

HELSINKI CAPITAL PARTNERS

**MUISTIO**

Kenelle: HCP:n instituutioasiakkaiden hallitukset

Keneltä: Helsinki Capital Partners (HCP)

Aihe: omaisuuslajien luokittelu

Taustaa:

Ammattimaisen, rationaalisen sijoitusstrategian laatiminen ja sijoitussalkun hallinnointi edellyttää, että huomioidaan eri omaisuuslajit ja niiden erityispiirteet.

Vaikka se onkin sijoitusosaamisen keskeisiä osatekijöitä niin eri omaisuuslajien järkevä luokittelu ei kuitenkaan ole itsestään selvä asia. Maallikoille kysymys on yleensä täysin uusi, eikä asiasta juurikaan käydä keskustelua edes ammattilaisten parissa.

Monille lukijoille saattaa myös tulla yllätyksenä, että käytetyt luokittelujärjestelmät eivät suinkaan ole itsestään selviä ja ”annettuja”, vaan että vaihtoehtoisia luokittelutapoja on useita.

Aluksi:

Yksi loogisen ajattelun ja rationaalisen päättelyn keskeisiä perustuksia on käsiteltävien asioiden järkevä luokittelu. Jokaisen erillisen, konkreettisen tapauksen käsitteleminen erillisenä tapauksena tekisi tehokaan ajattelun käytännössä mahdottomaksi; tehokas ajattelu edellyttää aina tietyn tasoista abstraktiota.

Abstrakti ajattelu taas edellyttää jo määritelmällisesti, että luokittelemme käsiteltävät asiat eri luokkiin.

*Taksonomialla* tarkoitetaan luokittelun taitoa ja tiedettä. Taksonomia oli alunperin tieteenala, joka tutki eliöiden luokittelua ja luokitteli niitä *taksoneihin*. Sen synonyyminä esitetään yleensä nimitys tieteellinen luokittelu. Taksonomia voi tarkoittaa myös jonkin muun alan luokittelujärjestelmää, jolloin termillä tarkoitetaan erilaisten asioiden hierarkista luokittelua, luokittelujärjestelmää tai luokittelun periaatteita. Melkein mitä tahansa, kuten elollisia ja elottomia objekteja, paikkoja tai tapahtumia voidaan luokitella jonkinlaisen taksonomisen järjestelmän mukaan.

Luokittelulla tarkoitetaan, että tarkastelun alla olevat asiat järjestetään kategorioihin. Filosofisessa logiikassa luokittelun alainen ryhmä kutsutaan *genukseksi*, ja luokittelussa ryhmän edustajat jaotellaan ja järjestetään *kategorioihin*.



Luokitteluperusteella tarkoitetaan sitä ominaisuutta tai niitä ominaisuuksia, joiden perusteella luokittelu suoritetaan.

Melkein kaikki asiat ja ilmiöt voidaan luokitella useiden vaihtoehtoisten luokitteluperusteiden mukaan. Esimerkiksi ajoneuvot voidaan luokitella mm. seuraavien vaihtoehtoisten luokitteluperusteiden mukaan; käyttötarkoitus (hyöty-, yksityis-, sotilas-, viranomais-, jne.), paino (kevyt, raskas), valmistaja (Toyota, BMW, Renault, jne.).

Logiikan oppikirjojen<sup>1</sup> mukaan hyvän luokitteluperusteiden tulisi täyttää kaksi vaatimusta; niiden pitäisi olla:

- (1) johdonmukaisia, eli:
  - a. toisensa poissulkevia, sekä
  - b. kaikenkattavia
- (2) olennaisia

”Toisensa poissulkevia” tarkoittaa, että (hyvässä) luokittelujärjestelmässä yksi asia ei voi samanaikaisesti kuulua useampaan kategoriaan. (Toinen tapa ilmaista sama asia on, että kategorioiden tulisi olla vapaita päällekkäisyyksistä.) Käytännön esimerkki: olettakaamme, että luokittelemme *genuksen* ”eläimet” seuraaviin kategorioihin; (a) villit eläimet; (b) kesyt eläimet, ja; (c) kissaeläimet. Nämä kategoriat eivät ole toisensa poissulkevia, koska genuksen tietyt edustajat (kissaeläimet) voivat samanaikaisesti kuulua kahteen kategoriaan (villikissat kuuluvat samanaikaisesti kategorioihin a ja c, ja kesyt kissat kuuluvat samanaikaisesti kategorioihin b ja c).

