

PALKINTO-WELKASETELISTÄ STANDARDITUOTTEEKSI: 150 VUOTTA SUOMALAISIA JVK-LAINOJA

Pekka Kantanen

Helsingin kauppakorkeakoulu/Suomen Yhdyspankki
PD-tutkielma
Toukokuu 1994

SISÄLLYSLUETTELO

1. KIINTEIDEN KURSSIEN AIKA
 - 1.1. Ensimmäiset welkasetelit
 - 1.2. Hypoteekkiyhdistys
 - 1.3. Monivaluuttalainoja
 - 1.4. Lyhennykset arvottiin
2. SOTIEN VÄLINEN MURROS
 - 2.1. Helsingin arvopaperipörssi
 - 2.2. Palkinto-obligaatioita
3. KOHTI STANDARDITUOTETTA
 - 3.1. Sota, rauha ja inflaatio
 - 3.2. Vaihtuva korko ja indeksiehto
 - 3.3. Kaikenlaisia kokeiluja
 - 3.4. Ennen bullet-lainoja
 - 3.5. Arvo-osuusjärjestelmä

YHTEENVETO

LÄHDELUETTELO

JOHDANTO

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten ja miksi joukkovelkakirjalaina (JVK) on tuotteena muuttunut 1840-luvulta tähän päivään mennessä. JVK-laina, kuten mikä muu tahansa sijoitustuote, tarvitsee liikkeellelaskijan eli myyjän sekä ostajan. Lainan liikkeellelaskijat, esimerkiksi valtio, kunta tai yritys muodostavat yhdessä lainan merkitsijöiden kanssa ensisijaismarkkinat. Merkitsijät voivat myydä lainansa myöhemmin toissijaismarkkinoilla muille sijoittajille.

Tuotteena JVK-laina tarvitsee siis sekä hyvät ensisijaismarkkinat että myös toimivat toissijais- eli jälkimarkkinat. On selvää, että liikkeellelaskijan on vaikea myydä lainaa ellei sijoittajalla ole varmuutta siitä, että hän voi halutessaan myydä lainan jollekin toiselle ennen laina-ajan päättymistä. Kuluneen 150 vuoden aikaana ovat olosuhteet sekä ensisijaismarkkinoilla että toissijaismarkkinoilla vaihdelleet merkittävästi.

Liikkeellelaskijoiden kannalta on ollut olennaista se, millä ehdoilla ja minkälaisia JVK-lainoja ne ovat kulloinkin voineet ensisijaismarkkinoilla myydä. Sijoittajan kannalta yhtä olennaista on ollut jälkimarkkinoiden toimivuus.

(Kaavio)

Oleellista on myös ymmärtää se, miksi JVK-lainoja on laskettu liikkeelle ja miksi ostajat ovat niihin säästövarojansa sijoittaneet.

Suurin lainojen myyjä on ollut valtio. Valtion kassa on perinteisesti ollut tyhjä ja yleisin syy JVK-lainan liikkeellelaskuun onkin ollut valtion yleinen rahan tarve. Markkinatilanteen mukaan valtio on

hakenut rahaa joko kotimaisilta ensisijaismarkkinoilta tai sitten rahan saatavuuden, koron tai edullisten valuuttakurssien takia ulkomailta.

Hypoteekkiyhdistykset ja pankit ovat tarjonneet runsaasti JVK-lainojaan ulkomaisille sijoittajille. Ulkomailta saatiin pitkäaikaista obligaatorahoitusta kotimaisiin investointiluottoihin. Hypoteekkien aktiivisuus markkinoilla riippui aina suhdanteista. Yhteiskunnalliset muutokset määräisivät millaisia lainoja kyettiin laskemaan liikkeelle, jos ollenkaan.

Yrityksille ja osittain myös kunnille sekä seurakunnille ja vastaaville obligatiot tarjosivat välineen hankkia rahoitusta suoraan sijoittajilta. Vaihtoehtona oli tietenkin kääntyä rahalaitosten puoleen ja todennäköisesti maksaa tarvitusta rahoituksesta JVK-vaihtoehtoa korkeampi korko.

Sijoittajat ovat puolestaan ostaneet obligatioita mikäli ne ovat tuotoltaan olleet kilpailukykyisiä muihin sijoitusvaihtoehtoihin nähden. Pahin kilpailija on usein ollut pankkitalletus. JVK-lainojen suosiolle ovat kriittisiä tekijöitä olleet myös verotus sekä varsinkin likvidisyys eli rahaksi muutettavuus kesken juoksuajan. Jokaisen yleisölle myytävän lainan edellytyksenä on jälkimarkkinoiden toimivuus.

JVK-laina ei ole tuotteena ollut siis itsenäinen. Itse asiassa sen muodot ja ominaisuudet ovat aikojen kuluessa sopeutuneet ja muuttuneet markkinoiden muutosten mukana. Tämän tutkimuksen hypoteesina olkoonkin se, että markkinoilla tapahtuneet muutokset ovat muovanneet 150 vuoden aikana JVK-lainoja eikä päinvastoin.

Tarkoitukseni on tästä lähtökohdasta lähtien tutkia JVK-lainan kehitystä tuotteena ensisijaismarkkinoiden ja toissijaismarkkinoiden välisessä vuorovaikutuskenntässä.

1. Kiinteiden kurssien aika

1.1. Ensimmäiset welkasetelit

Suomen Senaatti sai 13. helmikuuta vuonna 1841 Keisarillisen Majesteetin armollisella julistuksella oikeuden ulosantaa sadan hopearuplan arvoisia welkaseteleitä (eli obligatsioneja).

Ensimmäisen suomalaisen obligaation liikkeellelasku sattui aikaan, jolloin Suomessa ei vielä ollut sanottavasti omaa varallisuutta. Valtaosa kansasta eli vailla merkittäviä käteisvaroja. Pankkilaitoskaan ei ollut vielä kehittynyt. Ainoastaan muutamat harvat olemassa olleet säästöpankit ottivat vastaan talletuksia ja neekin ainoastaan pieniä määriä.

Ensimmäisen obligaation laski liikkeelle Suomen Pankki, joka oli jo aiemmin veloitettu vastaamaan valtion veloista venäläisille luottolaitoksille, olkoonkin, että korot ja kuoletukset luvattiin suorittaa valtion varoin. Laina sai kohtuullisen hyvän suosion ja se merkittiin loppuun vuoden 1842 keskivaiheilla.

Suomen Pankille laina tarjosi mahdollisuuden vahvistaa valuuttavarantoaan. Samalla voitiin sijoittajille tarjota varteenotettava vaihtoehto Pietarin pankkitalletuksille ja näin pitää rahat "kotimaassa".

Varsinaisia jälkimarkkinoita ei tällä lainalla ollut, ellei sellaisena sitten halua pitää mahdollisuutta lunastaa laina rahaksi kolmen päivän irtisanomisajan jälkeen. Obligaatiota käytettiin myös jonkin verran yleisenä maksuvälineenä.

Suomen Pankki ei ollut kuitenkaan täysin tyytyväinen obligaatiokokeiluunsa. Se vetikin jo varsin pian obligatiot osittain takaisin aloittaessaan oma-aloitteisesti lainan lyhentämisen arpomalla (arpomisesta lisää luvussa 1.4.).

Saman aikaisesti, kun Suomen Pankki koetti päästä eroon omasta obligaatiostaan, laski valtio liikkeelle suuren ruplamääräisen lainan, jonka nimellisenä tarkoituksena oli rahoittaa Saimaan Kanavan rakentamista. Kansan suussa näitä obligatioita alettiin pian kutsua Saimaan seteleiksi - Saima sedlar.

Obligaation korko oli 4 prosenttia ja juoksu-aika 15 vuotta. Jälleen kerran varsinaisia jälkimarkkinoita ei ollut. Tosin jälkimarkkinoiden puutteen korvasi se, että obligaatiot olivat täysin laillisia maksuvälineitä, siis seteleitä.

Tähän oli pakko mennä, koska lainan myynti kangerteli alussa pahoin. Viranomaiset epäilivät lainan myynnin vaikeutena olleen huonot suhdanteet ja alhainen korko. Tosiasiallinen syy huonoon alkumenestykseen oli ilmeisesti kuitenkin juuri jälkimarkkinoiden puute. Lainan myynti vilkastui heti, kun se hyväksyttiin viralliseksi maksuvälineeksi.

1840-luvun Saimaan setelien lisäksi valtio laski liikkeelle muitakin samantyyppisiä obligaatioita. Lainat olivat aluksi ruplamääräisiä ja tarkoitettu lähinnä omille markkinoille. Ennen 1860-lukua ei Suomessa ollut muita obligaatioiden liikkeellelaskijoita.

JVK-markkinat alkoivat kehittyä tuntuvammin vasta 1860-luvulla. Suomen ensimmäisen liikepankin Yhdyspankin sekä Suomen Hypoteekkiyhdistyksen perustaminen saivat aikaan muutoksia markkinoilla. Hypoteekkiyhdistystä perustettaessa kaavailtiin, että samalla voitaisiin perustaa yksityispankki, jonka tehtävänä olisi muun muassa ollut yhdistyksen obligaatiolainojen lainoittaminen sekä ottaa niitä vastaan osakepääomansa maksuna.

