittaja ei.



Kuvio 4. A3–sijoittajaprofiilin välittäjäkohtaiset kokonaistuotto-odotukset

Kuviosta 4 vahvistuu se käsitys, että FIM on A3–profiilin kaltaisille sijoittajille selvästi edullisin välittäjä. FIM erottui jo A2–profiilin kohdalla välittäjien mediaanista ja oli A3–profiilin kohdalla ylivoimaisesti edullisin 21,32 % kokonaistuotto-odotuksella. Lisäksi muut A2–profiilin kohdalla erottuneet välittäjät Liqvinet (kokonaistuotto-odotus 58,07 %) ja Nordnet Direkt (54,71 %) pitivät pintansa myös A3–profiilin kohdalla, vaikka kärkijoukkoon nousi myös muita välittäjiä: Nordnet (58,07 %), OP-Pohjola (58,07 %) ja Saxo Bank (57,55 %). Kuvioista 2,3 ja 4 on mielenkiintoista huomata se, että vaikka välittäjien paremmuusjärjestys vaihtelee kaupankäyntiaktiivisuuden lisääntyessä, välittäjien ääripäät kuitenkin erottuvat toisistaan koko ajan yhä enemmän. Erot edullisimman ja kalleimman välittäjän kohdalla siis kasvavat. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että

välittäjän valinta on sijoittajalle sitä tärkeämpää, mitä aktiivisemmin hän käy suoraa osakekauppaa.

7 Pohdinta

Kustannusten minimointi on erittäin tärkeä asia aktiiviselle sijoittajalle. Kuten sijoittajaprofilien tuloksista oli huomattavissa, kustannukset näyttelevät erittäin merkittävää osaa aktiivisessa sijoittamisessa jo verrattain lyhyelläkin aikavälillä. Lisäksi kustannukset nousivat myös selkeästi esiin jo maltillisilla kaupankäyntimäärillä. Sijoittajan tulisikin arvioida kaupankäynnistä aiheutuvien kustannusten vaikutus portfolioonsa pitkällä tähtämällä välttyäkseen kannattamattomien sijoitusstrategioiden valitsemiselta. Lisäksi lyhyen aikavälin kauppakohtaisten kustannusten tarkasteleminen voi helposti aiheuttaa optisen harhan, mikä peittää kustannusten suuruuden pitkällä aikavälillä.

Menestyvälle sijoittajalle tärkeintä on voitollinen sijoitusstrategia. Kustannukset kulkevat kuitenkin sijoitusstrategian kanssa käsi kädessä, koska kustannukset määrittävät viimekädessä sen, kuinka voitollinen sijoittajan strategia on. Kustannuksiin taas pystyy vaikuttamaan sekä omalla sijoitusaktiivisuudellaan että välittäjän valinnalla. Seuraavissa alaluvuissa pohditaan tutkimuksen tulosten perusteella kuinka merkittävä rooli sijoittajan kannalta edellä mainituilla muuttujilla todellisuudessa on. Lisäksi tarkastellaan syitä välittäjien hinnastojen eroavaisuuksille sekä pohditaan ovatko tutkimuksessa saavutetut tuotto-odotusluvut kohtuuttomia. Viimeisessä luotettavuuspohdinta -kappaleessa arvioidaan vielä tutkimuksen luotettavuutta, sekä esitetään potentiaalisia jatkotutkimuskohteita.

7.1 Välittäjien vaikutus

Välittäjien aiheuttamaa kustannusvaikutusta sijoittajalle voidaan havainnollistaa vertaamalla eri sijoittajaprofilien kohdalla edullisimman ja kalleimman välittäjän eroja. Kokonaistuotto-odotuksella tarkasteltaessa välittäjistä johtuva ero oli edullisimman ja kalleimman välittäjän välillä A1-profiilin kohdalla 17,11 prosenttiyksikköä, A2-profiililla 68,44 prosenttiyksikköä ja A3-profiililla jopa 393 prosenttiyksikköä. Tämä indikoi sitä, että välittäjän valinnalla on huomattava vaikutus sijoittajan kokonaislopputulokseen. Edellä mainittu myös indikoi sitä, että mitä aktiivisempaa sijoittaminen on, sitä merkittävämpään rooliin sijoittajalle sopivan välittäjän valitseminen nousee.

Tutkimustuloksista kävi ilmi, etteivät samat välittäjät olleet edullisimpia kaikkien sijoittajaprofilien kohdalla, vaan jotkut välittäjät näyttivät soveltuvan paremmin tietyn tyyppisille sijoittajille riippuen sijoittajan kaupankäyntiaktiivisuudesta. Tämä tulos taas on seurausta eri välittäjien valitsemasta hinnoittelupolitiikasta. Joidenkin välittäjien hinnoittelupolitiikka, kuten esim. FIM tuntui selkeästi suosivan aktiivisempia sijoittajia, kun taas toiset välittäjät, kuten esim. Nordnet Direkt soveltuivat selkeästi maltillisemmille sijoittajille. Kun välittäjien vaikutus sijoittajan kokonaistulokseen on merkittävä, olisi sijoittajan järkevää välittäjää valitessaan estimoida tuleva kaupankäyntiaktiivisuutensa ja arvioida se suhteessa sijoitettavana olevaan pääomaan, ja sitä kautta pohtia minkä välittäjän hinnoittelupolitiikka on hänelle suotuisin.

