



Open your mind. LUT.

Lappeenranta University of Technology

Lappeenrannan teknillinen yliopisto

LUT School of Business and Management

Kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytila ja kehitysmahdollisuudet

Current state of Finnish retail bond market and its developing possibilities

10.12.2016

Teemu Huotari

Opponentti: Juuli Jäntti

Ohjaaja: Mikael Collan

Tiivistelmä

Tutkielman nimi: Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytila ja kehitysmahdollisuudet

Tekijä: Teemu Huotari

Akateeminen yksikkö: LUT School of Business and Management

Koulutusohjelma: Talousjohtaminen

Opinnäytetyön ohjaaja: Mikael Collan

Asia-/hakusanat: retail, joukkovelkakirjamarkkina, joukkovelkakirjalaina

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena on selvittää, mikä on Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytila ja minkälaisia kehitysmahdollisuuksia niillä mahdollisesti lähitulevaisuudessa on. Tutkimus on kvalitatiivinen tutkimus, jossa aikaisempaa teoria-aineistoa on yhdistelty tätä tutkimusta varten kerättyyn haastatteluaineistoon. Aineistoja vertaamalla on päästy tutkimustuloksiin ja johtopäätöksiin.

Tutkimuksessa saatiin selville, että Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta on pienimuotoista ja yksityisjoittajalla on tällä hetkellä varsin rajattu pääsy markkinoille. Haastateltavien mukaan retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytilaan ja tulevaisuuden mahdollisuuksiin vaikuttavat merkittävästi sijoitus- ja bondimarkkinakulttuuriin liittyvät tekijät, kuten myös makrotaloudelliset tekijät, näistä esimerkkinä nykyinen korkotasoa.

Tutkimuksen mukaan retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymiseen ei tällä hetkellä ole kovin suuria mahdollisuuksia, johtuen esimerkiksi eri tahojen intressien puutteesta markkinoiden kehittämistä kohtaan. Kuitenkin kulttuurin ja makrotaloudellisten tekijöiden muuttuessa saatetaan retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminnassa nähdä tulevaisuudessa muutoksia, jotka eivät vielä tänä päivänä ole mahdollisia.

Abstract

Title: Current state of Finnish retail bond market and its developing possibilities

Author: Teemu Huotari

Academic faculty: LUT School of Business and Management

Degree program: Financial Management

Supervisor: Mikael Collan

Tags and terms: retail, bond market, bonds

This bachelor's thesis is made in intent to find out what is the current state of Finnish retail bond market, and what kind of developing possibilities it has. This thesis is done as a qualitative research by combining previous theory with interviews that have been done in purpose of this research. The final results of this study have been found by comparing these materials and making conclusions based on that.

In this study it was found out, that the current state of Finnish retail bond market is relatively small, and private investors have somewhat limited access to the market. The interviewees stated, that factors affecting the current state and future of retail bond market, are in investing- and bond market-cultures, and macroeconomic factors, such as interest rate.

According to this study, there aren't much possibilities for retail bond market to develop in the present date. This is caused by an almost non-existent interest by different operators to develop the market. However, as the effecting factors such as cultural and macroeconomic may well change in the near future, we may see changes in the Finnish retail bond market, that aren't possible today.

Sisällysluettelo

1. Johdanto	1
1.1. Tutkimuksen aihe	1
1.2. Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset.....	2
1.3. Tutkimuksen rajaukset.....	3
1.4. Tutkielman rakenne	3
2. Teoreettinen tarkastelu	4
2.1. Joukkovelkakirjalainat.....	5
2.1.1 Debentuurilainat.....	6
2.1.2. Joukkovelkakirjalainojen käyttö salkunrakentamisessa	6
2.2. Joukkovelkakirjasijoitusten riskit	7
2.2.1. Luottoluokitusjärjestelmä.....	7
2.3. Joukkovelkakirjamarkkinat.....	8
2.3.1 Valtion joukkovelkakirjamarkkinat.....	8
2.3.2 Rahoituslaitosten joukkovelkakirjamarkkinat	9
2.3.3 Yritysten joukkovelkakirjamarkkinat.....	9
2.3.4 Joukkovelkakirjalainojen jälkimarkkinat	10
2.4. Joukkovelkakirjamarkkinat Suomessa	11
2.5. Muiden valtioiden joukkovelkakirjamarkkinat	15
2.5.1 Yhdysvallat	15
2.5.2 Norjan luottamusmiesrakenne.....	17
3. Tutkimusmenetelmä ja -aineisto.....	18
3.1. Tietokantahaku	18
3.2. Haastattelut	19
4. Tutkimustulokset.....	21
4.1. Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytila	21
4.2. Korkotaso	22
4.3. Minimimerkintämäärän pienentäminen 1000 euroon	23
4.4. Suomalainen sijoituskulttuuri	24
4.5. Luottamusmiesmalli.....	24
4.6. Vaihtoehtoinen markkinapaikka	25
4.7. Sääntely, dokumentaatio ja juridinen puoli.....	26
5. Yhteenveto ja johtopäätökset	28
5.1. Tutkimustulosten yhteenveto	28
5.2. Tutkimuksen luotettavuus	29
5.3. Jatkotutkimuksen aiheita	30
LÄHDELUETTELO	32

LIITTEET

Liite 1. Haastattelut	34
------------------------------------	----

KUVIOT & TAULUKOT

Kuvio 1. Tutkielman teoreettinen viitekehys	4
Kuvio 2. Suomessa liikkeeseen laskettujen euromääräisten joukkovelkakirjalainojen kanta Mrd. €	11
Kuvio 3. Suomessa liikkeeseen laskettujen euromääräisten joukkovelkakirjojen emissiot Mrd.€	12
Kuvio 4. Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarojen jakauma	14
Kuvio 5. Yhdysvalloissa vuosina 2000-2015 liikkeeseen laskettujen joukkovelkakirjalainojen määrä (mrd. USD).	16
Taulukko 1. Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarat 2015, mrd €	14

1. Johdanto

Retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinat saattavat olla Suomessa jokseenkin tuntematon käsite, niiden alkeellisuuden ja usein melko vähäiselle huomiolle jättäminen sijoittamisesta puhuttaessa. Yksityissijoittajat (retail investors) ovat kuitenkin yksi merkittävä toimija joukkovelkakirjamarkkinoilla, heidän tehdessä esimerkiksi osake- ja rahastosijoitusten lisäksi myös suoria joukkovelkakirjalainasijoituksia. Joukkovelkakirjalainat ovat valtioille, rahoituslaitoksille ja yrityksille keino hankkia rahoitusta, ja yksityishenkilö voi näihin lainoihin sijoittamalla saada kohtalaista tuottoa pääomalleen, yleensä suoria osakesijoituksia pienemmällä riskillä.

1.1. Tutkimuksen aihe

Tämän kandidaatintutkielman aiheena on Suomen retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytila ja kehitysmahdollisuudet. Tutkimuksessa selvitetään retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytilaa ja pyritään löytämään keinoja markkinoiden kehittämiseksi. Suomessa joukkovelkakirjalainamarkkinat, ja sitä kautta myös retail-joukkovelkakirjamarkkinat ovat tällä hetkellä vielä verrattain alkeellisella tasolla. Suomessa joukkolainamarkkinoista suuren osan muodostavat valtion obligaatiot, ja suomalaisten yritysten joukkolainamarkkinoiden voidaan sanoa olevan kansainvälisessä vertailussa selvästi alikehittyneet (Knüpfer & Puttonen 2012, 55). Laajat ja likvidit joukkovelkakirjamarkkinat tarjoaisivat lisää rahoitus- ja sijoitusmahdollisuuksia yrityksille ja yksityissijoittajille. Yleisen joukkovelkakirjamarkkinoiden tilan sijaan tämä tutkimus tarkastelee retail-puolen joukkovelkakirjalainamarkkinoita, eli juurikin yksityissijoittajan näkökulmaa.