Aivan näin kiinteää yhteistyöstä ei kuitenkaan tullut. Hypoteekkiyhdistyksen obligaatioita saattoi tosin käyttää perustettavan Yhdyspankin osakepääoman maksuksi. Tätäkin voidaan pitää eräänä sovelluksena jälkimarkkinoista. Pankille syntyi näin myös heti alusta alkaen oma obligaatiosalkku, josta se saattoi tarpeen mukaan myydä obligaatioita.

Yhdyspankin perustaminen sattui samoihin aikoihin kun käteisenä rahana käytetyt Saimaan seteli - obligaatiot lunastettiin takaisin valtiolle. Yksityisissä käsissä olleista obligaatioista vapautuvat varat ohjautuivat ainakin osittain Yhdyspankin talletustileille. Muiden tahojen hallussa olleista obligaatioista vapautuneet varat lienevät menneet lähinnä Hypoteekkiyhdistyksen obligaatioihin.

Näyttääkin siltä, että yksityiset ihmiset eivät vielä 1860-luvulla obligaatioita juurikaan harrastaneet. Toosin valikoimatkin olivat pieniä. Saimaan setelien luunastamisen myötä obligaatioiden likvidisyys loppui. Jälkimarkkinoiden puute ajoi yksityisten vähät rahat pääosin talletustileille.

Maamme syntyi edes joten kuten toimivat jälkimarkkinat ensimmäisen pörssikokeilun myötä 1860-luvulla. Pörssin kurssilista vuodelta 1867 noteeraa muutaman osakkeen lisäksi kaksi obligaatiota: Suomen Valtion 4 prosentin lainan vuodelta 1863 sekä hypoteekkiyhdistyksen 5 prosentin lainan, jolla käytiin myös kauppaa kurssiin 85 prosenttia.

1.2. Hypoteekkiyhdistys

Suomen ensimmäinen hypoteekkilaitos, Suomen Hypoteekkiyhdistys perustettiin vuonna 1861. Sen tarkoituksena oli myöntää pitkäaikaisia luottoja jäsentensä maatalouskiinteistöihin otettuja kiinnityksiä vastaan. Tähän tarkoitukseen käytettävät varat Hypoteekkiyhdistyksen oli hankittava laskemalla liikkeelle obligaatiolainoja.

Koko 1800-luvun Suomessa elettiin vielä omavaraisuuden aikaa ja tärkeimmät elämiseen tarvittavat hyödykkeet saatiin omasta takaa. Väestöstä oli kolmen neljäsosan toimeentulo peräisin maa- ja metsätaloudesta sekä kalastuksesta ja metsästyksestä. Palveluksia vaihdettiin viljaan ja perunoihin. Lisäksi vaatteet materiaaleineen tuotettiin kotona. Pääosa väestöstä tuli toimeen ilman mainittavia käteisvaroja.

Rajallisten kotimarkkinoiden takia Hypoteekkiyhdistys kääntyi usein ulkomaisten sijoittajien puoleen myydessään obligaatioita. Ulkomaisille lainoileen Hypoteekkiyhdistys sai valtion takauksen, mikä huomattavasti helpotti lainojen myyntiä.

Obligaatioita saatiin laskettua liikkeelle myös kotimaahan. Hypoteekkiyhdistyksen säännöissä määrättiin, että yhdistyksen jäsenilleen myöntämät lainat voidaan suorittaa välittömästi käyttäen maksuna omia obligaatioita. Jos lainan hakija halusi lainansa rahana, oli se mahdollista ainoastaan

siinä määrin kun yhdistyksen kassavarat kulloinkin sallivat.

Tämä johti siihen, että Hypoteekkiyhdistyksen obligaatioita tuli myyntiin jälkimarkkinoille. Hypoteekilta lainaa saaneet myivät saamansa obligaatiot voidakseen niistä saaduilla rahoilla tehdä mitä alunperin lainalla olivat aikoneetkin.

Hypoteekin lainat tulivat usein ottajilleen kalliiksi. Vuoden 1863 pörssikurssit kertovat kurssien olleen jälkimarkkinoilla 85 prosenttia. Näin Hypoteekkiyhdistyksen 1.000 markan lainaa vastaan saadusta obligaatista sai myytäessä vain 850 markkaa. Aikanaan piti kuitenkin maksaa takaisin koko 1.000 markan laina korkoineen.

Vanhojen lainojen efektiivisiä tuottoja ja todellisia kustannuksia on varsin vaikea laskea. Lainojen juoksuajat olivat usein erittäin pitkiä, jopa 75 vuotta. Lainoja lyhennettiin arpomalla ja näin esimerkiksi nykyarvon määrittely oli hankalaa. Vaikka koko lainan juoksu-aikaa oli jäljellä vielä vaikkapa 60 vuotta, niin yksittäinen obligatio saatettiin arpoa lyhennettäväksi jo seuraavana vuonna.

Alhaisten kurssien takia esimerkiksi Yhdyspankki hankki mielellään obligatioita salkkuunsa. Ennen 1900-lukua pankkien obligaatiosalkut olivatkin usein varsin suuria muuhun toimintaan nähden. Yhdyspankki ei toimintansa alussa kyennyt itse laskemaan obligatioita liikkeelle, koska sen aikainen pankkilaki antoi toimiluvan pankille vain kymmeneksi vuodeksi kerrallaan. Hypoteekkiyhdistys sai pankeista kilpailijan obligatiomarkkinoille vasta myöhemmin pankkilain muutoksen myötä.

1.3. Monivaluuttalainoja

Ajanjaksolle 1840-luvulta lähtien aina ensimmäiseen maailmansotaan asti oli luonteenomaista valuuttakurssivaihteluiden vähäisyys ja inflaation olemattomuus. Käytännössä valuuttakurssit pysyivät muuttumattomina tai sitten ne oli usein sidottu jalometalleihin, aluksi hopeaan ja 1870-luvulta alkaen kultaan.

Rahanarvo puolestaan muuttui vuosittain jonkun verran lähinnä suhdannevaihteluista seuraten. Hintojen muutokset alaspäin olivat yhtä tavallisia kuin muutokset ylöspäin.

Kotimaiset rahamarkkinat olivat pitkään 1860-luvun jälkeen varsin kehittymättömät. Pääomien puute oli hallitseva piirre ja siksi onkin ymmärrettävää, että valtio, hypoteekkiyhdistys, jotkut kunnat ja pankit emittoivat ulkomaille omia obligatioitaan. Nämä lainat olivat valuuttakurssi- ja inflaatoriskin puuttuessa usein monivaluuttaisia ja pitkäaikaisia.

Suomen Valtio emittoi vuosina 1862–68 kolme Preussin taalarin määräistä lainaa ulkomaille. Vuosina 1874–89 laskettiin lisäksi viisi nyt jo Saksan markan määräistä lainaa. Näistä neljää viimeistä käytettiin osittain aiempien korkeampikorkoisten lainojen konvertointiin. Konvertointien taustalla oli 1880-luvun Euroopan voimakas korkojen lasku 1860-luvun tasosta. Myös järjestelypalkkiot ja marginaalit olivat halvemmat kuin parikymmentä vuotta aiemmin.

Voimakas saksalaissuuntaus valtion pääomanhankinnassa johtui hyvistä henkilösuhteista Rothschildien pankkiiriliikkeeseen. Vapaaherra ja pankkiiri Carl von Rothschild oli henkilökohtaisesti mukana kaikissa Suomen ulkolaisissa lainoissa aina kuolemaansa vuonna 1886 asti. Viimeisen Suomen valtion saksalaisen lainan järjestelyt menivätkin jo muille pankkiireille. Suomen puolesta neuvottelut hoiti aina Suomen Pankki.

Saksalaissuuntaus loppui vuosisadan lopulla ja vuosina 1895–1903 valtio emittoi Ranskaan neljä frangimääräistä monivaluuttalainaa. Vuoden 1901 laina oli määrältään 25 miljoonaa markkaa. Nimellisarvoltaan 500 markan lainaa myytiin myös parikurssiin 500 frangilla sekä 360 Ruotsin kruunulla tai 404 Saksan markalla. Sijoittaja pystyi siis valitsemaan neljästä eri valuutasta mieluisensa. Lainan korko oli 3,5 prosenttia.

Kansainvälisyyttä lisäsi lainan erääntyvien kuponkien lunastuspaikat. Kuponkeja pystyi lunastamaan halutessaan Suomessa, Ranskassa, Brysselissä, Genevessä, Tukholmassa,

Kööpenhaminassa, Hampurissa sekä Berliinissä. Kussakin paikassa luonnollisesti useammasta pankista. 1800-lukua voikin hyvällä syyllä pitää vapaiden pääomaaliikkeiden aikakautena.