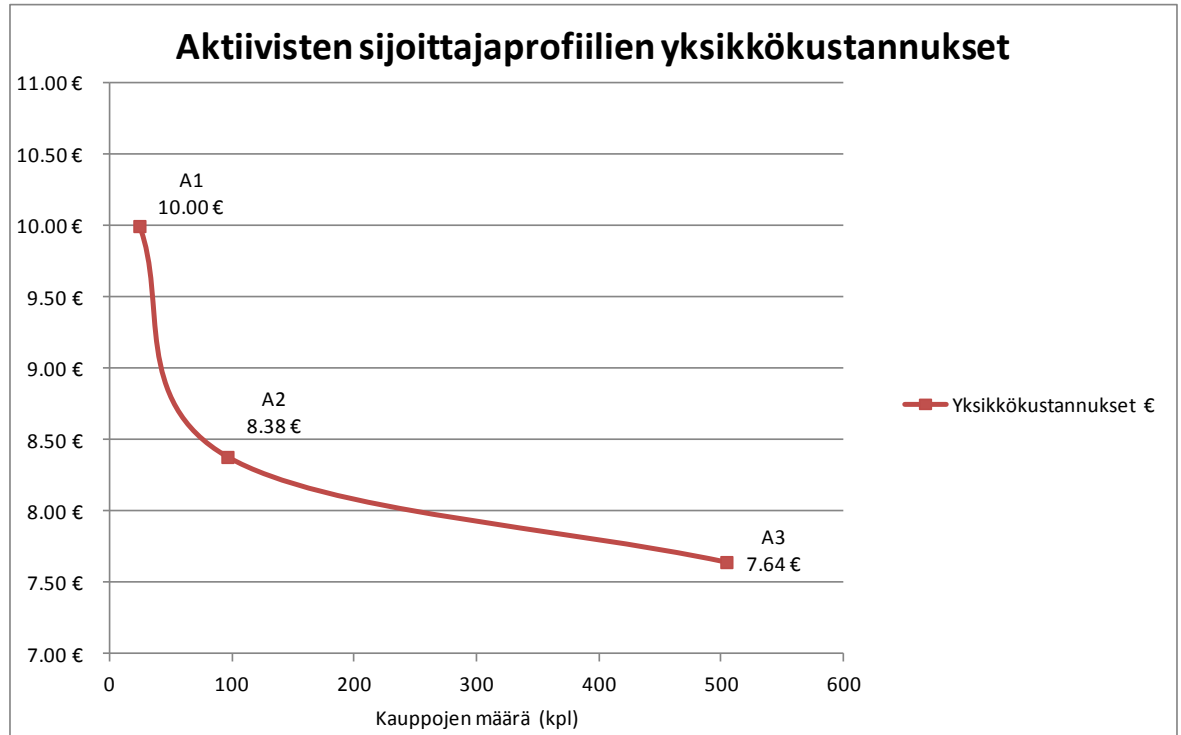
Sytä, miksi tietyt välittäjät ovat päätyneet erilaisiin hinnoittelupolitiikkoihin, on vaikea päätellä tuntematta välittäjäyrityksien strategioita. Tietyn tyyppiseen hinnoittelupolitiikkaan päätyminen taustalla voi kuvitella kuitenkin olevan melko painavia syitä. Yksi tällainen voisi olla välittäjäyrityksen strateginen halu profiloitua palvelemaan tietyn tyyppisiä sijoittajia ja sitä kautta pyrkiä rakentamaan asiakaskuntaansa yrityksen tulevaisuuden vision mukaiseen suuntaan. Lisäksi tutkimustuloksia tarkasteltaessa kävi ilmi, että maantieteellisesti kauimpana kohdemarkkinasta sijaitseva välittäjä Deutsche Bank oli sijoittajan aktiivisuudesta riippumatta kaikkein kallein. Maantieteellisen välimatkan ei kuitenkaan uskoisi olevan niinkään ratkaiseva tekijä, vaan ennemminkin välimatkan aiheuttama Deutsche Bankin asiakaskunnan kiinnostuksen puute ja sitä kautta kysynnän puute kohdemarkkinanaan. Nopeasti tarkasteltuna syynä tutkimustuloksiin vaikuttaisi olevan jo aikaisemmin mainittu kalliin manuaalista työtä välittäjälle aiheuttavan puhelin toimeksiannon jättäminen ainoana toimeksiannon toteutuskeinona sijoittajalle. Käytännössä edellä mainittu syy lienee kuitenkin vain seurausta muista taustalla olevista syistä, sillä Deutsche Bankin olisi mahdollista kaikkien muiden välittäjien tavoin luoda tai ostaa internetpohjainen kaupankäyntijärjestelmä, joka mahdollistaisi asiakkaille edullisemmän Internet toimeksiannon jättämisen myös OMX Helsinki -markkinalla. Taustalla oikeasti olevia syitä voi siis vain arvailla, mutta mielenkiintoisia jatkotutkimuskohteita olisi esimerkiksi tutkia välittäjän asiakaskunnan fyysistä etäisyyttä kohdemarkkinasta ja sitä kautta kohdemarkkinan tunnettuutta ja merkittävyyttä asiakaskunnalle ja nimenomaan näiden tekijöiden vaikutusta välittäjän hinnoittelupolitiikkaan. Edellä mainituilla asioilla voisi kuvitella olevan vaikutusta asiakaskunnan kiinnostukseen käydä kauppaa