Suomen joukkovelkakirjamarkkinoista on olemassa jo aiempaa tutkimusta, esimerkiksi opinäytetöiden osalta. Kuitenkin aiheen rajaaminen koskemaan retail-puolen markkinoita ja juuri nykytilaa tekee tuloksista osin ainutlaatuisia. Varsinaisen tutkimustyön lisäksi aiheesta on käyty jo pitkän aikaa paljon yleistä keskustelua. Esimerkiksi Jungner & Männistö (2013) kirjoittivat Helsingin Sanomien mielipideosiossa aiheesta jo vuonna 2013. Heidän mukaansa pk-yritykset olisivat kipeästi toimivien joukkovelkakirjamarkkinoiden tarpeessa, perinteisen

pankkilainan saamisen vaikeutuessa esimerkiksi pankkien kiristyneiden vakavaraisuusvaatimusten johdosta. Kuitenkaan joukkovelkakirjamarkkinoissa ei vielä ole nähty suuria konkreettisia muutoksia. Aikaisemman tutkimuksen puolesta joukkovelkakirjat ja joukkovelkakirjamarkkinat ovat teoreettisella tasolla tietysti paljon tutkittu aihe. Laajan tutkimusaukon tarjoaakin juuri nykytilanteen ja retail-puolen markkinoiden selvityksen puute.

1.2. Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on kartoittaa Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykyistä tilaa, ja selvittää näiden markkinoiden mahdollisia kehitysketjuja. Tutkimuksen pääpaino on yksityissijoittajissa, jotka hyötyisivät laajemmista joukkovelkakirjamarkkinoista merkittävästi. Retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinat toisivat yksityissijoittajille lisää sijoitusvaihtoehtoja ja -mahdollisuuksia nykyisten pankkitalletusten, sekä osake- että rahastosijoittamisen lisäksi. Nykytilan kartoituksen lisäksi tutkimuksen tavoitteena on löytää tekijöitä, jotka vaikuttavat näiden markkinoiden toimintaan ja mahdollisesti myös niiden tulevaisuuden kehitykseen. Tutkimuskysymyksiä on määritelty neljä: päätutkimuskysymykset edustavat juuri niitä seikkoja joita tässä tutkimuksessa pyritään selvittämään.

Päätutkimuskysymykset:

- Mikä on tämänhetkinen Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden tila?
- Mitä toimia olisi mahdollista tehdä joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseksi?

Apututkimuskysymykset ovat kysymyksiä, joiden avulla pyritään löytämään vastauksia päätutkimuskysymyksiin.

Apututkimuskysymykset:

- Miksi Suomessa ei ole nykyistä laajempia retail-joukkovelkakirjamarkkinoita?
- Minkälaisia käytänteitä joukkovelkakirjamarkkinoilla on käytössä muissa valtioissa, kuten Norjassa ja Yhdysvalloissa?

1.3. Tutkimuksen rajaukset

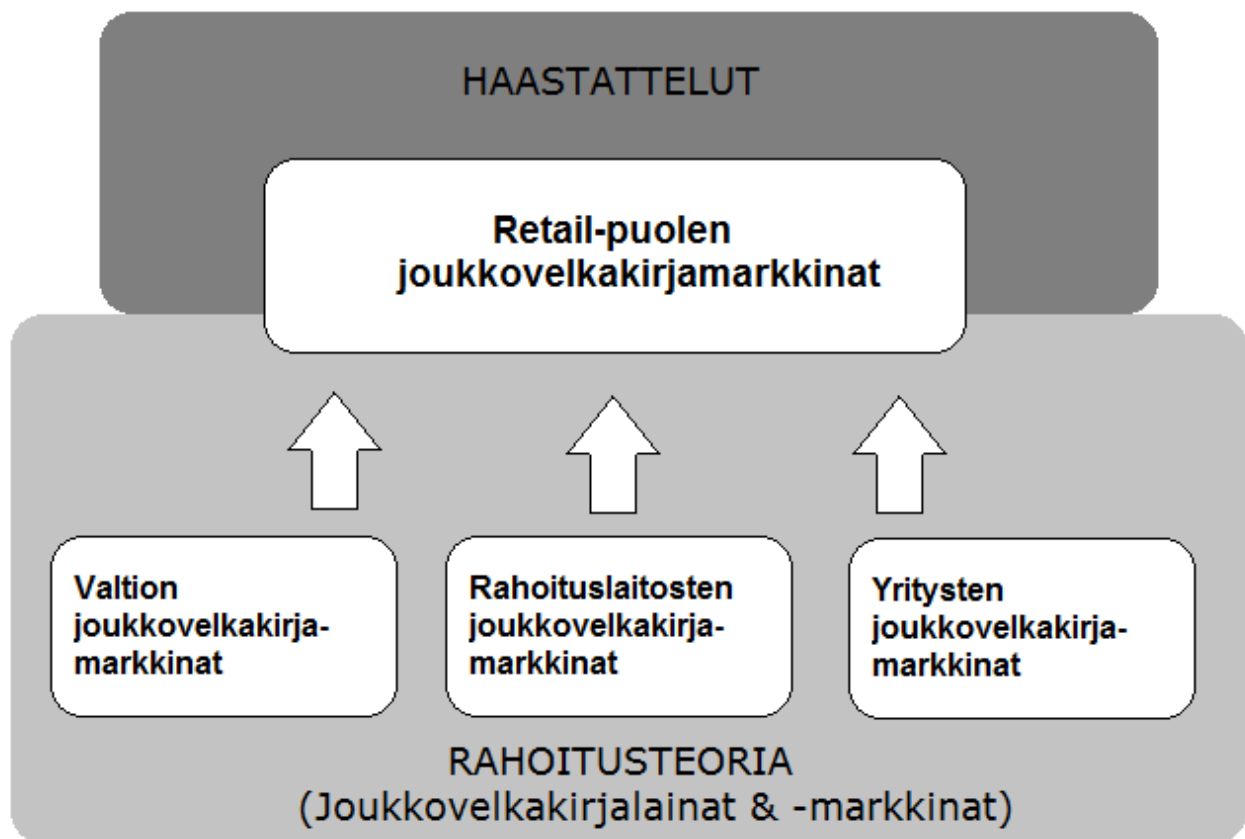
Tutkimus on rajattu maantieteellisesti koskemaan Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoita. Tarkastelussa on kuitenkin mukana myös muiden valtioiden markkinoita ja niiden toimintamalleja. Nämä markkinat on valittu sillä perusteella, että niillä on Suomen markkinoiden toiminnasta poikkeavia käytäntöjä tai erityispiirteitä. Näiden markkinoiden erityispiirteitä tutkimalla pyritään löytämään toimintatapoja, joita soveltamalla voitaisiin vaikuttaa myös Suomen jvk-markkinoihin. Toinen merkittävä rajaaja tässä työssä on käytettävä näkökulma. Tutkimuksessa keskitytään retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinoihin ja siten tutkittavaa kohdetta tarkastellaan yksityissijoittajan näkökulmasta. Myöskin joukkovelkakirjamarkkinoista puhuttaessa, tässä työssä keskitytään tutkimaan vain suoria jvk-sijoituksia, ei esimerkiksi joukkovelkakirjalainoihin sijoittavia rahastoja tai niihin sidottuja strukturoituja tuotteita.

1.4. Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma koostuu viidestä pääluvusta. Ensimmäinen luku on johdantokappale. Toisessa luvussa on työn teoriaosuus. Teoriaosuus koostuu työn teoreettisesta viitekehystä sekä joukkovelkakirjojen ja joukkovelkakirjamarkkinoiden teorioista. Kolmannessa luvussa kerrotaan käytetystä tutkimusmenetelmästä ja -aineistosta. Neljäs luku käsittää tutkimuksesta saadut tulokset, joita verrataan teoriaosuuden aineistoon. Viides luku sisältää yhteenvedon pohdintoineen, tutkimuksen luotettavuuden arvioinnin ja mahdolliset jatkotutkimusaiheet.

2. Teoreettinen tarkastelu

Tässä luvussa käydään läpi tutkimukseen liittyvää teoriaa jo olemassa olevan aineiston pohjalta. Tarkastelun kohteena on: joukkovelkakirjalainat eri muodoissaan, niiden luottoluokitusjärjestelmä, sekä joukkovelkakirjojen primääri- ja jälkimarkkinat. Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden lisäksi mukaan on kerätty myös eräiden muiden markkinoiden erityispiirteitä. Oheisessa kuvassa on esitetty tutkielman teoreettinen viitekehys.