Valtaosa valtion laskemista lainoista emittoitiin varojen saamiseksi infrastruktuuri-investointeihin. Monen lainan ehtoissa puhutaan esimerkiksi nimetyistä rautatiehankkeista, joita lainalla oli tarkoitus rahoittaa. Myös muut tahot kuin valtio kävivät samoilla apajilla.

Valtion vuoden 1868 taalarimääräisellä palkinto-obligaatiolainalla (kuvio 1.) kerättävillä rahoilla oli tarkoitus rahoittaa Helsingin ja Riihimäen rautatien jatkaminen kohti Pietaria. Vuonna 1872 emittoi Borgå-Kervo Järnvägs-Aktiebolag 2,25 miljoonan markan obligaation. Lainan korko oli 5 prosenttia, juoksuaika peräti 75 vuotta. Lainan arvo määriteltiin Suomen markoissa, Preussin kurantti taalareissa (preussiskt courant Thaler) sekä Hollanin guldeneissa. Rahoilla yhtiö aikoi rahoittaa rautatien Porvoon ja Keravan välille.

Suomen Suurruhtinaskunnan aikaiset valtion lainat kuvaavat hyvin Suomen erityisaseman vaihteluita Pietarin vallanpitäjien silmissä. Suomen varsin itsenäistä asema "kansakuntana kansakuntien joukossa" kuvaa se, että Suomen Pankki kykeni neuvottelemaan ja jopa myymään ulkomaille Suomen markkamääräisiä obligaatioita, joissa oli Suomen valtion takaus ja nimi.

(Kuviot 1 ja 1b.)

Ajoittain tiedetään Pietarin katselleen karsaasti Suomen aktiivisuutta ulkomaisilla pääomamarkkinoilla. Joissakin myöhemmissä lainoissa onkin lainan ottajaksi merkitty Suomen Valtion sijaan Keisarillinen Senaatti. Suomen aseman ja tulevan itsenäisyyden kannalta oli merkityksellistä, että Suomella oli tunnettavuutta ja perinteitä kansainvälisillä rahamarkkinoilla.

Valtion lisäksi ulkolaisia emissioita harrasti lähinnä Hypoteekkiyhdistys. Vuosisadan lopulla Hypoteekkiyhdistys sai itselleen kilpailijoita Suomen Kaupunkien Hypoteekkikassasta, Suomen Yhdyspankista, Pohjoismaiden Osakepankista sekä myöhemmin myös muista pankeista, jotka perustivat itselleen omia hypoteekkiosastoja. Hypoteekkiobligaatiot emittoitiin kotimaisten pääomien puutteessa pääasiallisesti ulkomaille ja monivaluuttaisina.

Hypoteekkiobligaatioiden monivaluuttaisuus ja pitkäikäisyys aiheutti myöhemmin valuuttakurssien romahtaessa ensimmäisen maailmansodan yhteydessä vakavia vaikeuksia monille niiden liikkeellelaskijoista. Ulkomailta saadut valuuttapohjaiset lainat oli jaettu edelleen kotimaahan markkamääräisinä luottoina. Markan romahdus muihin valuuttoihin nähden aiheutti suuria vaikeuksia ja pitkän katkon uusien ulkomaisten luottojen myöhemmälle ottamiselle.

JVK-lainojen yleistymisen synnytti myös Suomeen niiden kauppaamiseen ja välittämiseen erikoistuneen ammattikunnan. Kokonaisuudessaan markkinat olivat kuitenkin pienet. Ensimmäinen pörssikokeilu 1860-luvulla kuihtui pian suhdanteiden muuttuessa ja vaikean laman runnellissa muutenkin köyhää maata.

Lähestyttäessä 1880-lukua heräsi tarve järjestetyille arvopaperikaupalle uudestaan. Senaatti vahvistikin 1879 Helsingiläisten kauppiaiden vaatimuksesta säännöt, joiden avulla voitiin käynnistää kuukausittain pidettävät arvopaperihuutokaupat. Obligaatioilla oli nyt jälleen myös kotimaiset jälkimarkkinat.

Täysin vailla jälkimarkkinoita eivät lainojen merkitsijät tällä välilläkään olleet. Ulkomaiden pörsseissä oli noteerattu Suomen valtionlainoja alusta asti. Kuviossa 2. on esitetty vuoden 1889 3,5 prosentin lainan noteeraukset Frankfurtissa ja Berliinissä vuosina 1890–1911.

Kysynnän ja tarjonnan lisäksi noteerauksiin vaikutti merkittävästi saman aikainen diskonttokoron kehitys. Suomen tapauksessa myös Venäjän olot ja Venäjän politiikan epävarmuustekijät Suomen tulevaisuudelle vaikuttivat kurssiin.

Siitä, kuinka paljon ulkomaille suunnatuista lainoista myytiin Suomeen, ei ole tarkkaa selkoa. Varsinkin vuosisadan loppua kohti lehdissä näkyi kuitenkin ajoittain ulkomaisten pörssien obligaationoteerauksia ja syntyneiden pankkiiriliikkeiden ja vastaavien osto/myynti-ilmoituksia. Niistä voi päätellä, että kotimaisten lainojen lisäksi varsinkin venäläiset ruplamääräiset lainat olivat suosittuja sijoituskohteita.

Puhuttaessa suosituista sijoituskohteista on kuitenkin muistettava, että JVK-lainat eivät olleet vielä 1800-luvun lopulla läheskään samalla tavalla koko kansan säästämismuotoja kuin sata vuotta myöhemmin. Obligaatioita harrastivat pankkien ja vastaavien lisäksi lähinnä vain varakkaimmat yksityishenkilöt.

(Kuvio 2.)

1.4. Lyhennykset arvottiin

Suotuisten suhdanteiden ansiosta kotimaiset rahamarkkinat löystyivät 1890-luvun alussa melkoisesti. Niinpä rahan määrä markkinoilla kasvoi jopa niin paljon, että pankit kieltäytyivät ajoittain ottamasta vastaan tilapäisiä talletuksia. Rahan runsaus sai myös lainamarkkinat kasvamaan korkotason pysyessä houkuttelevana.

Useat kotimaiset yritykset ja kunnat kääntyivät markkinoiden puoleen ja myivät lyhyessä ajassa ennätysmäisen määrän JVK-lainoja yleisölle. Markkinoille ilmaantui sellaisia nimiä kuten: Forssa Oy, Fiskars, Helsingin kaupunki, Nokia, Tampella, Kymen Osakeyhtiö, Vaasan kaupunki, Rauman kaupunki ja monta muuta.

Kaikki tämän ajan kotimaiset lainat olivat sellaisia, joiden lyhennykset arvottiin vuosittain. Yhtiö sitoutui tiettyyn lyhennysohjelmaan ja sen mukaisesti se arpoi tietyn määrän obligaatioita, jotka lunastettiin takaisin kerralla. Jokaista obligaatiota ei siis lyhennetty samaverran, vaan osa lainoista vedettiin kerralla kokonaan pois markkinoilta.

Tämän kaltainen arpominen haittasi luonnollisesti jälkimarkkinoita. Miten määritellä lainalle nykyarvo, kun ei tiedetä varmuudella kuinka monta vuotta lainaa on vielä jäljellä? Arpomalla tapahtunut pääoman palautus saattoi olla sekä mielyttävä että pettymystä aiheuttava kokemus lainan haltijalle. Kokemuksen laatu riippui tietenkin vallitsevasta korkotasosta sekä siitä hinnasta millä lainan oli itselleen alunperin hankkinut.

Niille, jotka eivät halunneet menettää lainojaan arpomisen seurauksena pankit kehittivät eräänlaisen vakuutusjärjestelmän. Asiakas saattoi jokaista arpomista silmälläpitäen ostaa pankilta vakuutuksen, että mikäli juuri hänen lainansa arvotaisiin, niin pankki ostaa asiakkaalle vastaavan lainan markkinoilta menetetyksi tilalle (kuvio 3).

Vakuutusmaksu riippui jäljellä olevasta juoksuajasta sekä markkinahinnasta. Asiakas saattoi vakuuttaa sekä kotimaiset että ulkomaiset lainansa. Lainojen vakuuttaminen helpotti tietyllä tavalla jälkimarkkinoiden toimivuutta. Vain näin voitiin ostajalle taata, että hän voi halutessaan pitää lainansa koko sen juoksuajan. Nykyarvoja laskettaessa ongelmaksi jäi tietenkin vakuutusmaksujen huomioiminen.

Todellisuudessa jälkimarkkinaongelmia ei juurikaan ilmennyt. Kaupankäynti oli vielä sangen pientä ja kehittymätöntä. Obligaatioista oli suuri osa muualla kuin kotitalouksien hallussa. Esimerkiksi pankkien obligatiovarastot käsittivät vuodesta 1862 aina 1890-luvulla saakka peräti 10–15 prosenttia niiden kokonaistaseista. Näin pankit olivat varsin merkittäviä obligatioiden haltijoita.