tietyllä kohdemarkkinalla ja sitä kautta myös vaikutusta välittäjän kaupankäyntivolyymien kasvuun, mikä puolestaan muokkasi välittäjän hinnoittelupolitiikkaa.

Kaiken kaikkiaan tutkimustuloksista on huomattavissa se, että välittäjän valinnalla on merkittävä rooli sijoittajan kokonaistulokseen ja sitä kautta sijoittajan menestymiseen. Lisäksi mitä aktiivisempi sijoittaja on, sitä tärkeämpää oikean välittäjän löytäminen on sijoittajalle. Sijoitustuloksen kannalta oikean välittäjän löytäminen on merkittävää sekä aktiiviselle että passiiviselle sijoittajalle, mutta sijoittamisen luonteesta johtuen aktiivisen sijoittajan kohdalla välittäjän valinta on entistä tärkeämpi huomioonotettava seikka sijoitustoimintaa aloitettaessa.

7.2 Aktiivisuuden vaikutus

Aktiivisuuden vaikutusta voi havainnollistaa vertailemalla kaupankäynnin yksikkökustannusten muutoskäyrää eri kaupankäyntimäärillä. Koska aktiivisten sijoittajien profiilit olivat muuten identtisiä, mutta erosivat toisistaan kaupankäyntimääriltään, voidaan niiden tuloksia käyttää tarkastelupisteinä. Kuviossa 5 on esitetty jokaisen aktiivisen sijoittajaprofiilin osalta niiden tekemien kauppojen yksikkökustannukset siten että vaakakselilla on kauppojen määrä ja pystyakselilla euromääräiset yksittäiskustannukset.



Kuvio 5. Aktiivisten sijoittajaprofiilien yksikkökustannukset.

Kuviossa 5 olevan punaisen käyrän pisteet on laskettu eri sijoittajaprofiilien tulosten välittäjien mediaanikustannuksista. Välittäjäkohtaiset erot eivät siten käy ilmi kuviosta. Kuviosta havaitaan, että toimeksiantojen lisääntyessä kauppojen yksikkökustannukset eivät laske lineaarisesti eli yksikkökustannusten lasku ei ole suoraan kääntäen verrannollinen kauppojen määrän kasvun kanssa. Jyrkästi kovera käyrä tarkoittaa sitä, että yksikkökustannukset laskevat suhteellisesti enemmän siirryttäessä pisteestä A1 pisteeseen A2 kuin siirryttäessä pisteestä A2 pisteeseen A3. Tämä ilmentää sitä, että kaupankäynnin aktiivisuuden lisääntyessä sijoittajan kaupankäynnin kustannukset laskevat alkuvaiheessa suhteellisesti enemmän kuin myöhemmin. Käytännön tasolla tämä taas tarkoittaa sitä, että sijoittaja saa suhteellisesti enemmän hyötyä itselleen silloin, kun hän kasvattaa kaupankäyntiaktiivisuuttaan muutamasta kaupasta kymmeneen kauppoihin, kuin nostessaan aktiivisuuttaan kymmenistä kaupoista satoihin kauppoihin vuositasolla. Tämä kannattaa ottaa huomioon esimerkiksi silloin, kun sijoittaja vertailee kahta vaihtoehtoista sijoitusstrategiaa, jotka eroavat kaupankäyntimääriltään, mutta joiden odotettu kaupakohtainen tuotto on suunnilleen yhtä suuri.

Kuvion 5 käyrän muoto johtuu alaluvussa 4.2 mainituista välittäjien rakentamista kaupankäyntiaktiivisuuden palkitsemisjärjestelmistä. Mitä lineaarisempi kuvion 5 käyrä olisi, sitä tasaisemmin välittäjät palkitsisivat sijoitusaktiivisuudeltaan eritasoisia asiakkaitaan. Tuloksien valossa näyttäisi siltä, että välittäjien konsensus on palkita suhteellisesti enemmän passiivisempia asiakkaitaan kuin aktiivisempia.