Kuvio 1. Tutkielman teoreettinen viitekehys

Retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden teoria linkittyy jo olemassa olevan aineiston ja haastattelujen tulosten keskinäisistä suhteista. Nuolet markkinoiden välillä kuvaavat niiden suhdetta todellisuudessa, eivätkä retail-markkinoiden teorian rakentumista näiden kautta. Kuvasta nähdään myös, että suurin osa työn retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden teoriasta selittyy haastattelujen, eikä aikaisemman, jo olemassa olevan aineiston kautta.

2.1. Joukkovelkakirjalainat

Joukkovelkakirjalainalla (bond) tarkoitetaan useisiin samansuuruisiin osiin jaettua lainaa. Lainasumma jaetaan velkakirjoiksi, joita sijoittajat voivat merkitä eli ostaa. Lainan liikkeellelaskija maksaa velkakirjojen haltijoille korot ja kuoletukset lainan sopimusehtojen mukaisesti. Suomessa joukkovelkakirjalainan liikkeellelaskijana toimii yleisimmin valtio, mutta myös muut julkisyhteisöt sekä pankit ja yritykset rahoittavat toimintaansa jossain määrin laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjalainoja. (Niskanen & Niskanen 2010, 100)

Joukkovelkakirjaan liittyvää lainapääomaa jonka liikkeellelaskija maksaa haltijalle velkakirjan eräpäivänä, sanotaan lainan nimellisarvoksi (maturity value). Joukkovelkakirjalainan korosta käytetään nimitystä nimelliskuponkikorko (coupon rate), ja sillä tarkoitetaan lainan ehtoissa mainitun korkoprosentin mukaista korkoa, joka lasketaan lainan nimellisarvolle yleensä vuosittain lainaehdoissa mainittuna eräpäivänä. Lainaehdoissa määritellään myös laina-aika (maturity). Tästä käytetään myös nimityksiä lainan juoksu-aika tai maturiteetti. Lainan emissiokurssilla tarkoitetaan lainasta sijoitushetkellä maksettavaa hintaa. Tavallisimpia joukkovelkakirjalainatyyppejä ovat tasalyhenteiset lainat ja kertalyhenteiset, ns. bullet-lainat. (Niskanen & Niskanen 2010, 103)

Tasalyhenteisten ja kertalyhenteisten lainojen lisäksi on olemassa myös ns. nollakuponkilainoja (zero coupon bonds), joihin ei laina-aikana liity lainkaan koronmaksuja. Nollakuponkilainan ainoa kassavirta sijoittajalle on laina-ajan lopussa palautuva pääoma. Lainan tuotto muodostuu nimellisarvon ja liikkeellelaskukurssin välisestä erotuksesta. Joukkovelkakirjalainat voivat olla myös ns. ikuisia lainoja (perpetual loans). Ne ovat lainoja, joiden pääomaa ei makseta koskaan takaisin ja joiden lainapääomalle maksetaan ikuisesti lainaehdoissa määriteltyä korkoa. (Niskanen & Niskanen 2010, 104)

Joukkovelkakirjalainat ovat useimmiten pitkäaikaisia ja matalariskisiä sijoituskohteita. Ne ovatkin eräitä suosituimmista pitkän ajanjakson sijoitusvaihtoehdoista osakkeille. Joukkovelkakirjat sisältävät osakkeita vähemmän riskiä, sillä ne ovat konkurssitilanteessa maksetusijalla osakkeenomistajiin nähden. (Eakins & Mishkin 2012, 338). Monesti konkurssitilanteessa jaettavia varoja ei kuitenkaan ole edes joukkovelkakirjojen omistajille jaettavaksi.

2.1.1 Debentuurilainat

Suomessa joukkovelkakirjalainat jaetaan tavanomaisiin lainoihin ja debentuurilainoihin, joiden etuoikeus maksuhäiriöriskin realisoituessa on liikkeeseenlaskijan muita sitoumuksia huonompi (Pätäri 2016). Debentuurilainaksi nimitetään joukkovelkakirjalainaa, jolle ei ole annettu vakuutta. Velkakirjalaisissa määrätään, ettei debentuurin liikkeeseenlaskija tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö saa asettaa vakuutta debentuurin maksamisesta. Debentuurilainan aseman vuoksi sille maksetaan yleisesti korkeampaa korkoa kuin muille joukkovelkakirjalainoille, joilla on vastaava maturiteetti ja luottoriski. (Niskanen & Niskanen 2010, 101)

2.1.2. Joukkovelkakirjalainojen käyttö salkunrakentamisessa

Joukkovelkakirjalainojen sisällyttäminen sijoitussalkkuun esimerkiksi osakkeiden lisäksi, edesauttaa sen hajauttamisessa. Luvussa 2.2 kuvataan korkotason muutoksien vaikutusta joukkovelkakirjojen hintoihin. Markkinoiden tuotto-odotuksen ja korkotasojen laskiessa, joukkovelkakirjojen hinnat tapaavat liikkua toiseen suuntaan. Näin ollen korkojen muutoksilta voidaan suojautua hajauttamalla sijoitussalkkua osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen kesken. Kuten aiemmin mainittiin, joukkovelkakirjalainat ovat osakkeisiin verrattuna hyvin erityyppisiä sijoituskohteita, niistä saatavan tasaisen kassavirran ja laina-ajan päättyessä saatavan pääoman palautuksen ansiosta. Knüpfer & Puttonen (2012, 135) mukaan, osakkeet ovat tuottaneet selkeästi enemmän kuin muut arvopaperiluokat, mutta niiden riskikin on ollut huomattavasti suurempi.

Retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinat käsittävät juuri nämä yksityishenkilöiden tekemät joukkovelkakirjalainasijoitukset. Lainojen liikkeeseenlaskijoina toimivat valtiot, rahoituslaitokset ja yritykset. Näiden tahojen osuutta joukkovelkakirjamarkkinoilla on käsitelty edempänä. Retail-joukkovelkakirjamarkkina koostuu siitä raha- ja joukkovelkakirjalainaliikenteestä, mitä näiden edellä mainittujen tahojen ja yksityissijoittajien välillä liikkuu, usein myös jonkinlaisen välittäjän avulla.

2.2. Joukkovelkakirjasijoitusten riskit

Joukkovelkakirjasijoituksiin liittyy olennaisesti hinta- ja korkoriski. Ne ovat riskejä joukkovelkakirjan arvon alenemisesta. Nämä riskit voidaan johtaa markkinoiden korkotason muutok-
sista. Joukkovelkakirjalainojen hinnat muuttuvat markkinakorkojen ja sitä kautta myös jouk-
kovelkakirjalainoihin liittyvien markkinoiden tuottovaatimusten muuttuessa. Burton Malkielin
vuonna 1962 kehittämien teoreemien mukaan joukkovelkakirjalainan hinnan ja markkinoi-
den tuottovaatimuksen välillä vallitsee käänteinen riippuvuussuhde; korkotason noustessa
joukkovelkakirjalainan hinta laskee, ja korkotason laskiessa hinta taas nousee. Hänen mu-
kaansa yksittäisen lainan herkkyteen näille korkotason muutoksille vaikuttaa sen maturi-
teetti ja kuponkikorko. Pitkän maturiteetin ja alhaisen kuponkikoron joukkovelkakirjalainat
ovat kummatkin herkkiä korkotason vaihtelulle. (Niskanen & Niskanen 2010, 111-112)

Joukkovelkakirjalainojen hintoihin vaikuttaa siis olennaisesti markkinoiden korkotason muu-
tokset. Niskanen & Niskanen (2010) mukaan hinta- ja korkoriskien lisäksi joukkovelkakirja-
sijoituksiin liittyviä riskejä ovat uudelleensijoitusriski, luottoriski ja likviditeetti- eli markkina-
riski. Uudelleensijoitusriskillä tarkoitetaan sitä, että kuponkikorot ja pääoman palautukset
saatetaan joutua sijoittamaan sijoituskohteen ostohetken tuottoa matalammalla korolla.
Luottoriskistä on kyse silloin, kun lainan liikkeellelaskija ei syystä tai toisesta kykene suoriu-
tumaan velvoitteistaan eli maksamaan lainansa korkoja tai lyhennyksiä. Likviditeettiriskillä
tarkoitetaan riskiä siitä, ettei lainalla voida tarvittaessa käydä kauppaa jälkimarkkinoilla. Ku-
ten aiemmin mainittiin, joukkovelkakirjalainan riskit mielletään osakesijoituksia pienemmiksi
konkurssitilanteen maksuetusijan vuoksi.