1890-luvun alun runsaiden obligaatioemissioiden jälkeen tilanne markkinoilla muuttui jälleen huonommaksi. Obligaatiokauppa väheni ja yleisö myi valtaosan lainoistaan ulkomaille. Kotitaloudet pyrkivät irti suhdanneherkistä ja arvonnalle alttiista obligaatioista ja tallettivat säästövaransa varmemman ja vakaamman tuntuisiin talletuksiin. Kotimaisia obligaatioita ei juuri ulkomaan pörsseissä noteerattu ja kotitaloudet kokivat jälkimarkkinoiden puutteen merkittävänä haittana.

Kotitalouksien osallistumista obligatioiden merkintään ei varsinkaan myöhemmin pidä väheksyä. Esimerkiksi Suomen Kiinteistöpankin vuoden 1907 3 miljoonan markan lainasta myytiin Yhdyspankin välityksellä yli 700 000 markkaa maaseudulle pääkaupunkiseudun ulkopuolelle.

(Kuvio 3.)

Tästä määrästä kotitaloudet merkitsivät 60 prosenttia, säästöpankit 37 prosenttia sekä erilaiset kassat ja rahastot 3 prosenttia.

Yksityishenkilöiden suhteellisen suuri osuus lainan merkitsijöinä selittynee sillä, että inflaatio oli vielä tuolloin tuntematon käsite ja usko oman markan vakauteen oli vahva.

Pankeille obligaatiot tarjosivat puolestaan hyvän vakavaraisuusreservin. Realisoimalla obligaatioita pankit saattoivat myös vahvistaa tarvittaessa kassaansa tai muuten vain tehdä hyviä kauppvoja markkinatilanteiden vaihdellessa. Pankit käyttivät obligaatioita myös vakuutena lainatessaan Suomen Pankista.

Pankeilla oli salkuissaan kaikenmaalaisia obligaatioita, varsinkin venäläisiä. Näillä oli myös tietty erityistehtävä hoidettavanaan. Suomalaisten tehtäiden oli saadaksesen venäläisiä valtionhankintoja asetettava vaakuudeksi venäläisiä valtion obligaatioita.

2. Sotien välinen murros

2.1. Helsingin arvopaperipörssi

Nykyinen Helsingin arvopaperipörssi perustettiin vuonna 1912. Sen toimintaa edelsi ensimmäinen pörssikokeilu jo 1860-luvulla sekä myöhempi pörssihuutokauppojen järjestäminen. Organisoidun pörssikaupan aloittaminen oli erittäin merkityksellistä toimivien jälkimarkkinoiden syntyminen kannalta. JVK-lainojen liikkeellelasku tuli nyt yrityksen kannalta helpommaksi.

Tosin välitöntä helpotusta jälkimarkkinoille ei pörssin perustamisesta kuitenkaan tullut, sillä varsinkin alkuaikoina pörssin kaupat keskittyivät osakepuolelle ja obligaatioiden vaihto oli varsin vähäistä. Päivittäin saatettiin tehdä vain yksittäisiä kauppvoja. Vuonna 1913 käytiin pörssissä osakekauppaa 2 537 028 markalla. Obligaatiiovaihto oli samana aikana vain 17 864 markkaa.

Kauppojen vähyyks on varsin yllättävää, sillä lainoja oli kuitenkin myyty suuria määriä sekä yksityisille että yhteisöille. Tosin jälkimarkkinoita saattoi olla hyvin pörssin ulkopuolellakin. Ei ole tiedossa kuinka paljon välittäjät tekivät kauppvoja suoraan asiakkaidensa kanssa pörssin ohi. Obligaatiokauppojen välityspalkkio, 0,25 prosenttia kauppasummasta, tuskin vaikutti kauppojen siirtymiseen pörssin ulkopuolelle.

Obligaatioiden jälkimarkkinoiden nihkeys saattaa osin johtua myös itse tuotteen ominaisuuksista. Jo aiemmin on selostettu kuinka obligaatioiden lyhennykset hoidettiin arpomalla.

Käytännössä arpominen tapahtui siten, että jokaista yksittäistä obligaatiokirjaa vastaava arpalippu pantiin suureen rumpuun, josta valtion virallinen asiamies nosti tarvittavan määrän arpalippuja. Arvottujen obligaatioiden sarjanumerot julkaistiin Virallisessa Lehdessä. Obligaation haltijan tehtäväksi jäi pitää huoli sattuiiko voitto kohdalle vai ei. Arvottujen obligaatioiden korko lakkasi luonnollisesti juoksemasta arvontapäivänä tai heti sen jälkeen.

Jälkimarkkinoiden kannalta tilanne oli hankala. Välittäjän piti tarkastaa myytävä tavara ja pitää huoli että ei myynyt arvottua lainaa käypänä. Sama ongelma oli tietenkin myös pankkien säilytysosastoilla, jossa jokaisen arvonnän jälkeen piti käydä kaikki lainat läpi ja pistää arvotut paperit lunastukseen.

On selvää, että kauppa tällaisilla papereilla on ongelmallista. Lisäksi on syytä muistaa niin ikään aiemmin mainitut ongelmat nykyarvon laskemisessa sekä arpomisen varalle tehdyt mahdolliset vakuutukset. Näin hajanaiselle tuotteelle ei ollut helppo synnyttää yhtenäisiä jälkimarkkinoita.

Näyttääkin siltä, että vaikka lainoja myytiin emissioista järjestelmällisesti, niin jälkimarkkinat toimivat enemmänkin yksittäisten kauppojen perusteella, kuin vakiintuneen kauppatavan tai -tason mukaan.

Obligaatiokauppojen vähyyks johti siihen, että niiden noteeraaminen lopetettiin pörssissä kokonaan vuosiksi 1917–1920. Pörssi ei kuitenkaan ollut näinä aikoina mikään hiljainen paikka, päinvastoin.

Sotasuhdanteista johtuen liikkeellä ollut setelistö oli kasvanut Suomessa niin runsaasti, että hyvistä sijoituskohteista oli pula.

Sotavuosina pankkien talletuskorot laskivat 0,5 prosenttiin ja jotkut pankit kieltäytyivät ajoittain ottaamasta vastaan talletuksia uusilta asiakkailta. Osakepuolella pörssi koki todellisen nousukauden, jota tietenkin seurasi romahdus suhdanteiden muututtua sodan jälkeen.

Myös emissiopuolella oli vilskettä. Vuosina 1915–18 sijoitettiin kotimaisille markkinoille kaikkiaan noin kuutisenkymmentä obligaatiolainaa.

Obligaatio-markkinoiden kasvu synnytti uusia vaatimuksia myös itse obligaation painamiselle. Varhaisimmat obligaatiot oli painettu vähän missä sattui, eikä yksityiskohtaisia määräyksiä tai vaatimuksia painotyön laadusta tai varmuuspainatuksesta ollut. Vuosisadan alussa obligaatioiden painattamisesta sanottiin: "muuten on plankettien painatukseen ja ulosantamiseen nähden huomioon otettava, että painatus on suoritettava soveliaan, Valtionvaraintoimituskunnan järjestämän ja toiminimen kustannettavan tarkastuksen alla ...".

Valtion obligaatioita alettiin painaa vuodesta 1923 lähtien Setelipainossa. Aiemmin ne oli pääosin painettu valtioneuvoston (senaatin) kirjapainossa. Vähitellen myös muut obligaatioiden liikkeellelaskijat alkoivat käyttää Setelipainoa. Vuonna 1932 oli obligaatioiden osuus Setelipainon muusta kuin itse setelien painamisesta peräti 40 prosenttia. Setelipainon uusilla guilloche- ja relieffikoneilla voitiin obligaatioihin painaa turvallisuutta lisääviä koristekuvioita.

Myös muut kuin Setelipaino painoivat obligaatioita. Frenckellin kirjapaino otti vuonna 1934 käyttöön ns. dorseerausmenetelmän painaessaan arvopapereita. Dorseerauksessa arvopaperin eri valöörit merkittiin eri väreillä. Näin osakkeiden ja obligaatioiden käsittely helpottui. Värikoodista pystyi helposti näkemään minkä suuruisesta paperista oli kyse.

Painomenetelmien kehittyminen voidaan pitää markkinoiden kehittymisen merkinä. Liikkeellelaskijoiden ja emissioiden lisääntyessä kasvoi jälkimarkkinoilla myös tarve turvallisuudesta ja käsittelyn helppoudesta. Arvopaperit oli tehtävä vaikeasti väärennettäviksi ja helposti tunnistettaviksi. Turvallisuusmielessä arvopaperiosakkeet ja obligaatiot seurasivat viiveellä rahapuolen kehitystä.

2.2. Palkinto-obligaatioita

Obligaatioiden päätyyppi vuodesta 1841 lähtien oli ollut pääomat arpomalla lyhentävä lainatyyppi. Siinä obligaation haltija ei koskaan tiennyt milloin hän saa sijoittamansa pääoman tai osan siitä takaisin. Pääoman lyhennyksessä ei käytetty vuosittain lunastettavaa kuuponkia, vaan satunnaista arvontaa. Korot sen sijaan maksettiin muutamaa poikkeusta lukuunottamatta vuosittain erillisiä korkokuponkeja vastaan.