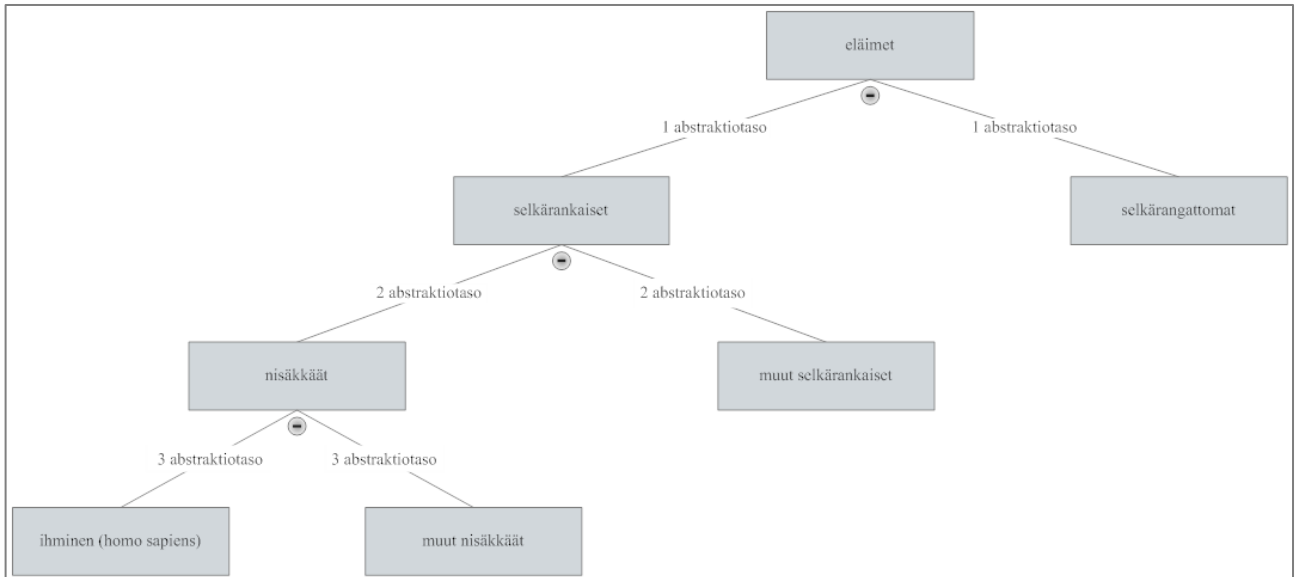
”Kaikenkattava” tarkoittaa, että luokittelun tulisi kattaa kaikki sanotun *genuksen* edustajat. Käytännön esimerkki: olettakaamme, että luokittelemme *genuksen* ”eläimet” seuraaviin kategorioihin; (a) nisäkkäät; (b) matelijat, ja; (c) linnut. Nämä kategoriat eivät ole yhdessä kaikenkattavia, koska ne jättävät ulkopuolelleen useita eläintyyppisiä (mm. kaikki selkärangattomat eläimet sekä selkärangattomista eläimistä kalat ja sammakkoeläimet).