Tutkimuksessa saatujen kokonaistuotto-odotuksien prosenttiluvut vaihtelivat melko paljon. A1-sijoittajaprofilin kohdalla kokonaistuotto-odotus vaihteli välittäjistä riippuen välillä 7,91 % - 25,02 % mediaanin ollessa 10,57 %, kun taas A2-profilin kohdalla vaihteluväli oli jo 14,93 % - 83,37 % ja mediaani 22,33 %. A3-profilin kohdalla tuotto-odotukset vaihtelivat välillä 21,32 % - 414,02 % mediaanin ollessa 85,84 %. Kokonaistuotto-odotus vastasi siis sijoittajan sijoitettavana olevalle pääomalle tarvittavaa tuottoa, jotta tarkastelujakson lopuksi hän saisi pääomalleen saman verran tuottoa kuin mitä passiivinen sijoittaja on keskimäärin vuositasolla saavuttanut (5,57 %). Verrattuna passiivisen sijoittajan keskimääräiseen vuosituottoon aktiivisten sijoittajien kokonaistuotto-odotukset kuulostavat melko vaativilta. On kuitenkin syytä muistaa, että tutkimuksessa on monta liikkuvaa parametria, jotka omalta osaltaan voivat vaikuttaa käytännön tasolla merkittävästikin sijoittajan todellisiin tuloksiin. Näitä ovat esim. sijoitettavana olevan rahamäärän tai kertapanostuksen suuruus, joihin palaamme tarkemmin vielä viimeisessä alaluvussa 7.3. Yleisesti ottaen, vaikka välittäjän valinnalla pystyy alentamaan kustannuksiaan hämmästyttävän paljon, ei tutkimuksen tuloksien valossa suora aktiivinen osakesijoittaminen kuitenkaan vaikuta keskimäärin kovin edulliselta, varsinkaan korkeammilla kaupankäyntimäärillä.

7.3 Luotettavuuspohdinta

Tutkimuksessa käytettiin paljon rajauksia. Rajauksia tehtiin suurimmaksi osaksi laskennallisista syistä. Kaikkien sijoituskustannuksien suuruutta ei pysty kovin kevyillä resursseilla realistisesti arvioimaan (esim. piilevät kustannukset) ja siten myöskään kohdistamaan, joten ne oli järkevää sivuuttaa. Lisäksi monia muita sekä yksilöllisesti että ajallisesti vaihtelevia tekijöitä, kuten verot ja välittäjien asiakkaille tarjoamat erikoistarjoukset ja tarjouskampanjat jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkimustuloksia tarkasteltaessa

nämä rajaukset täytyy pitää mielessä, sillä niillä on luultavasti merkittävä vaikutus yksittäisten sijoittajien todellisiin tuloksiin.

Tutkimuksessa käytetyistä aineistoista Pörssisäätiön teettämää kotitalouksien säästämis-tutkimusta voi pitää melko luotettavana, sillä tutkimukseen haastateltiin kaiken kaikkiaan yli tuhatta henkilöä huomioiden mm. vastaajien maantieteellinen sijainti, ikä ja sukupuoli. Välittäjien hinnastotiedot puolestaan ovat luonteeltaan informaatiota, joka voi muuttua minä hetkenä tahansa. Tutkimusta luettaessa on syytä huomioida että välittäjien hinnastot ovat voineet vaihtua tutkimuksen tekohetkestä. Tutkimuksessa käytettyjä osakkeiden historiallisia hintakehitystietoja täytyy myös osata tarkastella tietona mikä kuvaa vain tiettyä historiallista ajanjaksoa. Historian kaikki ajanjaksot eivät ole olleet samanlaisia, eikä se heijasta välttämättä tulevaisuutta millään tavalla. Esimerkiksi passiivisen sijoittajan tuotto-odotus olisi voinut olla historiallisesti korkeampi tai matalampi, jos luvun laskennassa olisi käytetty havaintoarvoja esim. 100 vuoden ajanjaksolta. Tutkimuksessa pyrittiin käyttämään historiallista pörssi-informaatiota siten, että havaintoarvoja olisi riittävästi mallintamaan lähihistorian ajanjaksoa. Lähihistorian ajanjaksoa siksi, että huomioiden esim. teknologian ja markkinoiden kehitys, lähihistorian markkina on lähtökohdiltaan samankaltaisin nykyhetken markkinaan verrattuna. Toki kriittisessä tarkastelussa täytyy huomioida myös lukemattomia muita tekijöitä kuten esim. taloussuhdanteiden vaikutus yms.

Tutkimus oli mielenkiintoinen, mutta se herätti myös useita ajatuksia mahdollisia jatkotutkimuskohteita varten. Ensinnäkin tutkimuksen luotettavuutta pystyisi nostamaan ja tutkimustuloksia avartamaan ja laajentamaan muuttamalla tässä tutkimuksessa käytettyjä parametreja eri suuntiin ja tarkastelemalla niiden vaikutusta lopputuloksiin. Esimerkiksi sijoituspanoksen muuttaminen suurempiin tai pienempiin kertaeriin eli rahanhallinnan optimointi ja profiilien määrän kasvattaminen tiheämpien tutkimustuloksien saavuttamiseksi toisi lisäluotettavuutta tuloksiin. Muuttamalla parametreja yksitellen eli tutkimalla sitä, miten eri parametrit vaikuttavat tutkimustuloksiin, pystyisi kohdentamaan vielä tarkemmin sitä, mitkä tekijät tai minkä tekijöiden kombinaatiot vaikuttavat eniten aktiivisen sijoittamisen kustannusten nousuun. Sen avulla sijoittajat pystyisivät optimoimaan kustannustehokkuutensa ja sitä kautta luultavasti parantamaan lopullisia tuottojaan.