Aiemmin selostetut ongelmat pääoma-arvontojen osalta johtivat uusien lainatyyppien kokeiluun heti ensimmäisen maailmansodan jälkeen. Kokeilun tarvetta lisäsi se, että sodan jälkeen talouteen tulivat uusina riskitekijöinä inflaatio sekä valuuttakurssien vaihtelut. Pitkät vuosikymmenten pituiset obligaatiot eivät olleet enää houkuttelevia, pikemminkin päinvastoin.

Sodan jälkeen nähtiin monessa maassa räjähtäviä inflaatioita sekä hurjia devalvaatioita. Monivaluuttalainat osoittautuivat liikkeellelaskijoilleen varsinaisiksi aikapommeiksi. Sijoittajat olivat puolestaan tyytyväisiä voidessaan nostaa päömansä vahvemmassa valuutassa kuin omassaan.

Obligaatioiden liikkeellelaskijat lähtivät uudessa tilanteessa kokeilemaan ns. palkinto-obligaatiolainoja. Niissä sijoittaja ostaa yleensä nimellisarvoltaan halvan obligaation, jolle ei makseta periaatteessa mitään korkoa. Koko obligaation määrälle tarkoitettu korkosumma arvotaan kerran tai useammin vuodessa sarjanumeroiden perusteella obligaation haltijoiden kesken. Laina-ajan jälkeen obligaation pääoma-arvo maksetaan kerralla takaisin.

Käytännössä palkinto-obligaatiolla oli lukuisia eri sovelluksia. Lainan takaisinmaksettava pääomaosuus saattoi olla yhtäsuuri kuin sen nimellisarvo. Yhtä hyvin pääomapalautus saattoi olla

suurempi tai pienempi kuin nimellisarvo.

Palkinto-obligaatioiden juoksuajat olivat yleensä noin viiden vuoden mittaisia. Tämä sekä niiden kenties tarkoituksella valittu ulkonäkö tekivät niistä merkittävän kilpailijan samanaikaisesti kehittyvässä oleville raha-arvoille (kuvio 4.).

Palkinto-obligaation parhaita puolia arpajaismielessä oli tietenkin se, että vaikka ei olisi voittanut yksissäkään korkoarvonnoissa, niin silti sai aina rahansa takaisin. Näin vain korot jäivät arpaonnelle alttiiksi ja pääomat pysyivät turvassa.

Palkinto-obligaatioita laskettiin liikkeelle varsin runsaasti ja ilmeisen menestyksekkäästi maailmansotien välisenä aikana. Liikkellelaskijana toimi lähinnä valtio.

Palkinto-obligaatioita noteerattiin myös pörssissä. Jälkimarkkinat olivat näidenkin lainojen osalta hieman ongelmalliset. Nyt ei ongelmana ollut niinkään epävarmuus sitä, koska pääomat saa takaisin, vaan pikemminkin korkojen maksu.

(Kuvio 4.)

Miten määrätä jälkimarkkinahinta pääomapalautteiselle "raha-arvalle"? No, markkinat kuitenkin olivat ja toimivat jollain tavalla. On kuitenkin selvää, että varsinkaan suursijoittajat ja instituutiot eivät palkinto-obligaatioita suuremmin harrastaneet. Lainojen tuotto oli epävarmaa, vaikka parhaimmillaan arpaonnen suosiossa jopa satumaista.

Palkinto-obligaatioiden kulta-aika loppui toiseen maailmansotaan. Ennätysmäinen inflaatio teki kaikkien muiden kuin indeksiin sidottujen lainojen myynnin käytännössä mahdottomaksi pitkäksi aikaa.

Tuotteena palkinto-obligaatio oli varsin mielenkiintoinen "kokeilu". Tuote sopi mitä ilmeisimmin aikaan, jolloin inflaatio oli suhteellisen matala. Kiitollisena kohderyhmänä ja merkkiaajina olivat kotitaloudet, jotka halusivat turvallisuutta sekä hieman pelijännitystä arvontojen muodossa.

Ensimmäinen maailmansota ei kokonaan lopettanut lainoja, joiden lyhennykset arvottiin. Niitä laskettiin liikkeelle yhä runsaasti, joskin juoksuajaltaan aiempaa lyhyempinä. Tosin 30–40 vuoden lainatkaan eivät olleet mitään harvinaisuuksia.

Pääomien lyhentäminen arpomalla tuli ajan mittaan tavattoman työlääksi. Kun lainoja oli paljon ja arvontoja useita, niin koko järjestelmä rupesi kaatumaan omaan mahdottomuuteensa. Jos arvottava laina sattui olemaan tarpeeksi suuri, saattoi pelkkä julkisen notaarin suorittama arpomistapahtuma venyä kolmenkin päivän mittaiseksi.

Lisää sotkua syntyi, kun lainan juoksu-aika läheni loppuaan. Lainan liikkellelaskijoilta yritettiin lunastaa jo kauan sitten arvottuja pääomia ja vanhentuneita korkokuponkeja. Lyhennysten hoitaminen arpomalla oli tullut tiensä päähän. Se ei enää palvellut liikkellelaskijoita eikä sijoittajia.

Oman vaikeutensa vanhoille lainatyypeille aiheutti myös kultakannasta luopuminen. Suomen Pankki lopetti 1931 lunastamasta seteleitään kullalla. Mielenkiintoinen ongelma syntyi siitä, mitä tehdä kultaklausuulin omaaville obligaatioille. Liikkellelaskijat halusivat tietenkin noudattaa Suomen Pankin esimerkkiä ja sijoittajat puolestaan vaativat itsepintaisesti pääomiaan takaisin kultaan sidotulla kurssilla.

"Kultakriisin" ollessa pahimmillaan jotkut hypoteekikassat olivat jo perikadon partaalla. Pahimmalta kuitenkin vältyttiin ja asiat saatiin ratkaistua osittain lainojen takaisinlunastamisella ja osin muuta kautta.

Kun pitkiä jopa 75-vuoden obligaatioita laskettiin liikkeelle 1880-luvulla, ei kukaan osannut aavistaa eikä nähdä mitä kaikkea lainan juoksuajana ympäröivässä maailmassa saattoi tapahtua. Obligaation ehdoissa oli kultaklausuuleja sekä sellaisia valuuttoja ja maita, joita ei lunastushetkellä ollut enää olemassakaan.

Myös pitkät lainat olivat viimeistään maailmansotien välisenä aikana tulleet tiensä päähän. Ei ollut

kenenkään etu tehdä sitoumuksia sellaiseen tulevaisuuteen, mistä ei pysty tekemään realistisia arvioita. Riskit olivat pitkissä lainoissa aivan liian suuret. Yhteiskunta oli muuttunut ja lainat sen myötä.

3. Kohti standardituotteita

3.1. Sota, rauha ja inflaatio

Valtio oli kauan sitten huomannut, että obligaatioita voi käyttää hyvin myös rahan sijasta. Jo Saimaan seteleiden haltijat käyttivät aikanaan obligaatioita laillisina maksuvälineinä. Valtio käytti sotien välisenä aikana omia obligaatioitaan rahan sijaan maksaessaan kansalaisille korvauksia erilaisista asioista (esim. obligaatio "vuokra-alueiden lunastamiseksi" vuodelta 1918).

Sota-aikana tulivat varsinaisten sotalainaobligatioiden lisäksi "muotiin" erilaiset korvauslainat. Sotalainaobligatioilla rahoitettiin sotaponnistuksia keräämällä rahaa niiltä harvoilta, joilla sitä vielä oli. Korvauslainoilla puolestaan maksettiin korvauksia niille, joilta sota oli vienyt eniten.

Sotavuosina valtion obligaatioilla oli usein annettu mahdollisimman houkuttelevalta tai vetoavalta kuulostaavia nimiä. Juuri ennen talvisotaa valtio laski liikkeelle Olympia-obligaatiolainan, jolla oli tarkoitus rahoittaa vuoden 1941 Helsingin Olympialaisia. Obligaation kannessa juoksi Paavo Nurmi soihtu kädessä. Myös sellaisia lainoja kuten "Jälleenrakennuslaina" ja "Isänmaainlaina" emittoitiin.

Valtion ensimmäinen korvauslaina (kuvio 5 a.) perustui vuodelta 1942 annettuun lakiin. Tämä laina oli juoksuajaltaan 40-vuotta ja korko kiinteä 4 prosenttia. Sodan jälkeinen suurinflaatio teki tästä lainasta käytännössä arvottoman jo kauan ennen viimeisen korko/lyhennyskuupongoin nostoa vuonna 1963.

(Kuvio 5 a ja b.)

Inflaatio oli ajoittain todella ankara. Elinkustannusindeksi nousi pelkästään vuonna 1945 kaksinkertaiseksi yhdessä vuodessa. Vuonna 1946 inflaatio oli vain 16 prosenttia. Seuraavana vuonna se oli 54, vuonna 1948 yli 10 ja vuonna 1949 ainoastaan 3 prosenttia. Seuraavana vuonna inflaatio jälleen ryöpsähti 21 prosenttiin.