”Olennainen” on edellistä huomattavasti subjektiivisempi ominaisuus. Sillä tarkoitetaan, että luokitteluperusteen tulisi johtaa siihen, että kaikki tiettyyn kategoriaan kuuluvat ovat jollain tietyllä, olennaisella tavalla samankaltaisia (ja vastaavasti erilaisia kuin muiden kategorioiden edustajat). Käytännön esimerkki: olettakaamme, että luokittelemme *genuksen* ”autot” värin perusteella (punaiset, siniset, keltaiset jne.). Vaikka tämä luokitteluperuste saattaa tietyissä erityistapauksissa olla järkevä (esim. tilanne, jossa rikoksen silminnäkijä muistaa pelkästään tekijän auton värin) niin yleensä sanottu luokitteluperuste ei täytä olennaisuusvaatimusta, koska kategoriat saattavat sisältää autoja jotka olennaisilta osin eroavat toisistaan merkittävästi. (Punainen henkilöauto ja punainen kuorma-auto eroavat olennaisilta ominaisuuksiltaan paljon enemmän kuin sininen henkilöauto eroaa punaisesta henkilöautosta.)

---

<sup>1</sup> Kelley, David, ”*The Art of Reasoning: An Introduction to Logic and Critical Thinking*” (4th ed.), W. W. Norton & Company, 2013

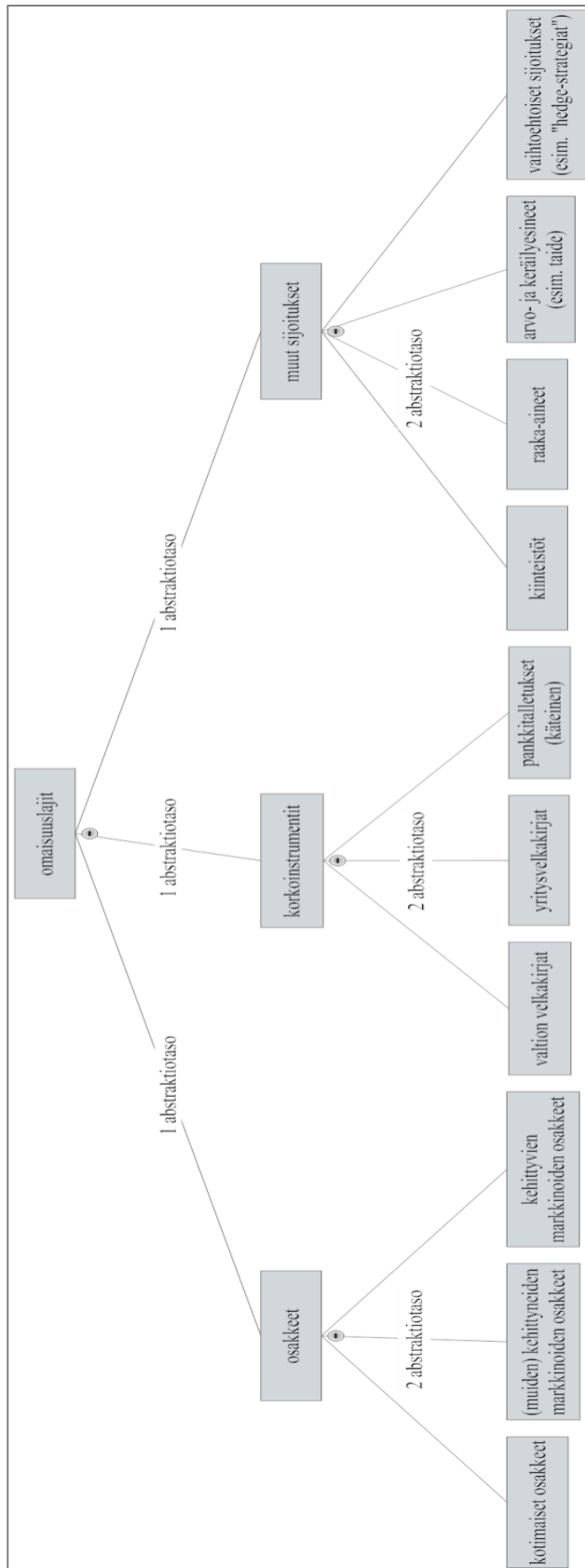
Luokittelussa voidaan käyttää myös useita abstraktiotasoja. Esimerkiksi *genuksen* ”eläimet” ylin luokittelutaso on jako kahteen kategoriaan: (a) selkärangkaisiin, sekä; (b) selkärangattomiin. Nämä molemmat kategoriat voidaan edelleen jakaa alakategorioihin. (Toinen tapa ilmaista sama asia on, että tietty kategoria on yleensä samalla seuraavan, alemman abstraktiotason *genus*.) Näin ollen kategoria ”selkärangaiset” voidaan edelleen jakaa seuraaviin alakategorioihin: (a) nisäkkäät; (b) linnut; (c) matelijat; (d) sammakkoeläimet, ja; (e) kalat.