2.2.1. Luottoluokitusjärjestelmä

Luottoluokitusjärjestelmä (Bond Credit Rating) on järjestelmä, joka on luotu arvioimaan jouk-
kovelkakirjalainojen riskisyyttä. Luottoluokituslaitokset, kuten Moody's ja Standard & Poor's
jakavat jvk-lainoja ja niiden liikkeeseenlaskijoita luottoluokkiin sen mukaan, miten niiden ole-
tetaan selviytyvän maksuvelvoitteistaan. Matalan tai suhteellisen matalan riskin joukkovel-
kakirjalainojen sanotaan kuuluvan investment-grade, eli sijoituskelpoiseen luokkaan. Alle
luokituksen "Baa" tai "BBB" saavia, korkeamman riskin lainoja, kutsutaan roskalainoiksi

(junk bonds). Juurikin nämä roskalainat olivat osasyynä Yhdysvaltojen asuntomarkkinakriisiin ja talousromahdukseen vuosina 2007 ja 2008. (Eakins & Mishkin 2012, 133)

Luottoluokitukset ovat arvioita yritysten taloudellisista ominaisuuksista. Ei ole olemassa mitään tiettyä kaavaa jonka mukaan luokitukset määritetään. Kuka tahansa joukkovelkakirjalainamarkkinoita tarkasti seuraava pystyy muutamaa tunnuslukua katsomalla kutakuinkin arvioimaan minkälaisen luottoluokituksen kyseinen laina saa. Joukkovelkakirjan luottoluokitus kertoo sen riskisyydestä, mutta korreloi vahvasti myös sen tuotto-odotuksesta; riskisemmillä lainoilla on taipumusta korkeampiin tuotto-odotuksiin kuin vähemmän riskisillä. (Brealey & Myers 2000, 691).

2.3. Joukkovelkakirjamarkkinat

Joukkovelkakirjamarkkinoiden keskeisin tehtävä on pitkäaikaisen rahoituksen välittäminen yritysten investointien rahoittamiseen, valtion ja kuntien rahoitusaliäämien kattaminen sekä pankkien ja muiden rahoituslaitosten pitkäaikaisen varainhankinnan tukeminen. Useassa euroalueen maassa käytetään pitkäaikaisia joukkovelkakirjamarkkinoita runsaasti asunto- ja kiinteistöinvestointien rahoittamiseen. Suomessa valtaosan joukkovelkakirjoista on laskenut liikkeeseen valtio. Rahoituslaitosten liikkeeseen laskemilla lainoilla on ollut huomattavasti vähäisempi merkitys kuin useissa muissa maissa. Yritysten pitkäaikaisen vieraan pääoman rahoituksessa joukkovelkakirjalainojen merkitys on kasvanut, kun suuremmat eurooppalaiset ja myös suomalaiset yritykset ovat siirtyneet aikaisempaa laajemmin joukkovelkakirjamarkkinoille. (Kontkanen 2016, 52)

2.3.1 Valtion joukkovelkakirjamarkkinat

Valtion obligaatiomarkkinat muodostavat Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden ytimen. Valtion osuus suomalaisten liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjalainoista on keskeinen, noin 50 prosenttia. Valtion obligaatioiden liikkeeseen laskut keskittyvät sarjaobligatioiden eli viitelainojen liikkeeseen laskuun. Sarjaobligatiot ovat euromääriltään suuria euromääräisiä emissioita, ja lainat myydään sekä kotimaisille että kansainvälisille institutionaalisille sijoittajille. Toisena valtion pitkäaikaisena velanoton muotona ovat tuotto-obligaatiot, jotka

on tarkoitettu kotimaisille vähittäissijoittajille. Nämä obligaatiot ovat pörssilistattuja lainoja, mutta käytännössä niiden jälkimarkkinat ovat pienet. (Kontkanen 2016, 52-53)

2.3.2 Rahoituslaitosten joukkovelkakirjamarkkinat

Erilaiset rahoituslaitokset, kuten talletuspankit tai kiinnitysluottolaitokset, laskevat liikkeeseen lyhytaikaisten velkakirjojen ohella myös pitkäaikaisia joukkovelkakirjoja. Pankkien joukkovelkakirjat ovat joko kiinteä- tai vaihtuvakorkoisia joukkovelkakirjalainoja. Pankit laskevat liikkeeseen myös tavallisia joukkovelkakirjalainoja huonommalla etuoikeudella varustettuja debenttuureja, joilla pankit voivat tukea omaa pääomarakennettaan. (Kontkanen 2016, 53)

2.3.3 Yritysten joukkovelkakirjamarkkinat

Yritykset laskevat liikkeeseen pitkäaikaisia joukkovelkakirjalainoja investointiensa rahoittamiseksi. Joukkovelkakirjalainat tarjoavat yrityksille vaihtoehtoisen rahoitusmuodon perinteisten pankkilainojen rinnalle. Pitkäaikaisia velkakirjoja lasketaan liikkeeseen sekä kotimaassa että suurempina lainoina kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla joko euromääräisinä tai jonkin ulkomaan valuutan määräisinä. Kotimaassa liikkeeseen lasketuille lainoille ei käytännössä hankita luottoluokitusta, mutta kansainvälisillä markkinoilla liikkeeseen lasketuilla lainoilla on yleensä jonkin tunnetun luottoluokituslaitoksen luokitus. (Kontkanen 2016, 54)

Suomessa joukkovelkakirjoja toimintansa rahoittamiseen ovat käyttäneet lähinnä vain suuret yritykset. Jungner & Männistö (2013) kirjoittivat Helsingin Sanomissa, että yritysten joukkovelkakirjamarkkinoita tulisi kehittää myös pk-sektorin hyödynnettäväksi. He ehdottavat markkinoiden kehittämiseksi Norjassa käytössä olevan luottamusmiesmallin soveltamista Suomeen. He pitävät luottamusmiesmallin ja standardoidun dokumentaation yhdistelmää erittäin toimivana joukkovelkakirjamarkkinoiden elävöittäjänä.

2.3.4 Joukkovelkakirjalainojen jälkimarkkinat

Joukkovelkakirjalaina on yleensä jälkimarkkinakelpoinen ja siten niiden jälleenmyynti onkin mahdollista liikkeeseen laskun jälkeen. Joukkovelkakirjalaina voi olla kaupankäynnin kohteena säännellyllä tai muulla markkinalla taikka sijoituspalvelun tarjoajien hoitaman pörssin ulkopuolisen ns. kahden osapuolen välisen eli ”over the counter” (OTC) -kaupan piirissä (Valtiovarainministeriö 2016).

Tavallisesti joukkolainaa listataan säännellylle pörssimarkkinalle (engl. regulated market) tai muuhun monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään (engl. Multilateral Trading Facility). Listaamisesta huolimatta joukkolainalla ei Suomessa tavallisesti käydä osakkeen tyyppisesti kauppaa markkinapaikalla, vaan kyse on over-the counter eli OTC-kaupankäynnistä, millä tarkoitetaan rahoitusvälineiden kauppaa suoraan kahden osapuolen välillä. Tämä tarkoittaa säänneltyjen markkinoiden, kuten pörssien, ja muiden monenkeskisten kauppapaikkojen ulkopuolista kauppaa. OTC-kaupankäyntiä harjoitetaan usein ammattimaisten markkinatakaajien välityksellä. Monenkeskisestä osakekaupankäynnistä poiketen OTC-kaupankäynti on luonteeltaan kahdenvälistä eli bilateraalista. Sijoituspalvelua tarjoava markkinatakaaja (engl. market maker) sitoutuu ostamaan joukkolainan omaan taseeseensa markkinoilta ja etsimään tälle arvopaperille uuden ostajan. Näin markkinatakaajat luovat markkinoille likviditeettiä. OTC-kaupankäynti voidaan toteuttaa myös arvopaperinvälityksenä (engl. agency trading), jolloin sijoituspalvelun tarjoaja toteuttaa kaupan omissa nimissään, mutta ostajan tai myyjän lukuun. Tämä markkinamalli on muuttunut viime vuosina yleisemmäksi johtuen markkinatakaustoimintaa koskevista kiristyneistä pääomavaateista pankkisääntelyn alalla. (Valtiovarainministeriö 2016)