Pari vuotta ensimmäisen korvauslainan jälkeen vahvistetun toisen korvauslain perusteella annettu indeksiehtoinen korvausobligatio oli jo toista maata (kuva 5 b.). Lainan ehtoihin kirjattu indeksiehto kuvaa hyvin sitä rajua murrosta, minkä yhteiskunta joutui hävityn sodan jälkeen läpikäymään. Joskin on varsin luultavaa, että harva osasi lainan liikkeellelaskuhetkellä ennakoita tulevan inflaation suuruutta ja indeksiehdon "kultareunaisuutta".

Valtion toinen korvauslaina oli "kultareunainen" sanan varsinaisessa merkityksessä. Indeksiehto kuului kaikessa karuudessaan seuraavasti: "Maksulipuissa mainittu kuoletus korotetaan tai alennetaan kulloinkin yhtä monella kymmenellä prosentilla kuin kotimaisten tavarain tukkuhintaindeksi eräpäivän lähinnä edellisessä maaliskuussa on ollut täysiä kymmeniä prosentteja korkeampi tai alempi kuin joulukuussa vuonna 1944".

"Kultareunaisuutensa" ansiosta valtion toinen korvauslaina tuli nousemaan suomalaisessa obligaatiohistoriassa aivan erityiseen asemaan. Ensinnäkin se oli ensimmäinen indeksiin sidottu laina. Tämä näkyy myös osittain indeksiehdon sisällöstä. Ehto osoittautui niin hyväksi haltijoilleen, että on vaikea kuvitella ehtojen laatijoiden asiaa näin tarkoittaneen. Indeksiehdon muotoilu oli pakko olla jonkinasteinen vahinko.

"Kultareunainen" oli kymmenen vuoden laina, jota lyhennettiin tasaisesti 1/10 osa vuosittain. Korkean inflaation seurauksena lyhennysten nimellismäärät nousivat kymmenessä vuodessa lähes 250 prosenttia!

Myöhemmissä indeksiehtoisissa lainoissa pääomaa ei nostettu suoraan indeksimuutoksen vertaa, vaan korkeintaan puolella nousun määrästä. Korvauslainan inflaatio suoja oli näin paljon parempi kuin muiden indeksiin sidottujen lainojen. Osittain tästä syystä "kultareunainen" korvauslaina oli

erittäin suosittu paperi pörssissä.

"Kultareunaista" annettiin lähinnä karjalaisille siirtolaisille korvaukseksi heidän luovutetuille alueille jääneestä omaisuudestaan. Osa saajista joutui nyt ensimmäisen kerran elämässään tekemisiin arvopapereiden ja pörssin kanssa.

Siirtolaiset olivat usein taloudellisesti tiukoilla. On siksi aivan luonnollista, että monet myivät saamansa arvopaperit. Indeksiehto oli puolestaan niin hyvä, että ostajiakin löytyi pörssistä helposti. "Kultareunainen" korvausobligaatio hallitsi suvereenisti 1945–56 pörssin obligaatiomarkkinoita.

Parhaimmillaan toisen korvauslainan vaihto saattoi olla jopa yli 90 prosenttia koko lainakaupasta. Esimerkiksi vuonna 1946 pörssin noteerauslistalla oli 22 lainaa, lähinnä valtion lainoja. Ainoastaan "kultareunainen" noteerattiin päivittäin, muut kerran viikossa.

Ilman korvauslainaa olisikin turha puhua obligaatioiden jälkimarkkinoista, sillä niin pientä niiden vaihto oli. Inflaatio oli syönyt monen vanhemman lainan pääomat niin pieneksi, että niistä ei juurikaan ollut kauppatavaraksi. Sota-ajan lainoissa oli vähän sama vika. Lisäksi niitä oli ostettu enemmänkin isänmaan etu mielessä kuin sijoitusmielessä. Sotalainat pysyivät tiukasti piirongin laatikossa.

3.2. Indeksiehto

Sodan aikainen ja jälkeinen korkea inflaatio tappoi sotia edeltäneen palkinto-obligaatiobuumin. Samoin meinasi käydä koko obligaatiosäästämiselle. Sodan jälkeen ei uusia lainoja juurikaan laskettu liikkeelle. Vuonna 1948 otettiin pörssilistalle vain yksi uusi valtion laina.

Obligaatiomarkkinat alkoivat vilkastua oikeastaan vasta kun valtio ryhtyi laskemaan liikkeelle indeksiin sidottuja lainoja enemmän. 1950-luvulla alkoikin vaihtuvakorkoisten lainojen aika.

Valtio emitti useita 5–10 vuoden mittaisia lainoja, joiden korko ja kuoletus olivat puoliksi sidottuja elinkustannusindeksiin. Mainittakoon, että aiemmin esitellyssä "kultareunaisessa" obligaatiossa ainoastaan pääoma oli indeksiin sidottu.

Obligaatiomarkkinoiden "pysähtyneisyyden ajan" syyt olivat yleisessä yhteiskunnallisessa kehityksessä ja rahan arvon heikkenemisessä. Valtiolla oli kyllä rahantarvetta, mutta jotta lainoja olisi saatu kaupaksi, olisi koron pitänyt olla erinomaisen korkea. Kotitaloudet ja muut sijoittajat puolestaan vierastivat rahojensa sijoittamista pitkäksi aikaa sodan jälkeisissä epävarmoissa oloissa.

Liittoutuneiden valvontakomissio ja kumouksellisten ääriaineisten uho yhteiskunnallisine jännitteineen saivat sijoittajat myös varovaisiksi. Sodan jälkeen oli enemmänkin muotia salakuljettaa varoja ulkomaille kuin merkitä valtion tai yritysten obligaatioita.

Indeksiin sidotut lainat olivat ratkaisu markkinoiden odotuksiin. Osittainkin indeksiin sitominen takasi sen, että inflaatio ei syönyt sentään aivan kaikkia säästöjä. Obligaatiot olivatkin korkosijoittajille lähes ainoa tapa edes jotenkin turvata rahansa.

Tämän ajan obligaatioiden indeksiehdot olivat pitkälti samanlaisia keskenään. Tyypillinen ehto saattoi kuulua esimerkiksi seuraavasti: "Obligaatiolainan kulloinkin erääntyvä korko ja kuoletus ovat sidotut viralliseen elinkustannusindeksiin (1951=100) siten, että jos tarkistusindeksi on vähintään neljä prosenttia perusindeksiä suurempi, korotetaan kulloinkin erääntyvän korko- ja kuoletuserän perusmäärää yhtä monella prosentilla kuin luku kaksi täysiä määriä sisältyy edellä tarkoitettua indeksin nousua osoittavaan prosenttilukuun" (esim SV 3.1.1966).

Indeksisidonnaisuutta käyttivät hyväkseen muutkin kuin pelkästään valtio. Esimerkiksi Helsingin kaupunki laski vuonna 1961 liikkeelle samanlaisin ehdoin varustetun obligaatiolainan, jonka kuponkikorko oli 7 prosenttia.

Myös pankit lähtivät mukaan indeksisidonnaisuuteen. Ne ottivat palvelutarjontaansa 1950-luvun

lopulla samankaltaisia puoli-indeksisidonnaisia verovapaita määräaikaistilejä kuin obligaatiotkin olivat. Käytännössä obligaatioiden ainoaksi valiksi jäi jälkimarkkinat, joita määräaikaistalletuksilla ei ollut.

Jälkimarkkinoiden kannalta indeksiehtoiset lainat olivat yhtäältä hyviä mutta toisaalta myös ongelmallisia. Hyvää niissä oli kiistatta se, että inflaatio ei ollut lainan loppuaikoinakaan täysin syönyt sen alkuperäistä pääoma-arvoa.

Huono puoli indeksiehtoisissa lainoissa oli puolestaan lainan nykyarvon laskeminen jälkimarkkinoilla. Indeksikorotukset tapahtuivat aina jälkikäteen. Näin ollen ostajien ja myyjien ei ollut mitenkään helppo löytää sopivaa kauppahintaa lainalle, kun juuri sillä hetkellä ei voinut tietää paljonko, jos ollenkaan seuraava korko ja lyhennys nousevat indeksin mukana.

Pörssin kauppatilastoja selaillessa näyttääkin siltä, että indeksiehtoiset lainat olivat jälleen kerran enemmänkin kotitalouksien pitkäaikainen säästämiskohde, kuin spekulatiivinen sijoitus. "Kultareunaista" korvauslainaa lukuunottamatta indeksilainoilla ei ollut merkittäviä jälkimarkkinoita. Toki niillä käytiin kauppaa pörssissä, mutta vaihdot olivat vähäisiä.

Uusien indeksiobligatioiden myynti loppui kertaheitolla, kun hallitus päätti vuoden 1966 lopulla panna kaikki obligaatiot verolle. Verottomuutta ja samalla hiljaiseloa obligatiomarkkinoilla kesti pari vuotta, jonka jälkeen verovapauteen palattiin jälleen takaisin. Indeksiehto heitettiin kuitenkin romukoppaan ja uudet lainat olivat kiinteäkorkoisia, eikä pääomakaan muuttunut mihinkään suuntaan.