Voisimme vielä lisätä kolmannen, melkein itsestään selvän ”säännön”; luokitteluperusteen pitäisi olla hyödyllinen; sen pitää johtaa luokitteluun joka lisää tietoa ja ymmärrystä tarkastelun kohteena olevasta ilmiöstä. Tämä voi vaihdella huomattavasti tapauksesta toiseen; ei ole olemassa yhtä oikeaa luokitteluperustetta; vaihtoehtoja on melkein aina useita, ja lopullisen valinnan tulisi perustua tarkoituksenmukaisuuteen. Esimerkkinä mainittakoon yllä mainittu esimerkki autojen luokittelusta; joissakin tapauksissa autojen luokittelu värin perusteella saattaa hyvinkin olla optimaalinen luokitteluperuste.

Lopuksi saattaa myös olla syytä muistuttaa siitä tosiseikasta, että yllä esitetyt säännöt edustavat abstraktia ihannetta joka on hyvä tuntee ja jota kohti on järkevää pyrkiä, muttei hinnalla millä hyvänsä; ”oikea maailma” on usein ”sotkuisempi” paikka kuin filosofian oppikirjat antavat ymmärtää, ja käytännön kompromissit ovat usein välttämättömiä. Näissäkin tapauksissa on silti arvokasta olla tietoinen siitä, mikä abstrakti ihanne on; ilman tätä tietoa emme voisi tehdä rationaalisia, hinta-hyöty (”trade-off”) –analyysiin perustuvia kompromissipäätöksiä.

## Omaisuuslajien tyypillinen luokittelu



Yleensä omaisuuslajit luokitellaan luokitteluperusteilla jotka eivät välttämättä tyydytä edellä asetettuja vaatimuksia. Tyypillinen luokittelu on *genuksen* ”omaisuuslajit” jako seuraaviin kategorioihin: (a) osakkeet; (b) korkosijoitukset, ja; (b) muut omaisuuslajit.

*Genus* ”osakkeet” taas luokitellaan usein seuraaviin kategorioihin: (a) kotimaiset; (b) (muut) kehittyneet markkinat, sekä; (c) kehittyvät markkinat. Muita suosittuja luokitteluperusteita osakkeille ovat mm. koko (suuret, keskisuuret ja pienet yritykset) ja arvostustaso (arvo- ja kasvuosakkeet).

Nämä luokittelutavat saattavat olla käytännöllisiä, mutta on syytä muistaa, että ne eivät missään tapauksessa ole ainoita mahdollisia tapoja, eivätkä ne aina ole optimaalisia.

Luokittelutavat muodostuvat usein ajan myötä, ja lopputulos on usein se, että niitä sen enempää ajattelematta pidetään ”annettuina” eikä niitä näin ollen ymmärretä kyseenalaistaa. Tämä on jossakin tapauksissa suuri virhe, sillä optimaalinen luokittelu auttaa merkittävästi selkeyttämään sijoituksia koskevaa ajatteluumme.

### Vaihtoehtoisia luokitteluperusteita omaisuusluokille

Kun luokittelemme omaisuuslajeja niin voisimme periaatteessa käyttää useita vaihtoehtoisia luokitteluperusteita, kuten esimerkiksi:

- sijoitusinstrumenttien juridinen muoto (osakkeet, velkasitoumukset, rahasto-osuudet jne.)
- omistussuhteen juridinen muoto (suorat vs. epäsuorat)
- alla olevan omaisuuden ominaisuudet (koko, maantieteellinen sijainti, teollisuudenala jne.)