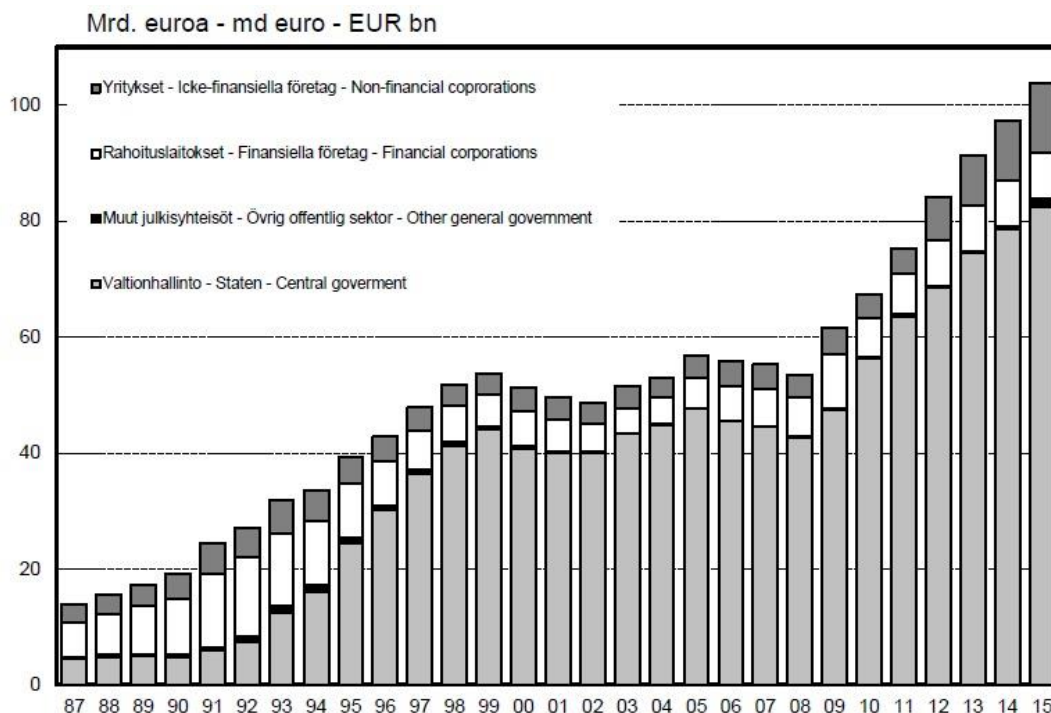
Listaamisesta huolimatta joukkolainojen likviditeetti on Suomessa vähäinen. Listaamisella ei välttämättä edes tavoitella aktiivista kaupankäyntiä, vaan esimerkiksi näkyvyyttä ja laajempaa sijoittajakuntaa yhtiölle. Useiden institutionaalisten sijoittajien, kuten sijoitus- tai eläkerahastojen sijoitustoimintaa koskeva sääntely tai oma sijoituspolitiikka edellyttää sijoittamista säännellyille markkinoille listattuihin joukkolainoihin. Laajemman sijoittajakunnan ja paremman likviditeetin vuoksi listaus tuo liikkeeseenlaskijalle yleensä alemman rahoituksen hinnan. (Valtiovarainministeriö 2016)

Myös Finanssivalvonnan (2014) sivuilla todetaan, että pörssissä tapahtuva kaupankäynti ei joukkovelkakirjojen osalta ole kovinkaan aktiivista, joten käytännössä kaupankäynti etenkin perinteisten joukkovelkakirjalainojen osalta perustuu lainan liikkeeseenlaskijan lainalle laina-aikana tarjoamaan jälkimarkkinahintaan, joka voi olla yli tai alle lainan nimellisarvon. Usein sijoittajan ainoa vaihtoehto sijoituksen realisoimiseksi ennen laina-ajan päättymistä onkin myydä laina takaisin liikkeeseenlaskijalle.

2.4. Joukkovelkakirjamarkkinat Suomessa

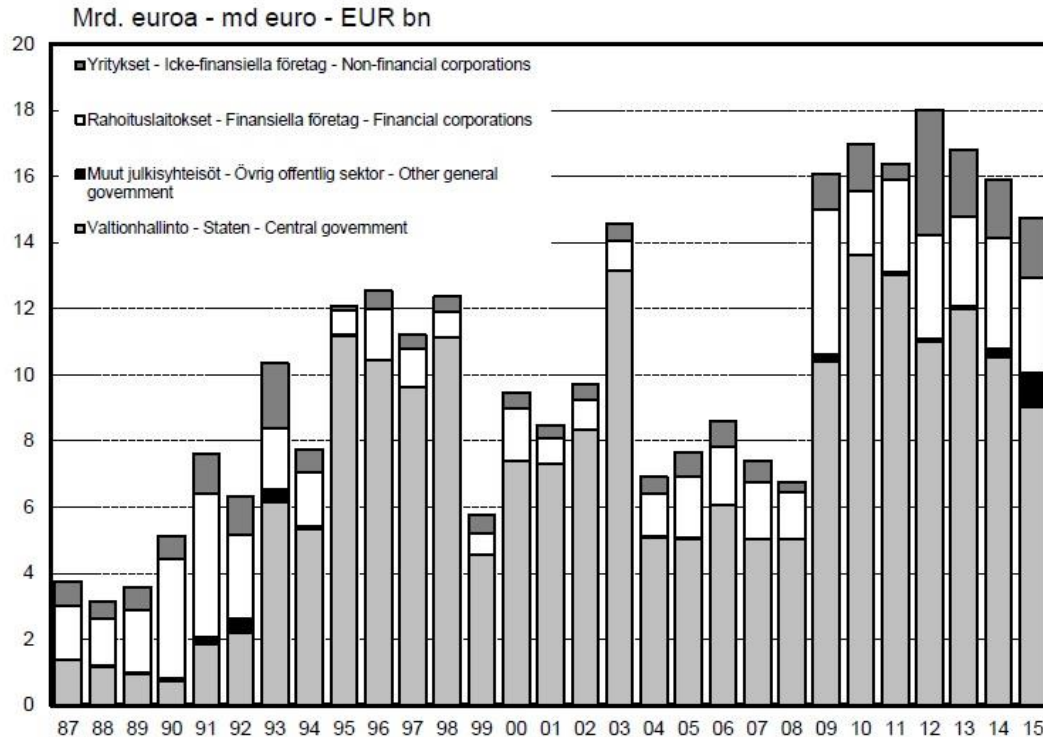
Joukkolainojen liikkeeseenlaskijoina Suomessa ovat perinteisesti olleet valtiot ja muut julkisyhteisöt, suuret yritykset ja rahoituslaitokset, mutta nykyään yhä kasvavissa määrin myös pk-yritykset (Valtiovarainministeriö 2016).

Seuraava kuva esittää Suomessa liikkeeseen laskettujen euromääräisten joukkovelkakirjalainojen kantaa, joka vuonna 2015 ylitti 100 miljardin euron rajan. Joukkovelkakirjalainojen yhteenlaskettu arvo on siis noussut merkittävästi viime vuosina.



Kuvio 2. Suomessa liikkeeseen laskettujen euromääräisten joukkovelkakirjalainojen kanta
Mrd.€ (Suomen pankki 2016)

Kuvaaja on osittain harhaanjohtava, sillä vaikka joukkovelkakirjalainojen kanta on viime vuosina noussut jatkuvasti, on uusia lainoja liikkeeseen laskettu vähiten sitten vuoden 2008. Seuraavasta kuvasta nähdään, ettei uusien emissioiden trendi ole juurikaan samansuuntainen koko yhteenlasketun kannan kehityksen kanssa.