Tutkimusta tehdessä nousi esiin myös muutamia muita mielenkiintoisia tutkimuskoh- teita:

- Suomalaisen piensijoittajan arvojen muutos eri ajanjaksoina esim. eri taloussuh- danteissa
- Kuinka paljon aikaa aktiivinen sijoittaminen todellisuudessa vie?
- Välittäjän ja kohdemarkkinan etäisyys toisistaan ja sen vaikutus välittäjän hintoi- hin
- Kannattavuusvertailu: keskittäminen yhdelle vai hajauttaminen monelle välittä- jälle globaalissa kaupankäynnissä

Olisi mielenkiintoista tietää muuttuuko suomalaisten piensijoittajien arvot merkittävästi ajan kuluessa tai eri ajanjaksoina. Vaikuttaako esimerkiksi taloussuhdanteiden muutos piensijoittajien käyttäytymiseen? Aktivoituvatko sijoittajat säännöllisesti esim. nou- susuhdanteiden kohdalla ja passivoituvat laskusuhdanteissa tai päinvastoin. Tämä tieto voisi olla hyödyllistä välittäjille. Automaattisen algoritmikaupankäynnin yleistettyä tek- nologian kehityksen myötä olisi myös mielenkiintoista tietää viekö aktiivinen sijoittami- nen todellisuudessa paljon enemmän vapaa-aikaa kuin passiivinen sijoittaminen. Tut- kimuksen voisi teettää esim. kyselytutkimuksena, mihin valittaisiin sekä passiivisia että aktiivisia sijoittajia ja missä heiltä kysyttäisiin sijoittamiseen käytettyä aikaa esim. päivä, viikko tai vuositasolla.

Vaikka aikakaudellamme on käytössä nopeat yhteydet ympäri maailman, onko välittä- jän ja kohdemarkkinan etäisyydellä kuitenkin merkitystä asiakkaalta veloittaviin hin- toihin? Tuntuu, että sijoittajan käydessä kauppaa ulkomaisissa pörseissä, kaupankäyn- nistä veloittavat hinnat ovat korkeammat kuin kotimaisissa pörseissä. Mikäli hinnat ovat korkeammat, olisi mielekästä tietää, johtuvatko ne esim. etäisyydestä, eri valuutas- ta, lainsäädännöstä tai verokäytännöistä vai mistä? Tämä tieto olisi sijoittajalle tärkeää siksi, että sen jälkeen olisi helppo tutkia, kannattaako globaalinen sijoittajan perustaa jo- kaisen kohdemarkkinan paikalliselle välittäjälle oma arvo-osuustili vai keskittää ja har- joittaa kaupankäyntiä yhden välittäjän kautta ympäri maailman.

Lähteet

Aktia. Hinnasto. Luettavissa: <http://www.aktia.fi/sijoittaminen/osakkeet/hinnasto>.
Luettu: 15.5.2011.

Bogle, J. 2001. Three Challenges Of Investing: Active Management, Market Efficiency, and Selecting Managers. Luettavissa: http://johncbogle.com/speeches/JCB_AXA_10-01.pdf. Luettu: 10.7.2012.

Deutsche Bank. Hinnasto. Luettavissa: <https://www.maxblue.de/media/PLV.pdf>.
Luettu: 15.5.2011.

Elisa 2006. Osakkeen historia. Luettavissa: http://www.elisa.fi/elisa-oyj/sijoittajat/osake/osakkeen_historia/. Luettu: 13.10.2011.

Ellis, C. 1975. The Loser's Game. Luettavissa:
http://www.collinsward.com/Articles/CWCM_The_Loser%27s_Game.pdf. Luettu:
10.7.2012.

Erola, M. 2009. Paras sijoitus. Talentum. Helsinki.

Euroclear 2009a. Selvitystoiminnan kohteena olevat arvo-osuudet ja tapahtumat Luettavissa:
http://www.ncsd.eu/files/Selvitystoiminnan_kohteena_olevat_arvoosuudet_ja_tapahtumat_1.10.2009.PDF. Luettu: 12.11.2011.

Euroclear 2009b. Euroclear Finlandin säännöt. Luettavissa:
http://www.ncsd.eu/files/Euroclear_Finlandin_saannot_10_10_2011.pdf. Luettu:
12.11.2011.

Euroclear 2011c. Kotitalousomistus. Luettavissa:
http://www.ncsd.eu/files/Kotitalousomistus_20110630.pdf. Luettu: 13.10.2011.

Evli 2010. Hinnasto. Luettavissa:

https://www.evli.com/dms/customeragreements/Hinnasto-2010_fi. Luettu: 15.5.2011.

Frank-Kapluck, S. 15.4.2011. Deutsche Bank. Sähköposti.