Kuten yllä totesimme niin luokitteluperusteen pitäisi olla hyödyllinen; sen pitää johtaa luokitteluun joka lisää tietoaamme ja ymmärrystämme tarkastelun kohteena olevasta ilmiöstä.

Luokitteluperustetta valitessa meidät tulisi siis yrittää huomioida luokittelun perimmäinen tarkoitus. Voimme muodostaa käsityksen tästä kysymällä itseltämme mikä on sijoitussalkun perimmäinen tarkoitus? Kun olemme löytäneet vastauksen kysymykseen: ”*Miksi sijoitussalkku on olemassa?*” niin olemme samalla vastanneet kysymykseen sijoitussalkun perimmäisestä tarkoituksesta.

Voimme todennäköisesti olettaa, että vastaus kysymykseen ”*Miksi sijoitussalkku on olemassa?*” on yleensä seuraava: ”*Sijoitussalkku on olemassa taloudellisen vaurauden (eli pääoman) säilyttämiseksi ja kartuttamiseksi ajan yli.*”

Voimme käyttää tätä vastausta aasinsiltana hahmottaessamme taksoniamme ensimmäistä abstraktiotasoa esimerkiksi käyttämällä luokitteluperusteina kolmea vastauksessa esiintynyttä määritelmää: (1) pääoman säilyttäminen; (2) pääoman kartuttaminen, sekä; (3) aikajänne.

Tästä voisimme luoda luokitteluperusteen kysymällä kolme kysymystä:

- (1) mitkä omaisuusluokat ovat omiaan säilyttämään pääomaa?
- (2) mitkä omaisuusluokat ovat omiaan kartuttamaan pääomaa?
- (3) mikä on toivotun lopputuloksen aikajänne?

Jos olemme perehtyneet rahoitusteorian perusteisiin (esim. kysymyksiin koskien riskin ja tuoton välistä ”*trade-off*” –suhdetta, inflaation vaikutusta sijoitustuottoihin, jne.) niin voimme todeta, että yksi mahdollinen ja potentiaalisesti hyödyllinen omistuslajien luokitteluperuste on jakaa omaisuuslajit kahteen pääluokkaan seuraavien ominaisuuksien perusteella:

- (1) omaisuuslajit jotka tyypillisesti *kartuttavat* pääomaa<sup>2</sup> *pitkällä* aikavälillä<sup>3</sup>, sekä;
- (2) omaisuuslajit jotka tyypillisesti *säilyttävät* pääomaa<sup>4</sup> *lyhyellä* aikavälillä<sup>5</sup>

Helpottaaksemme kommunikaatiota voisimme antaa kategorioille esimerkiksi seuraavat nimet:

- (1) ”Offensiiviset<sup>6</sup>” omaisuuslajit, sekä;
- (2) ”Defensiiviset<sup>7</sup>” omaisuuslajit

---

<sup>2</sup> Voimme määritellä ”pääoman kartuttamisen” esimerkiksi seuraavasti: pääoman kartuttaminen tarkoittaa, että omaisuuslajin inflaatiokorjattu arvo tyypillisesti nousee huomattavasti. (Huomio: tässä tapauksessa ”arvolla” tarkoitetaan kokonaistuottoa, eli se sisältää sekä tuoton (esim. korko, osinko, vuokra jne.) että mahdollisen pääoman arvonnousun tai -laskun.)

<sup>3</sup> Voimme määritellä ”pitkän aikavälin” esimerkiksi seuraavasti: pitkä aikaväli on aika joka on pidempi kuin yksi tyypillinen suhdannesykli (tyypillisesti noin 4 – 6 vuotta).