Kuvio 3. Suomessa liikkeeseen laskettujen euromääräisten joukkovelkakirjojen emissiot
Mrd.€ (Suomen pankki 2016)

Suomalaiset liikkeeseenlaskijat laskivat Suomessa vuonna 2015 liikkeelle uusia euromääräisiä joukkovelkakirjalainoja 188 kappaletta noin 14 miljardin euron arvosta. Vuodesta 2014 kotimainen joukkovelkakirjamuotoinen lainanotto väheni n. 13 %. Kaiken kaikkiaan vähenytminen oli n. 6,6 %, kun kansainvälisetkin liikkeeseenlaskut otetaan huomioon. (Suomen Pankki 2016)

Valtion euromääräinen joukkovelkakirjalainanotto vähentyi noin 17 %, mutta kanta nousi noin 3,4 miljardilla eurolla. Valtio oli kotimaisten markkinoiden suurin liikkeeseenlaskija: se laski liikkeelle vuosina 2025 ja 2031 eräänä sarjaobligatiolainat ja myi lisäksi aiemmin

emittotuneita lainoja kaikkiaan yhteensä noin 9 miljardin euron arvosta. Tämä vastaa noin 65 % kaikista kotimaisista liikkeeseenlaskuista. Lisäksi valtio laski liikkeelle kansainvälisillä markkinoilla muun valuutan määräisiä joukkovelkakirjalainoja noin 2 miljardin euron arvosta. Yhteensä koko valtion joukkovelkakirjalainakanta, kun sekä kotimaiset että kansainväliset joukkovelkakirjalainat kaikissa valuutoissa otetaan huomioon, oli vuoden 2015 lopussa 96 miljardia euroa, mikä merkitsee kasvua edellisvuoden lopusta noin 4 %. (Suomen Pankki 2016)

Uutena liikkeeseenlaskijana Työttömyysvakuutusrahasto laski liikkeelle kaksi joukkovelkakirjalainaa yhteensä 900 miljoonan euron edestä. Työttömyysvakuutusrahasto luokitellaan muihin julkisyhteisöihin yhdessä paikallishallinnon kanssa. (Suomen Pankki 2016)

Vuonna 2015 rahoituslaitosten kotimaassa liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen määrä oli noin 2 miljardia euroa. Pääosa rahoituslaitosten joukkovelkakirjalainoista on laskettu liikkeelle kansainvälisillä markkinoilla, joilla euromääräisiä lainoja laskettiin liikkeelle 13 miljardilla eurolla ja muun valuutan määräisiä lainoja 9,9 miljardilla eurolla. Vuonna 2015 kuntien rahoittamiseen erikoistunut rahoituslaitos ei laskenut kotimaassa liikkeelle lainkaan joukkovelkakirjalainoja, sillä sen toiminta keskittyy hyvin voimakkaasti kansainvälisille markkinoille. (Suomen Pankki 2016)

Yritykset hankkivat vuonna 2015 kotimaista joukkovelkakirjalainarahoitusta 2,6 % enemmän kuin vuonna 2014. Yhteensä yrityssektori rahoitti toimintaansa vuonna 2015 noin 3,1 miljardin euron joukkovelkakirjalainanotolla, joka oli reilu puoli miljardia vähemmän kuin edellisvuonna. (Suomen Pankki 2016)

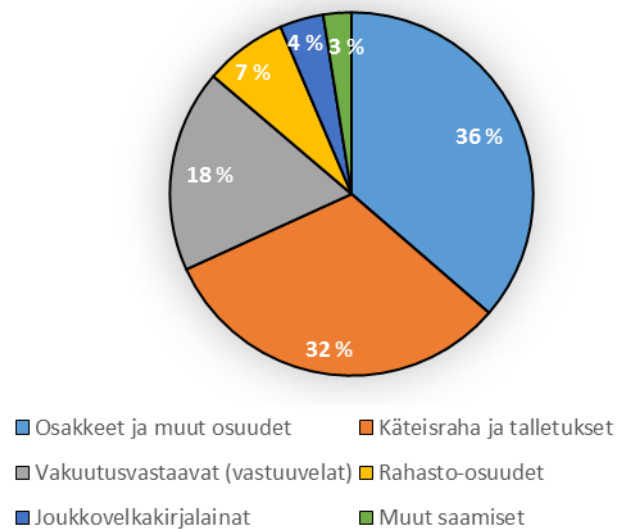
Seuraavassa taulukossa on kuvattu suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuuden jakautuminen eri sijoitusmuotojen välille:

Taulukko 1. *Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarat 2015, mrd €*
(*Finanssialan keskusliitto 2016*)

Kotitalouksien rahoitusvarat	31.12.2015 mrd. €	12 kk:n muutos %
Osakkeet ja muut osuudet	100,0	5,2
Käteisraha ja talletukset	87,6	2,6
Vakuutusvastaavat (vastuuvelat)	49,6	3,3
Rahasto-osuudet	20,3	7,9
Joukkovelkakirjalainat	10,7	2,8
Muut saamiset	6,9	3,2
Yhteensä	275,1	4,0

Alla olevaan kuvioon on koottu yllä olevan taulukon arvot prosenttiosuuksina, eli kotitalouksien rahoitusvarojen jakautuminen eri kohteiden välille prosentteina.

Kotitalouksien rahoitusvarat



Kuvio 4. *Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarojen jakauma (Finanssialan keskusliitto 2016)*

Taulukosta nähdään, että suomalaisilla kotitalouksilla oli vuonna 2015 joukkovelkakirjalainamerkintöjä 10,7 miljardin euron arvosta. Määrä on pieni, verrattaessa esimerkiksi osake-

sijoituksiin joita kotitaloudet omistivat yhteensä 100 miljardilla eurolla. Käteisrahana ja talletuksina oli 87,6 miljardia euroa, joka on noin 32% koko rahoitusvarallisuudesta. Joukkovelkakirjalainojen osuus koko rahoitusvarallisuudesta on vain 4%, joka on hyvin alhainen verrattuna esimerkiksi kohtuuttoman suuriin käteisrahavarantoihin. Näiden tilastojen perusteella voidaankin sanoa, että suomalaiset yksityissijoittajat, tässä tilastossa kotitaloudet, eivät ole kovinkaan innokkaita sijoittamaan joukkovelkakirjalainoihin.

Aiemmassa kuviossa nähtiin, että joukkovelkakirjojen kanta vuonna 2015 on yhteensä yli 100 miljardia euroa. Kotitalouksien osuuden näistä ollessa 10,7 miljardia euroa, voidaan todeta, että joukkovelkakirjat ovat tällä hetkellä suurimmaksi osin muiden kuin yksityissijoittajien omistuksessa.

Sijoittajien mahdollisuus varojen hajauttamiseen on dramaattisesti parantunut viimeisen 20 vuoden aikana. Nykyään sijoittajalle on tarjolla suomalaisia ja kansainvälisiä sijoitusrahastoja, sijoituksen tekeminen Intian osakerahastoon on yhtä helppoa kuin sijoituksen tekeminen suomalaiseen osakerahastoon. Mielenkiintoista on kuitenkin todeta, että samalla kun rahoitusmarkkinat ovat avautuneet ja laajentuneet, sijoitusinstrumenttien valikoima on räjähtänyt ja talletustilien tuotto on laitettu verolle, kotitalouksien pankkitalletusten määrä on edelleen kasvanut. (Knüpfer & Puttonen 2012, 64-65)