3.3. Kaikenlaisia kokeiluja

Sodan aikana ja sen jälkeen kokeiltiin runsaasti erilaisia lainatyyppejä. Valtio kokeili sotaobligatioissaan 0-kuponkiratkaisuja. Huhtikuun 1944 sotaobligation merkintähinta oli 100 markkaa. Lainalle ei maksettu varsinaista korkoa, vaan laina-ajan päätyttyä vuoden 1950 tammikuussa lainan haltijalle maksettiin takaisin 120 markkaa.

Yritykset olivat myös varsin innovatiivisia laskiessaan uusia lainoja liikkeelle. Participating debenture oli laina, jonka korko oli sidottu ainakin osin liikkeellelaskevan yrityksen osingon maksuun. Lainan haltijat ikäänkuin "osallistuivat" yrityksen liiketoiminnan hedelmien jakamiseen osakkeenomistajien tavoin. Toki lainalla oli myös nimelliskorko. Participating debentureja laski liikkeelle ainakin Suomen Gummitehdas jo ennen sotia sekä Villayhtymä 1959.

Vuonna 1954 otettiin pörssilistalle Suomen Teollisuus-Hypoteekkipankin laina, josta puolet oli sidottu Englannin punnan kehitykseen. Samantyyppisen lainan laski liikkeelle myöhemmin myös Suomen Höyrylaiva Osakeyhtiö.

Tämän toukokuun 31. 1957 päivätyn lainan indeksiehto kuului seuraavasti: "Lainan määrä korkoineen sidotaan Suomen Pankin lainan liikkeeseen laskemispäivänä noteeraaman Englannin punnan viralliseen myyntikurssiin siten, että puntanoteerauksen noustessa tästä peruskurssista, lunastettaviksi erääntyneiden kuoletuserien lainasopimuksissa mainitut nimellismäärät sekä kulloinkin maksettavat korkomäärät korotetaan 50 prosentilla siitä prosentuaalisesta noususta, minkä puntakurssinoteeraus viimeistä noteerauspäivää edeltäneenä arkipäivänä peruskurssiin verrattuna osoittaa. Jos punnan virallinen myyntikurssi laskee alle yllämainitun peruskurssin, ei laskua oteta huomioon."

Myöhemmin 1980-luvulla ja varsinkin sen jälkeen ovat lainojen liikkellelaskijat tehneet parhaansa keksiäkseen uusia muotoja JVK-lainoille. Lainojen korkoja ja pääomia on sidottu milloin minkäinkinlaisiin indekseihin. JVK-lainan kokonaistuotto on saattanut riippua öljyn, yksittäisen osakkeen, koko pörssin tai jonkin valuutan kehityksestä.

Varsinkin erilaiset osakekurseista riippuvat lainat ovat olleet suosittuja. Pörssivillityksen myötä ovat syntyneet optiolainat, vaihtovelkakirjalainat sekä 1994 viimeisimpänä keksintönä Helsingin arvopaperipörssin HEX-indeksin kehitykseen sidottu laina.

Varsinkin optio- ja vaihtovelkakirjalainat ovat puhtaina osakejohdannaisina kiinnostaneet huomattavasti enemmän osakesäästäjiä kuin perinteisiä obligaatioäästäjiä. Niinpä näiden lainojen menekki emissioissa sekä myöskin jälkimarkkinoilla on riippunut pitkälti osakemarkkinoiden yleistilanteesta.

3.4. Ennen bullet-lainoja

Indeksiehtoisten lainat loppuivat 1960-luvun puolivälissä. Tämän jälkeen markkinoilla oli pari vuotta hiljaista. Lisäksi hallitus oli päättänyt panna obligaatiot verolle. Verollisilla lainoilla ei ollut kuitenkaan kysyntää ja niin verovapaus oli pakko palauttaa. Valtio ryhtyi emittoimaan viiden ja kymmenen vuoden mittaisia kiinteäkorkoisia obligaatioita, jotka kuoletettiin vuosittain tasalyhennyksin.

Tämä lainatyyppi pysyi muuttumattomana parikymmentä vuotta, kunnes kuoletukset alkoivat siirtymään vuosi vuodelta yhä takapainotteisemmiksi.

Tasalyhenteinen laina oli haltijalleen hankala. Lainasta vuosittain erääntyvät lyhennykset aiheuttivat aina uudelleensijoitusongelman. Usein kävi niin, että jos joku merkkasi kymmenen vuoden lainaa, niin kymmenen vuoden kuluttua hänellä oli lyhennysten eräpäivinä merkittyjä uusia obligaatioita sekalainen määrä.

Lyhennyksillä merkittyjen lainojen nimellisarvot olivat tietenkin paljon pienempiä kuin alkuperäisen lainan. Näin obligaatioäästäjälle syntyi ikään kuin vahingossa lukumääräisesti hyvinkin laaja salkku. Eräpäivissä ja lyhennyksissä riitti puuhaa. Ja mikäli joskus tuli rahan tarve, niin oli pakko myydä paljon "pientä silppua". Tämä tiesi puolestaan turhia kuluja ja huonoja kurseja. Yksi suuri kauppa on aina edullisempi kuin kymmenen pientä.

Joidenkin mielestä tasalyhenteisten lainojen parhaita puolia oli puolestaan juuri vuotuiset lyhennykset. Näin varmasti myös oli. Tässä tapauksessa sijoittajan tarpeet olivat sen kaltaiset, että sijoituksesta haluttiin irroittaa rahaa vuosittain mahdollisimman paljon.

Jälkimarkkinoiden kannalta tasalyhenteiset lainat olivat epämukavia. Meklarit käyvät mielellään kauppaa suurilla tasasummilla. Tasalyhenteisen lainan pääoma-arvo oli joka vuosi erilainen ja "sekavasta silpusta" on työlästä, joskus jopa mahdotonta, saada aikaan suuria tasasummia.

Tultaessa 1970-luvulle oli sodasta ja pahimmasta pulasta kulunut jo pitkä aika. Suomen talous ja kotitalouksien ostovoima olivat kasvaneet melkoisesti. Ylimääräinen sijoitusraha etsi tuottavia ja turvallisia kohteita. Valtion obligaatiot ja vähän myöhemmin myös yritysten erilaiset JVK-lainat tarjosivat hyvän kohteen ihmisten säästörahoille.

Tasalyhenteisten lainojen tultua markkinoille, noin 130 vuotta ensimmäisten obligaatioiden jälkeen, alkoi obligaatioista todella kehittyä varteenotettava sijoituskohteeksi myös tavalliselle kansalle. Vasta nyt kauppa kävi myös pörssissä ja lainan merkkajaajat saattoivat olla varmoja siitä, että pääsisivät lainastaan tarvittaessa eroon käypään markkinahintaan.

Markkinoiden kasvusta ottivat omansa myös muut kuin valtio. 1980-luvulla pörssin lainalista oli pitkä kuin nälkävuosi. Noteerattavia lainoja alkoi olla jo niin paljon, että kaupankäynti pörssissä hankaloitui. Pitkää listaa ei kukaan jaksanut kahlata läpi ja lehdetkin lopettivat obligationoteerausten julkistamisen.

Obligaatioiden kauppa siirtyi valtaosin pois pörssistä. Pankit ja pankkiiriliikkeet kävivät kauppaa keskenään ja sisäisesti kurseilla, mitkä kuitenkin indikaatiivisesti saatiin pörssissä tehdyistä harvoista kaupoista. Julkisuudessa esiintyi ajoittain kritiikkiä siitä, että jotkut välittäjät veivät suuria obligaatiokauppoja pörssiin saadakseen oman markkinaosuutensa näyttämään suuremmalta.

3.5. Arvo-osuusjärjestelmä

Tämän päivän obligaatiot ovat kehittyneet tasalyhenteisistä siten, että niissä on vain yksi lyhennys. Koko pääoma maksetaan takaisin kerralla laina-ajan päätyttyä. Lähes kaikki 1990-luvun lainat ovat tällaisia ns. bullet-lainoja.

JVK-markkinat ovat aiempaa selkeämmin eriytyneet kolmeksi eri markkinaksi. Ensinnäkin jäljellä on kotitalouksien muodostamat säästäjän markkinat. Valtion tai yritysten lainat merkitään yleensä emissiosta ja vieläkin pääsääntöisesti pidetään itsellä koko juoksuajan.

Tosin kehitys on johtanut siihen, että yhä useampi on valmis etsimään markkinoilta edullisia vanhoja lainoja ja vastaavasti pyrkii myymään oman lainansa pois, jos markkinatilanne vaikuttaa siltä. Myös kotitalouksien toimintaan on tullut sijoituksellisia piirteitä.