<sup>4</sup> Voimme määritellä ”pääoman säilyttämisen” esimerkiksi seuraavasti: pääoman säilyttäminen tarkoittaa, että omaisuuslajin inflaatiokorjattu arvo ei tyypillisesti muutu huomattavasti. (Huomio: tässä tapauksessa ”arvolla” tarkoitetaan kokonaistuottoa, eli se sisältää sekä tuoton (esim. korko, osinko, vuokra jne.) että mahdollisen pääoman arvonnousun tai -laskun.)

<sup>5</sup> Voimme määritellä ”lyhyen aikavälin” esimerkiksi seuraavasti: lyhyt aikaväli on aika joka on lyhyempi kuin yksi tyypillinen suhdannesykli (tyypillisesti noin 4 – 6 vuotta).

<sup>6</sup> Jos sijoitus tai sijoitusstrategia on ”offensiivinen” (synonyymit: hyökkäävä, aggressiivinen) niin se tarkoittaa tässä yhteydessä, että sen pääasiallinen päämäärä on uuden pääoman luominen; vertauskuvallisesti se ”valtaa alaa”.

<sup>7</sup> Jos sijoitus tai sijoitusstrategia on ”defensiivinen” (synonyymit: puolustava, säilyttävä) niin se tarkoittaa tässä yhteydessä, että sen pääasiallinen päämäärä on jo olemassa olevan pääoman turvaaminen ja säilyttäminen.

Tässä vaiheessa on syytä muistuttaa siitä äärimmäisen tärkeästä tosiseikasta, että näiden kahden kategorian välillä vallitsee fundamentaalinen *trade-off*-tilanne. Tällä tarkoitetaan sitä, että kategoriat ovat tietyssä mielessä toistensa ”peilikuvia” sekä hyvässä että pahassa:

(a) offensiiviset omaisuuslajit ovat melkein aina huonoja säilyttämään pääomaa lyhyellä aikavälillä, ja;

(b) defensiiviset omaisuuslajit ovat melkein aina huonoja säilyttämään (ja näin ollen myös kartuttamaan) pääomaa pitkällä aikavälillä<sup>9</sup>

Tämä tarkoittaa siis maallikkotermein, että ”kakkua ei voi sekä syödä että säästää”. Paradoksi on seuraava: jos haluaa turvata pääoman säilymisen lyhyellä aikavälillä niin on pakko hyväksyä, että todennäköisyys pitkän aikavälin tappioihin on suuri. Jos taas haluaa turvata pääoman säilymisen ja karttumisen pitkällä aikavälillä niin on pakko hyväksyä, että todennäköisyys lyhyen aikavälin tappioihin on suuri.

---

<sup>8</sup> Tällä tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että kun kyse on offensiivisesta omaisuuslajista niin ei voida tyydyttävällä varmuudella sanoa, ettei pääoman arvo todennäköisesti tule laskemaan huomattavasti lyhyellä aikavälillä. Käytännön esimerkki: vuosien 1825 – 2008 välillä (yhteensä 183 vuotta) New Yorkin pörssissä noin yksi vuosi seitsemästä (26 kpl vuosista) tuotti tappiota enemmän kuin 10 %, ja noin yksi vuosi kahdestakymmenestä (9 kpl vuosista) tuotti tappiota enemmän kuin 20 %. Ks. HCP muistio ”Instituution sijoitusperiaatteet”, liite 1.

<sup>9</sup> Tällä tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että kun kyse on defensiivisestä omaisuuslajista niin ei voida tyydyttävällä varmuudella sanoa, ettei pääoman (inflaatiokorjattu) arvo todennäköisesti tule laskemaan huomattavasti pitkällä aikavälillä. Käytännön esimerkki: vuosien 1910 – 2010 välillä (yhteensä 100 vuotta) Yhdysvaltalaisten valtion ja yritysten velkakirjojen reaalityttö (ts. inflaatiolla korjattu tuotto) oli negatiivinen kolme vuosikymmentä kymmenestä, ja käteisen (ts. pankkitalletusten) reaalityttö oli negatiivinen neljä vuosikymmentä kymmenestä. Ks. HCP muistio ”Instituution sijoitusperiaatteet”, liite 1.