2.5. Muiden valtioiden joukkovelkakirjamarkkinat

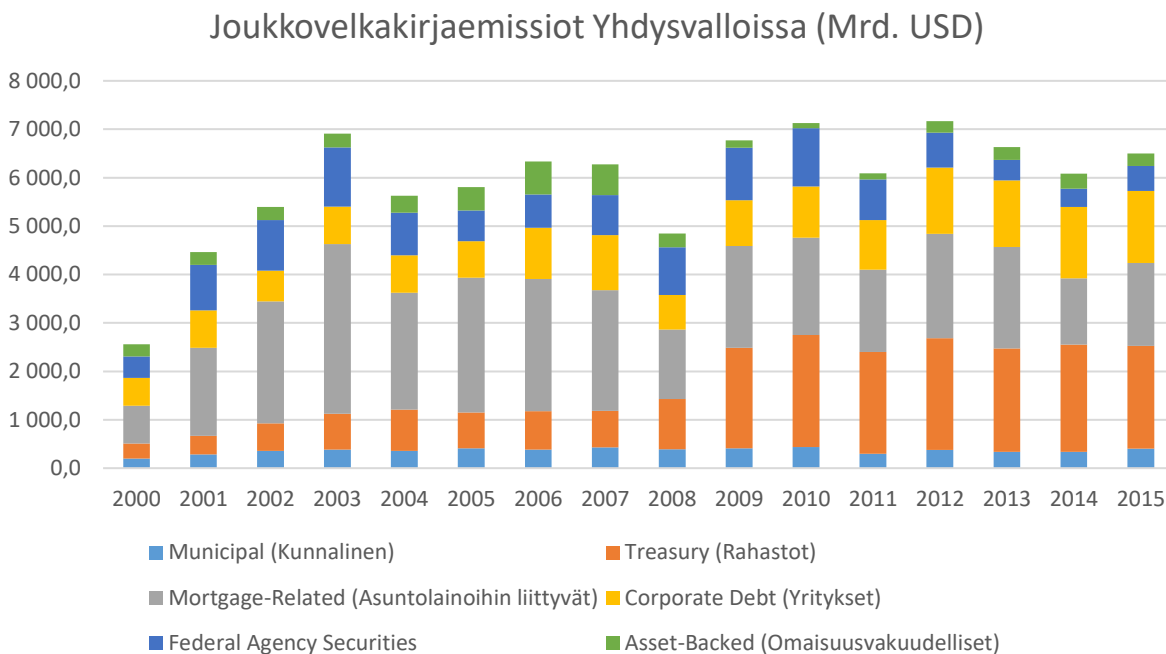
Tässä alakappaleessa kerrotaan Yhdysvaltojen ja Norjan joukkovelkakirjamarkkinoiden erityispiirteistä. Näitä erityispiirteitä käytetään apuna tutkimuksessa vertailemalla niitä Suomen tilanteeseen, ja pohtimalla niiden mahdollista käytettävyyttä myös Suomen markkinassa.

2.5.1 Yhdysvallat

Yhdysvalloissa on jo pidemmän aikaa ollut käytössä malli jossa yksityissijoittajat voivat ostaa joukkovelkakirjalainoja suurten välittäjien (underwriters) kautta. Yksityissijoittajat ovat voineet ostaa investment-grade -luokan joukkovelkakirjalainoja vähintään tuhannen dollarin

pääomalla esimerkiksi sellaisten välittäjien kuin Merrill Lynchin ja InCapitalin kautta. (Wiggins 2002)

Tämän kaltaisten välittäjien avulla joukkovelkakirjat saadaan jaettua alkuperäistä pienempiin, tässä Yhdysvaltojen tapauksessa niinkin pieniin kuin 1000 dollarin suuruisiin osiin. Kuitenkin suurin osa yritysten liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjalainoista ovat nimellisarvoltaan 1000 dollarin suuruisia (Mishkin & Eakins 2012, 328). Yksittäinen välittäjä pystyy keskitetysti tarjoamaan sijoittajalle useita erilaisia nimellisarvoltaan, -kuponkikoroltaan ja maturiteetiltaan vaihtelevia sijoitusvaihtoehtoja.



Kuvio 5. Yhdysvalloissa vuosina 2000-2015 liikkeeseen laskettujen joukkovelkakirjalainojen määrä (mrd. USD). (Sifma 2016)

Edellä olevassa kuvassa on esitetty Yhdysvalloissa vuosina 2000-2015 liikkeeseen laskettujen joukkovelkakirjojen määrä Yhdysvaltain dollareissa mitattuna. Yhdysvaltojen joukkovelkakirjamarkkinat ovat rakenteeltaan hyvin erilaiset kuin Suomessa, joten liikkeeseen laskijatkin on eritelty hyvin eri tavalla kuin Suomen statistiikoissa. Kuitenkin esimerkiksi yritysten osuus kaikista jvk-emissioista on hyvin samansuuruinen kuin Suomessa: vuonna 2015 suomalaisten yritysten liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen osuus kaikista emissioista ollessa 22,1%, Yhdysvalloissa vastaava prosenttiosuus on 22,9%.

2.5.2 Norjan luottamusmiesrakenne

Norjassa on jo yli 20 vuotta ollut käytössä luottamusmiesrakenne, joka tuo oikeudellista turvaa lainan liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan välille. Luottamusmiehen roolissa Norjassa toimii Nordic Trustee (entinen Norsk Tillitsmann) -niminen yritys. Luottamushenkilö suojelee joukkovelkakirjalainojen omistajien oikeuksia toimien sijoittajan ja yrityksen välissä (Nordic Trustee 2016).

Edustajamallin edut tulevat siitä, että liikkeeseenlaskija voi kommunikoida ainoastaan yhden tahon kanssa liikkeeseen laskemansa joukkolainan osalta. Sen sijaan, että liikkeeseenlaskijan pitäisi erikseen yrittää tavoittaa iso joukko anonyymejä ja mahdollisesti hallintarekisteröityjä joukkolainanhaltijoita saadakseen joukkolainanhaltijoiden kokouksen aikaan, voi liikkeeseenlaskija kääntyä ainoastaan joukkolainanhaltijoiden puolesta toimivan edustajan puoleen. Myös joukkolainanhaltijoiden tiedonsaanti sijoituksensa tilasta, korkojen maksamisen valvonta ja yhteydenpito liikkeeseenlaskijaan helpottuvat, kun he voivat liikkeeseenlaskijan sijaan kääntyä vain edustajansa puoleen. (Valtiovarainministeriö 2016). Luottamusmies toimii siis joukkovelkakirjaomistajan lainopillisena edustajana, tuoden juridista turvaa esimerkiksi insolvenssitilanteissa.

Nordic Trusteeta Suomessa edustavan Sami Miettisen mukaan Norjassa joukkovelkakirjalainoihin sijoitetaan 15-kertaisesti suomeen verrattuna. Luottamusmiesrakenne luotiin Norjaan parikymmentä vuotta sitten ja nykyään lähes kaikki sijoittajat käyttävät jvk-lainojen asiamiehenä pohjoismaisten pankkien ja rahoituslaitosten yhteisyritystä Nordic Trusteeta. (Europaeus 2013).

Norjan joukkolainamarkkina on vakiintuneen käytännön ja standardoitujen sopimusehtojen johdosta ollut erittäin suosittu sijoituskohde myös ulkomaalaisten sijoittajien keskuudessa. Myös monet ulkomailla toimivat yhtiöt ovat laskeneet liikkeeseen Norjan lain alaisia joukkolainoja, koska ne ovat nähneet markkinat toimivina ja sijoittajia kiinnostavina. (Valtiovarainministeriö 2016) Näin ollen on todennäköistä, että luottamusmiesrakenteen mukanaan tuoma oikeudellinen turva edesauttaisi mahdollisesti Suomenkin joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymistä ja yksityissijoittajien intoa sijoittaa joukkovelkakirjamarkkinoille.

3. Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkimuksen tutkimusmenetelmä on kvalitatiivinen. Rahoitusteoriaa ja joukkovelkakirjamarkkinoiden teoriaa on tutkittu olemassa olevan aineiston ja haastattelujen avulla. Yleisen joukkovelkakirjalainojen ja -markkinoiden selvityksen tukena on käytetty niin suomalaista kuin ulkomaalaistakin kirjallisuutta. Joukkovelkakirjalainojen teoriaa on yhdistelty Niskanen & Niskanen 2010 julkaistun *Yritysrahoituksen*, Eakins & Mishkin 2012 *Financial Markets and Institutions*, sekä Brealey & Myers 2000 *Principles of Corporate Finance* teosten pohjalta.

Suomen joukkovelkakirjamarkkinoista on saatavilla huomattavasti tätä vähemmän relevanttia tietoa. Erkki Kontkasen 2016 päivitetty *Pankkitoiminnan käsikirja* tarjoaa relevanttia ja käyttökelpoista tietoa Suomen joukkovelkakirjamarkkinoista. Samoin valtiovarainministeriön vuonna 2016 laadittua joukkovelkakirjamarkkinoiden kehitystyöryhmän raporttia on hyödynnetty sen ajankohtaisuuden ja relevanttiuden vuoksi. Numeraalista statistiikkaa on saatu muun muassa Suomen Pankin ja finanssialan keskusliiton tilastoista.