FIM 2011. Hinnasto. Luettavissa:

https://www.fim.com/suomi/brokerage/direct/fim%20pankin%20v%C3%A4litysh_fi.pdf. Luettu: 15.5.2011.

Ghasemi, H. 15.4.2011. Account.Manager. SEB. Sähköposti.

HE.28/2000. 1.johdanto. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvo-osuusrekisterien keskitämistä arvopaperikeskukseen koskevaksi lainsäädännöksi. Luettavissa:

<http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2000/20000028>. Luettu: 31.7.2012.

Heikkilä, T. 1998. Tilastollinen tutkimus. Edita. Helsinki.

Hämäläinen, K., Leino, A. & Melender, T. 2011. Välittäjävertailu. Arvopaperi, 5, 20-29.

Hämäläinen, K. 2003. Osakesijoittajan opas. Kustannusosakeyhtiö Tammi. Helsinki.

Laki arvo-osuusjärjestelmästä 17.5.1991/826.

Leden, L. 16.5.2011. Asiakasvastaava. Handelsbanken. Sähköposti.

Lefevre, E. 1997. Reminiscences of a Stock Operator 75th Anniversary Edition Wiley.

Liqvinet 2011. Hinnasto. Luettavissa: <http://www.liqvinet.com/hinnasto/trading-hinnasto>. Luettu: 6.11.2011.

Malkiel, B. 2007. Sattuman kauppaa Wall Streetillä 9.painos. Talentum. Helsinki.

Mondo Visione 2012. Trading Statistics Luettavissa:

<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/nasdaq-omx-nordic-and-baltic-markets-trading-statistics-april-2012-etf-turnov/>. Luettu: 31.7.2012.

Morningstar 2012. Sanasto. Luettavissa:

<http://www.morningstar.fi/fi/glossary/default.aspx?articleid=75230&categoryid=487&group=I>. Luettu: 7.6.2012.

Nasdaq OMX 2012. Rules for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX and Oslo Børs All-Share, Benchmark, Tradable and Sector Indexes. Luettavissa: https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology_NASDAQ_OMX_and_Oslo_Bors_Equity_Indexes.pdf. Luettu: 31.8.2012.

Nasdaq OMX Nordic 2011a. Legal structure. Luettavissa:

http://www.nasdaqomxnordic.com/digitalAssets/67/67877_legal_structure_100208.pdf. Luettu: 8.10.2011.

Nasdaq OMX Nordic 2011b. Trading hours. Luettavissa:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/kaupankayntiajat/?languageId=4>. Luettu: 8.10.2011.

Nasdaq OMX Nordic 2011c. Markkina- ja valvonta. Luettavissa:

<http://nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/surveillance/aboutsurveillance/>. Luettu: 8.10.2011.

Nasdaq OMX Nordic 2011d. Market model. Luettavissa:

http://nasdaqomx.com/digitalAssets/75/75620_nasdaqomxnordicmarketmodel2.6.pdf. Luettu: 10.12.2011.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2007. Yritysrahoitus. 5.painos. Edita Publishing Oy. Helsinki.

Nordea 2011a. Hinnasto. Luettavissa:

[https://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t+j
a+sijoitukset/Hinnat/K%C3%A4y+p%C3%B6rssikauppaa+edullisesti+Nordeassa/7
73722.html](https://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t+j
a+sijoitukset/Hinnat/K%C3%A4y+p%C3%B6rssikauppaa+edullisesti+Nordeassa/7
73722.html). Luettu: 6.11.2011.

Nordea 2011b. Arvopaperisäilytys. Luettavissa:

[http://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t%2
bja%2bsijoitukset/Hinnat/S%C3%A4ilytysmaksut/939732.html](http://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t%2
bja%2bsijoitukset/Hinnat/S%C3%A4ilytysmaksut/939732.html). Luettu: 15.5.2011.

Nordnet Direkt. Hinnasto. Luettavissa:

<https://www.nordnetdirekt.se/mux/oinloggad/prislista/prislista.html>. Luettu:
15.5.2011.

Nordnet Pankki. Hinnasto. Luettavissa:

<https://www.nordnet.fi/mux/web/nordnet/pricelistFI.html>. Luettu: 15.5.2011.

OANDA 2011. Average Exchange Rates Luettavissa:

<http://www.oanda.com/currency/average>. Luettu: 20.2.2012.

Ojanen,V. 17.5.2011. Toimihenkilö. OP-Pohjola. Sähköposti.

Pörssisäätiö 2011a. Kotitalouksien säästämistutkimus Luettavissa:

[http://www.porssisaatio.fi/s/f/editor/attachments/Kotitalouksien_saastamistutkimus
_2011.pdf](http://www.porssisaatio.fi/s/f/editor/attachments/Kotitalouksien_saastamistutkimus
_2011.pdf). Luettu: 3.6.2011.

Pörssisäätiö 2009b. Kurssien lasku herätti yksityissijoittajat Luettavissa:

[http://www.porssisaatio.fi/blog/2009/12/29/kurssien-lasku-heratti-
yksityissijoittajat/](http://www.porssisaatio.fi/blog/2009/12/29/kurssien-lasku-heratti-
yksityissijoittajat/). Luettu: 4.6.2011.