Alla olevassa taulukossa tunnetuimmat omaisuusluokat on karkeasti jaoteltu offensiivisiin ja defensiivisiin. Huomio: joissakin tapauksissa jollakin tietyllä omaisuusluokalla saattaa olla sekä offensiivisiä että defensiivisiä ominaisuuksia. Mikäli nämä ominaisuudet ovat jokseenkin tasan jakaantuneet niin voimme ratkaista ongelman jakamalla kyseisen luokan kahtia 50-50 periaatteella niin, että 50 % kyseisestä positiosta lasketaan offensiiviseksi ja 50 % defensiiviseksi<sup>10</sup>.

OMAIUUUSLUOKKA	OFFENSIIVINEN	DEFENSIIVINEN
<i>listatut osakkeet</i>	x	
<i>listaamattomat osakkeet</i>	x	
<i>kiinteistöt</i>	x	
<i>raaka-aineet</i>	x (50 %)	x (50 %)
<i>hedge-strategiat (volatiliteetti suurempi kuin 9 % p.a.)</i>	x	
<i>hedge-strategiat (volatiliteetti pienempi kuin 5 % p.a.)</i>		x
<i>hedge-strategiat (volatiliteetti 9 – 5 % p.a.)</i>	x (50 %)	x (50 %)
<i>valtion velkakirjat</i>		x
<i>yritysten velkakirjat</i>		x
<i>käteinen</i>		x

Ensimmäisen abstraktiotason kysymyksemme vastasi kysymykseen ”miksi?” (T.s. miksi tiettyä omaisuusluokkaa käytetään sijoitussalkussa).

Toisen abstraktiotason kysymys voisi hyvinkin olla ”miten?”, eli miten kyseinen omaisuus- tai sijoitusluokka pyrkii saavuttamaan tavoitteensa.

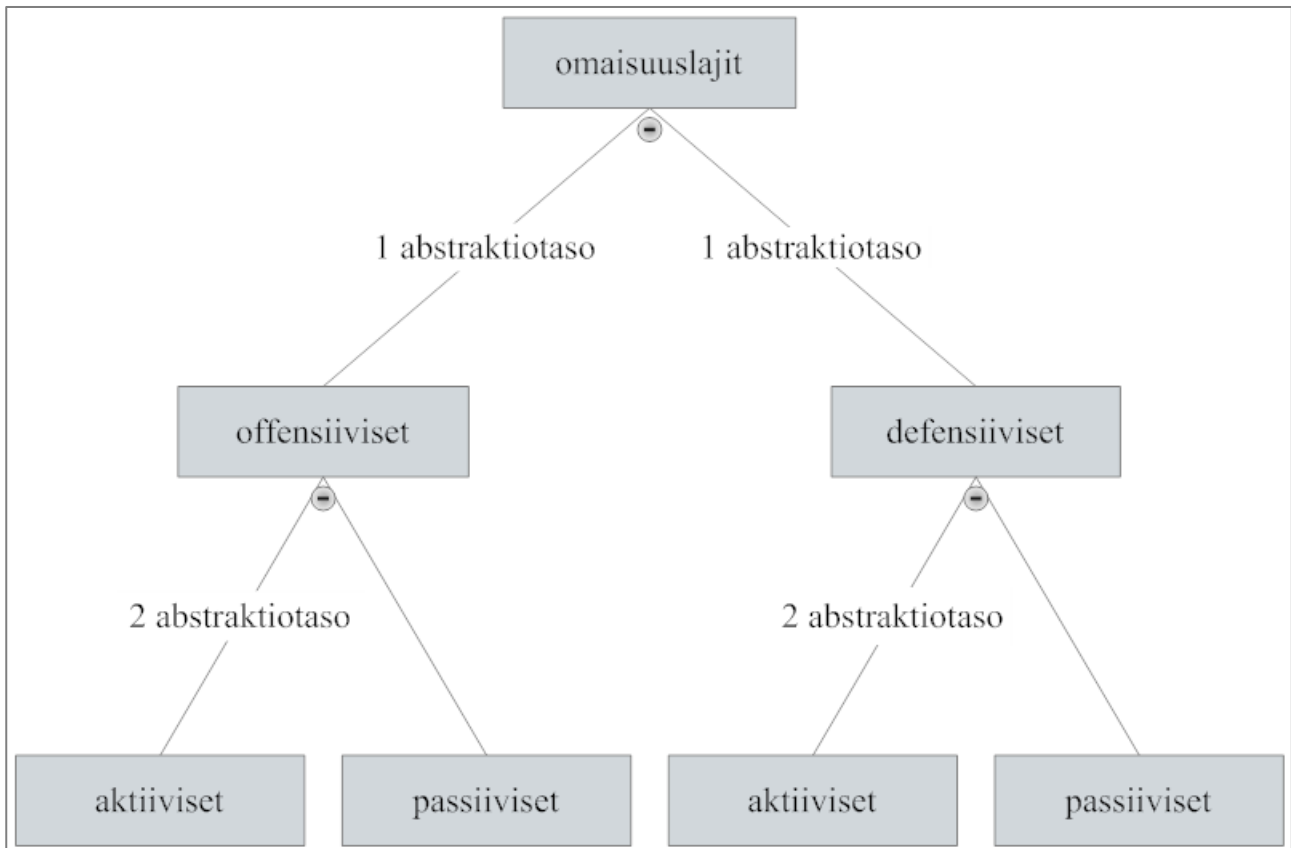
<sup>10</sup> Tämä taksonomia on osittain lainattu tekstistä: ”Classification of assets”, ASFA Background paper, August 2008