Toinen aivan erillinen tapaus on obligaatioiden käyttö rahamarkkinainstrumenttina. Valtio on suuressa rahapulassaan ryhtynyt laskemaan liikkeelle ns. sarjaobligaatioita eli "benchmark"-lainoja. Näiden pienin nimellisarvo on yksi miljoona markkaa. Yritykset ja yhteisöt käyvät kauppaa näillä lainoilla ja näistä noteerauksista syntyvät pitkät markkinakorot, jotka puolestaan vaikuttavat moneen asiaan.

Ulkomaalaisten sijoittajien osuus obligaatioiden tukkumarkkinoilla on varsin suuri. Noin puolet lähes 50 miljardin markan sarjaobligaatiokannasta on arvioitu olevan ulkomaalaisten hallinnassa. Heidän motiivinsa ostaa suomalaisia JVK-lainoja on tietenkin spekulatiivinen voitontavoittelu. Korkea korko ja valuuttakurssivoiton nälkä pitävät ulkomaalaisten rahat Suomessa.

Kolmannet JVK-markkinat muodostavat erilaiset "räätälöidyt" lainat. Suureen muotiin ovat tulleet erilaiset omanpääomanehtoiset osakkeisiin vaihdettavat pääomalainat ja vastaavat.

Optio- ja vaihtovelkakirjalainat ovat tekemässä uutta tuleamista pörssin piristymisen myötä. Näille lainoille on tyypillistä, että ne ovat kaikki toisistaan poikkeavia. Lainan liikkellelaskijoihin saattaa liittyä eriasteisia taloudellisia riskejä, jotka tekevät lainoista muutakin kuin pelkän korkopaperin. Näiden lainojen jälkimarkkinat ovat tuottotasoltaan ja vaatimukseltaan epäyhtenäiset. Riskillä on hintansa.

Seuraava askel JVK-markkinoilla on siirtyminen arvo-osuusjärjestelmään. JVK-lainat siirtyvät pankkien lokeroista ja piirongin laatikoista paperittomaan arvo-osuusrekisteriin. Tämä tulee avamaan jälleen uusia näkymiä JVK-lainojen kehittelijöille.

Tulevaisuudessa olisi jälleen teknisiä edellytyksiä palata kokeilemaan vaikkapa vanhaa palkinto-obligaatiomallia. Kun obligaatiot siirtyvät tilittiedoiksi tietokoneen uumeniin, niin voitto-obligaatioiden arvonta kävisi käden käänteessä ja virheettömästi. Arvo-osuusympäristössä tulee sekä liikkellelaskijan että sijoittajan elämä olemaan nykyistä huomattavasti helpompaa.

YHTEENVETO

Suomalaisen obligaation historiassa 1840-luvulta tähän päivään on tapahtunut paljon muutoksia. Itse perusasia, eli lainan liikkellelaskijan ja merkitsijän velkasuhde, on toki pysynyt ennallaan. Miltei kaikki muu onkin sitten vuosien saatossa muuttunut.

Obligaatio on tuotteena kehittynyt ja muuttunut sitä mukaa kun ympäröivässä yhteiskunnassa on tapahtunut muutoksia tai jopa mullistuksia. Ensisijaismarkkinoiden ja jälkimarkkinoiden välisessä vuorovaikutuskentässä seilaava obligaatio on aina pyrkinyt hakemaan sellaisen ulkoisen ilmenemismuodon, että se on pystynyt ainakin tyydyttävästi täyttämään ne odotukset, joita markkinaosapuolet ovat sille kulloinkin asettaneet.

1800-luvulla tuote oli niin pieni ja obligaatioihin sijoittajia niin vähän, että jälkimarkkinat eivät muodostuneet suureksi ongelmaksi. Manuaalinen työ oli halpaa, laskukoneet kalliita ja tekniikka tältä osin kehittymätöntä. Tästä syystä lyhennysten arpominen oli parempi malli, kuin jos lyhennykset olisi suoritettu tasalyhennyksinä. Nykyarvojen laskeminen olisi ollut vielä vaikeampaa.

Pitkien monivaluuttalainojen loppuminen oli vähintäänkin luonnollista. Inflaatio ja muuttuvat

valuuttakurssit tekivät riskit kaikille osapuolille yhtä sietämättömiksi. Samaten inflaatio teki temput kiinteäkorkoisille lainoille sekä palkinto-obligaatioille. Korolla, inflaatiolla ja valuuttakursseilla näyttääkin olleen aivan keskeinen merkitys lainatyyppien muotoutumiselle vuosien aikana. Myöhemmin myös verotus on ollut ratkaisevaa.

Eri obligaatiotyypit voidaan karkeasti jakaa neljään eri luokkaan sen suhteen maksettiinko korot arpomalla vai vuosittain kupongilla tai hoidettiinkö pääoman lyhennykset arpomalla vai tasalyhennyksinä.

Pääoman lyhennykset:

1840–1940 "arpaobligaatio". Arvottiin.

1940–1980 tasalyhenteinen obligatio. Vuosittain kupongilla.

Korot:

1920–1945 palkinto-obligaatio. Arvottiin.

1840→ tuotto vuosittain. Vuosittain kupongilla.

Merkillepantavaa on, että tapa maksaa korot kupongilla vuosittain on pysynyt pääsääntöisesti samana alusta asti. Tosin välillä oli muitakin kokeiluja, kuten arpomista sekä 0-kuponkilainoja, joissa korko maksettiin ikäänkuin pääoman arvonnousuna laina-ajan päätyttyä.

Huiminta obligaatioiden kehitys on ollut viime vuosikymmeninä. JVK-lainoihin sijoittaminen on levinnyt laajalti kansan pariin. Lisäksi ulkomaalaiset ovat jälleen 100 vuoden etsiskelyn jälkeen löytäneet suomalaiset obligaatiot sijoituskohteena. Monilta osilta obligatio on muuttunut säästämiskohteesta sijoituskohteeksi ja myös puhtaaksi rahamarkkinainstrumentiksi.

Uusi aika tuo mukanaan uusia vaatimuksia. JVK-lainoihin on tullut samalla sekä laadullista erilaisuutta ja syvyyttä sekä toisaalta bulkkikauppaan sopivaa standardimaisuutta. Valtio on tietoisesti pyrkinyt kehittämään omista obligaatioistaan standardisoituja "merkkituotteita".

Valtio pyrkii nykyään mahdollisimman suuriin lainakokoihin, koska oleva hajanainen lainakanta haittaa markkinoiden likvidisyyttä ja ehkäisee toimivien jälkimarkkinoiden syntymisen.

Tutkimuksen alussa esitetty hypoteesi siitä, että markkinoilla tapahtuneet muutokset ovat muovanneet 150 vuoden aikana JVK-lainoja eikä päinvastoin on osoittautunut varsin pitäväksi.

Tosin yrityksiä keksiä uusia markkinoille sopimattomia lainoja on esiintynyt aika ajoin. Tämä on aivan luonnollista, sillä oikeat ratkaisut löytyvät vasta markkinoilta erehdyksen ja oppimisen kautta.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus:

Aaku, Eero: Suomen Liikepankit 1862–1955. Moniste, Helsinki 1956

Alenius, Ele, Blomstedt, Yrjö, Huggare, Tor-Leif, Elonen, Heikki U.: Suomen Pankin Setelipaino 1885–1985. Keuruu 1985

Blomstedt, Yrjö: Kansallis-Osake-Pankin historia I 1889–1939. Helsinki 1989

Heikel, Felix: Pohjoismaiden Osakepankki Kauppaa ja Teollisuutta varten 1872–1919. Helsinki 1922

Ilaskivi, Raimo: Hypoteekkipankki Oy vuosikertomus vuodelta 1974, katsaus toimintaa 1924–1974.

Johansson, Dick, Hepoluhta, Veli-Matti: Suomen Kiinteistöpankki. Vammala 1977

Kalliala, Osmo: Suomen Hypoteekkiyhdistys 125 vuotta. Jyväskylä 1985

Luukka, Antti: Korvausosakkeiden Hallintoyhteisö. Helsinki 1958

Pipping, Hugo E.: Kultakannan Turvissa. Suomen Pankki 1878–1914. Helsinki 1989

Pipping, Hugo E.: Paperiruplasta Kultamarkkaan, Suomen Pankki 1811–77 Helsinki 1961

Pipping, Hugo E.: Sata Vuotta Pankkitoimintaa. Helsinki 1962

Stjernschantz, Göran: Pörssin vuoristoradalla. Helsinki 1987

Tiderman, F.: Helsingin Pörssi 1912–1937 Helsinki 1937

Tideman, F.: Helsingin Arvopaperipörssi 1937–1962. Helsinki 1962
Tudeer, Erik. Helsingin Osakepankki 1913–1986. Espoo 1986
Vesikansa, Jyrki: Sata vuotta Kansallispankkia. Värnamo, Ruotsi 1989

Muut lähteet:

Pörssin vuosikertomukset 1912–>
Pörssin protokolla 1912–1920
Suometar 1860–1890
Valtiovarainministeriö: JVK-Markkinatyöryhmän Muistio. Helsinki 1991
Pekka Kantanen: Vanhoja obligatioita, kokoelma

www.porssitieto.fi/osake/jvk/