Sampo Pankki 2010. Hinnasto. Luettavissa:

[http://www.sampopankki.fi/PDF/fi/Henkiloasiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%
A4%20ja%20sijoita/Osakepakkiesite.pdf](http://www.sampopankki.fi/PDF/fi/Henkiloasiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%
A4%20ja%20sijoita/Osakepakkiesite.pdf). Luettu: 15.5.2011.

Saxo Bank 2011. Hinnasto. Luettavissa:

https://fi.saxoprivatbank.com/gl_text.asp?nav=3674. Luettu: 6.11.2011.

Seligson & Co. OMX Helsinki 25-indeksiosuusrahasto. Luettavissa:

<http://www.seligson.fi/omxh25/Suomi/esittely/>. Luettu: 30.1.2012.

Siegel, J. 2008. Stocks for the long run fourth edition. McGraw-Hill. New York.

Taleb, N. 1997. Dynamic Hedging: Managing Vanilla and Exotic Options. John Wiley & Sons. New Jersey.

Tapiola Pankki 2011. Hinnasto. Luettavissa:

http://www.tapiola.fi/NR/rdonlyres/9E5A5AF5-78DA-4E18-8562-8225BA233FE7/0/Palveluhinnasto_Tapiola_2011.pdf. Luettu: 24.5.2011.

Ålandsbanken. Arvopaperisäilytys. Luettavissa:

http://www.alandsbanken.fi/info/opencms/pdf/common/price_list/arvopaperisailytys_hinnasto.pdf. Luettu: 6.11.2011.

Ålandsbanken. Hinnasto. Luettavissa:

http://www.alandsbanken.fi/info/opencms/pdf/common/price_list/internetkonttori_hinnasto.pdf. Luettu: 6.11.2011.

Liitteet

Liite 1. Välittäjähinnasto

Välittäjähinnasto

Aktia	Internetpalvelu						
Välityspalkkiot	0.25% + 10e						
Minimiveloitus	-						
Säilytysmaksu	3e						
Deutsche bank	Puhelintoimeksianto						
Välityspalkkiot	29e + 9.90e						
Minimiveloitus	7.9e						
Säilytysmaksu	-						
Evli	Internetpalvelu	Investor	Trader	Active Trader			
Välityspalkkiot	0.20%	0.15%	0.08%				
Minimiveloitus	12e	12e	4.95e				
Säilytysmaksu	*3e	*3e	*3e				
FIM	Direct Online	Direct Pro	Taso 5	Taso 4	Taso 3	Taso 2	Taso 1
Välityspalkkiot	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%	0.08%	0.06%	
Minimiveloitus	10e	1.5e	1.5e	1.5e	1.5e	1.5e	1.5e
Säilytysmaksu	-	-	-	-	-	-	-
Handelsbanken	Internetpalvelu						
Välityspalkkiot	0.20%						
Minimiveloitus	8e						
Säilytysmaksu	3.75e						
Salkkupalvelu	4e						
Liqvinet	Internetpalvelu						
Välityspalkkiot	0.05%						
Minimiveloitus	5e						
Säilytysmaksu	*25e						
Nordea	Starttisalkku	Toimeksiantopalkkiot edellisellä vuosineljänneksellä					
	0-89	90-389	>390	>750	>1000	>2500	
Välityspalkkiot	0.20%	0.20%	0.15%	0.12%	0.10%	0.06%	
Minimiveloitus	8e	8e	5e	5e	5e	3e	
Säilytysmaksu	2.5	-	-	-	-	-	
Nordnet	Internetpalvelu	Toimeksiannot edellisen kuukauden aikana (kpl)					
	Taso 4 (0)	Taso 3 (1-10)	Taso 2 (11-50)	Taso 1 (>50)			
Välityspalkkiot	0.20%	0.15%	0.10%	0.06%			
Minimiveloitus	9e	7e	5e	3e			
Säilytysmaksu	-	-	-	-			
Nordnet Direkt	Internetpalvelu						
Välityspalkkiot	0.15%						
Minimiveloitus	1e						
Säilytysmaksu	-						
OP-Pohjola	Internetpalvelu	Toimeksiantopalkkiot edellisellä vuosineljänneksellä					
	<=200e	>200e	>500e	>2000e	>10000e		
Välityspalkkiot	0.25%	0.20%	0.15%	0.10%	0.08%		
Minimiveloitus	8e	8e	5e	5e	5e		
Säilytysmaksu	1.5	1.5	-	-	-		
Sampo Pankki	Aktiiviosakepakki	Pro-osakepakki	Kaupankäynnin volyymi /kk				
	<50000	50000-100000	>100000				
Välityspalkkiot	0.25%	0.15%	0.10%	0.08%			
Minimiveloitus	8e	8e	8e	8e			
Säilytysmaksu	3.05e	24.4e	24.4e	24.4e			