Tässäkin tapauksessa vaihtoehtoisia luokitteluperusteita on useita. On kuitenkin olemassa yksi fundamentaalinen peruste jolla eri sijoitusstrategiat ja –filosofiat voidaan jakaa kahteen luokaan:

(1) aktiivisiin<sup>11</sup>, ja;

(2) passiivisiin<sup>12</sup>.



Katsomme, että yllä esitetty omaisuuslajien taksonomia on loogisesti ja konseptuaalisesti koherentimpi kuin perinteisesti käytetyt, ja se saattaisi hyvinkin auttaa monia instituutiosijoittajia ajattelemaan nykyistä selkeämmin salkkunsa rakennetta ja tekemään parempia sijoituspäätöksiä.

<sup>11</sup> Aktiivisella strategialla tarkoitetaan sijoitusstrategiaa, jossa konsensuksesta poikkeavilla, näkemystä ottavilla, itsenäisillä sijoituspäätöksillä pyritään saavuttamaan markkinoiden yleiskehitystä parempi tuotto ("alpha"), kuitenkin jokseenkin samalla riskitasolla. (Markkinoiden yleiskehityksen mittarina käytetään yleensä jotain relevanttia indeksiä.) Selvyuden vuoksi todettakoon myös, että sijoitusstrategioiden yhteydessä käytettynä termi "aktiivinen" ei – arkikielestä poiketen – viittaa toimeliaisuuteen, esim. suureen määrään myyntejä ja ostoja, vaan siihen, että salkunhoidossa otetaan konsensuksesta poikkeavaa näkemystä.

<sup>12</sup> Passiivisella strategialla tarkoitetaan sijoitusstrategiaa, joka "passiivisesti" seuraa tiettyä markkinaa. Käytännössä tämä tapahtuu yleensä niin, että salkku imitoi tietyn indeksin sisältöä. Sijoituspäätökset tehdään automaattisesti ja mekaanisesti, jotain yksinkertaista kaavaa noudattaen. Passiivisen strategian päämäärä on tuottaa täysin sama tuotto kuin seurattu markkina (miinus kulut). Passiivisten strategioiden kulut ovat usein murto-osa aktiivisten strategioiden kuluista. Esimerkkejä passiivisista sijoitusstrategioista ovat indeksirahastot ja ETF –tuotteet.