Välittäjä =
 Asiakkuusohjelma =
 Asiakkuusohjelman alataso =

* = Palkkion suuruus voi vaihdella välittäjän asettamien lisäehtojen takia

Liite 1. Välittäjähinnasto, jatkoa

Saxo Bank	Internetpalvelu	Toimeksiannot edellisen kuukauden aikana (kpl)		
	Hopea (0-19)	Kulta (20-39)	Platina (>39)	
Välityspalkkiot	0.085%	0.069%	0.039%	
Minimiveloitus	9.95e	7.95e	4.95e	
Säilytysmaksu	-	-	-	
SEB	Internetpalvelu			
Välityspalkkiot	0.09%			
Minimiveloitus	69 SEK			
Säilytysmaksu	-			
Tapiola	Internetpalvelu	Toimeksiantopalkkiot edellisellä vuosineljänneksellä		
	0-199e	200-599e	600-1999e	>=2000e
Välityspalkkiot	0.18%	0.15%	0.12%	0.09%
Minimiveloitus	10e	8e	7e	5e
Säilytysmaksu	2e	2e	-	-
Ålandsbanken	Internetpalvelu	Toimeksiantopalkkiot edellisellä vuosineljänneksellä		
	0-149e	150-599e	600-1999e	>2000e
Välityspalkkiot	0.25%	0.20%	0.15%	0.09%
Minimiveloitus	8e	8e	8e	8e
Säilytysmaksu	3e	3e	-	-
Käyttömaksu	2.5e	2.5e	2.5e	2.5e

Liite 2. Sijoittajaprofilien kustannustaulukko

Välittäjät	A1			A2		
	Välityspalkkiot	Säilytyskulut	Yhteensä	Välityspalkkiot	Säilytyskulut	Yhteensä
Aktia	283.20 €	36.00 €	319.20 €	1 132.80 €	36.00 €	1 168.80 €
Deutsche Bank	933.60 €	-	933.60 €	3 734.40 €	-	3 734.40 €
Evli Pankki	288.00 €	-	288.00 €	1 152.00 €	-	1 152.00 €
FIM	240.00 €	-	240.00 €	600.00 €	-	600.00 €
Handelsbanken	192.00 €	93.00 €	285.00 €	768.00 €	93.00 €	861.00 €
Liqvinet	120.00 €	180.00 €	300.00 €	480.00 €	-	480.00 €
Nordea	192.00 €	30.00 €	222.00 €	768.00 €	30.00 €	798.00 €
Nordnet	168.00 €	-	168.00 €	672.00 €	-	672.00 €
Nordnet Direkt ^Λ	112.32 €	-	112.32 €	449.28 €	-	449.28 €
OP-Pohjola	192.00 €	18.00 €	210.00 €	768.00 €	18.00 €	786.00 €
Sampo Pankki	192.00 €	36.60 €	228.60 €	768.00 €	36.60 €	804.60 €
Saxo Bank	238.80 €	-	238.80 €	955.20 €	-	955.20 €
SEB*	183.47 €	-	183.47 €	733.86 €	-	733.86 €
Tapiola	240.00 €	24.00 €	264.00 €	864.00 €	24.00 €	888.00 €
Ålandsbanken	192.00 €	66.00 €	258.00 €	768.00 €	66.00 €	834.00 €

Välittäjät	A3			P1		
	Välityspalkkiot	Säilytyskulut	Yhteensä	Välityspalkkiot	Säilytyskulut	Yhteensä
Aktia	5 947.20 €	36.00 €	5 983.20 €	-	36.00 €	36.00 €
Deutsche Bank	19 605.60 €	-	19 605.60 €	-	-	- €
Evli Pankki	4 271.40 €	-	4 271.40 €	-	36.00 €	36.00 €
FIM	756.00 €	-	756.00 €	-	-	- €
Handelsbanken	4 032.00 €	93.00 €	4 125.00 €	-	93.00 €	93.00 €
Liqvinet	2 520.00 €	-	2 520.00 €	-	300.00 €	300.00 €
Nordea	4 032.00 €	-	4 032.00 €	-	30.00 €	30.00 €
Nordnet	2 520.00 €	-	2 520.00 €	-	-	- €
Nordnet Direkt ^Λ	2 358.72 €	-	2 358.72 €	-	-	- €
OP-Pohjola	2 520.00 €	-	2 520.00 €	-	18.00 €	18.00 €
Sampo Pankki	4 032.00 €	36.60 €	4 068.60 €	-	36.60 €	36.60 €
Saxo Bank	2 494.80 €	-	2 494.80 €	-	-	- €
SEB*	3 852.79 €	-	3 852.79 €	-	-	- €
Tapiola	3 528.00 €	-	3 528.00 €	-	24.00 €	24.00 €
Ålandsbanken	4 032.00 €	30.00 €	4 062.00 €	-	66.00 €	66.00 €

*= Luvut muutettu vuoden 2011 EUR-SEK keskiarvomyyntikurssilla euroiksi (9.02619) 20.12.2012

Λ= Säilytystili ainoastaan SEK -valuuttamääräinen