3.1. Tietokantahaku

Suomen retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinoista oli saatavilla äärimmäisen niukasti tietoa tiedekirjaston tietokannoista. Hakusanoilla *"retail bond market"*, saatiin 14 619 tulosta, mutta kun hakusanoiksi muutettiin *"retail bond market" + finland*, tai *"retail bond market" + finnish*, ei haku tuottanut kummallakaan vaihtoehdolla yhtään tulosta. Suomenkielinen hakusana *"joukkovelkakirjamarkkinat"* antoi yhden hakutuloksen, Kiinasta kertovan artikkelin, joka oli täysin irrelevantti. Hakusanoilla *"bond market finland"*, saatiin 1 144 tulosta. Rajaamalla haun koskemaan ainoastaan vuoden 2010 tai uudempia artikkeleita, hakutuloksia jäi jäljelle 305. Ongelmana näissä artikkeleissa oli kuitenkin jälleen relevantin tiedon puute, sillä yksikään artikkeli ei käsittele retail-puolen markkinoita, kuten aikaisemmillaakin tuloksettomilla hauilla todettiin. Tietokannan relevanttien artikkeleiden vähäisyyden vuoksi tässä työssä käytetyt sähköiset artikkelit ovat suureksi osaksi google-hauilla löydettyjä lehtiartikkeleita.

3.2. Haastattelut

Nykyinen aiheeseen liittyvän relevantin aineiston vähäisyys luokin suuren tutkimusaukon aiheen ytimeen. Retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytilan selvittämiseksi vastauksia tutkimuskysymyksiin ja olemassa olevan kirjallisuuden täytteeksi pyrittiin löytämään alan asiantuntijoita haastatteleamalla. Haastattelut tuottivatkin paljon relevanttia aineistoa. Kysymysten vastausten keskinäinen samankaltaisuus puoltaa vastausten tieteellistä luotettavuutta.

Haastattelut valittiin tutkimusmenetelmäksi sen vuoksi, että niiden avulla saatiin huomattavasti syvällisempää ja tarkempaa analyysiä kuin esimerkiksi kyselyillä tai pelkän aiemman aineiston analysoinnin avulla. Haastattelujen merkitys tutkimusprosessissa korostui huomattavasti kun aikaisemman kirjallisuuden olemassaolon niukkuus huomattiin.

Haastateltavina olivat: omaisuudenhoitaja Jarmo Riikonen sekä sijoitusjohtaja Seppo Örmä United Bankersilta, sijoitusjohtaja CEFA Anton Sidorow OP Privatien varallisuudenhoidosta, Head of Fixed Income Sales Jarkko Ruokonen Osuuspankista, Head of DCM Sales Finland Atte Heinonen-Hintsa Danske Bankilta, sekä Chief Legal Counsel Antti Vanne Danske Bankilta. Haastattelut toteutettiin kahden päivän aikana henkilökohtaisina, tai kahden haastateltavan lähihaastatteluina. Kukin haastattelu oli kestoaltaan noin 30 minuuttia. Suurin osa haastatteluista äänitettiin, jonka jälkeen niiden merkityksellisimmät kohdat kirjoitettiin puhtaaksi.

Kunkin haastattelun kohdalla käytiin läpi samat kysymykset. Osa haastateltavista oli saanut tarkastella kysymyksiä etukäteen. Haastattelut olivat hyvin vapaamuotoisia; kysymyksiin vastaamisen lisäksi keskustelua käytiin myös yleisesti aiheen ympäriltä. Tämän työn viittaukset haastateltavien sanomisiin tarkastutettiin näin halunneiden haastateltavien kohdalla, ja joitain viittauksia oikaistiin tarkastusten perusteella, tulosten luotettavuuden lisäämiseksi. Seuraavaan on koottu haastattelujen runkona käytettyä kysymyssarjaa.

-Minkälaiset on yksityissijoittajan mahdollisuudet sijoittaa joukkovelkakirjalainamarkkinoille?

-Onko mahdollista päästä osallisiksi joukkovelkakirjalainoihin jo 1000 euron sijoituksella? Miksi ei?

-Millainen on tyypillinen jvk-lainoihin sijoittaja?

-Käydäänkö joukkovelkakirjoilla kauppaa jälkimarkkinoilla retail-puolella?

-Ovatko suomalaiset kiinnostuneita joukkovelkakirjasijoittamisesta?

-Mikä voisi selittää tämän hetkistä kotitalouksien rahoitusrakennetta; suurta eroa osake- ja joukkovelkakirjasijoitusten määrien välillä?

-Joukkovelkakirjamarkkinat Yhdysvalloissa ja Norjassa? Luottamusmiesrakenne?

-Minkä tyyppiset jvk-lainat on retail-puolella suosittuja kuponkikoron ja maturiteetin puolesta?

-Miten joukkovelkakirjalainamarkkinoita tulisi kehittää jotta yksityissijoittajat saataisiin sijoittamaan enemmän jvk-lainoihin?

Tarkemmat tiedot haastatteluista löytyvät tutkimuksen lopussa olevista liitteistä.

4. Tutkimustulokset

Tämä luku sisältää haastatteluista saadun aineiston avaamista ja vertailua luvun 2 teoriaan. Vertailulla pyritään löytämään yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia aiempaan aineistoon, sekä täyttämään teorian tutkimusaukkoa. Haastatteluihin viittaamisen lisäksi tähän lukuun on sisälletty omaa pohdintaa haastattelun tulosten ja teorian yhtäläisyyksistä ja mahdollisista ristiriidoista. Lopulliset johtopäätökset esitetään kuitenkin kappaleessa 5.

4.1. Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytila

Kappaleessa 2.4 todettiin kuinka pieni joukkovelkakirjalainojen osuus suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta on. Tänä päivänä yksittäisen sijoittajan mahdollisuudet sijoittaa suoraan joukkovelkakirjalainoihin ovat verrattain rajatut. Joukkovelkakirjoihin sijoittamiseen tarvitaan suuria pääomia, mikäli halutaan saavuttaa järkevää hajautusta. Tämä johtuu siitä, että useimmiten pankit ja sijoituspalveluiden tarjoavat pitävät lainojen minimimerkintämääränä 50 000 euron tai 100 000 euron summaa per joukkovelkakirjalaina. Joissain tapauksissa on mahdollista päästä mukaan jo 10 000 eurolla, mutta useimmiten puhutaan vähintään 50 000 eurosta.

Heinonen-Hintsan (2016) mukaan Suomesta käytännössä puuttuu retail-joukkovelkakirjamarkkina. Hänen mukaansa se on osin kulttuurikysymys. Suomessa ei ole valtion lama-ajan tuotto-obligaatioiden jälkeen ollut tapana myydä bondeja yksityissijoittajille. Joukkovelkakirjalainojen minimimerkintäkoon pienentäminen nykyisestään vaatisi lisää dokumentaatiota, joka tuottaisi lisää vaivaa, työn ja kustannusten osalta.

Suomalaisen yksityissijoittajan pääsy osalliseksi suoriin joukkovelkakirjalainoihin vaatii kohtuullisen suurta pääomaa, varsinkin kun kunnollista hajautusta saadakseen on yleisen, järkevän rahoitusteorian mukaan omistettava useampaa kuin yhtä lainaa. Tänä päivänä pienillä pääomilla sijoittavan yksityishenkilön mahdollisuudet päästä joukkovelkakirjamarkkinoille ovatkin hyvin pitkälti joukkovelkakirjoihin sijoittavien rahastojen varassa.

United Bankersin omaisuudenhoitaja Jarmo Riikosen (2016) mukaan joukkovelkakirjalainoille olisi kuitenkin paljonkin kysyntää. Ongelman ydin on kuitenkin lainojen tarjonnassa. Hänen mukaansa vain hyvin suppea määrä yrityksiä laskee tänä päivänä liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja. On paljon yrityksiä joiden ei tarvitse liikkeeseen laskea joukkovelkakirjalainoja, sillä niillä menee niin hyvin ja rahoituskustannukset ovat niille niin edulliset, että pankkilainaa on saatavilla huomattavasti halvemmalla. Esimerkiksi monet metsäyhtiöt, jotka ovat ennen olleet pelikentällä, eivät enää laske liikkeeseen uusia joukkovelkakirjalainoja.

4.2. Korkotaso

Nykyinen alhaisten korkojen tilanne oli monien haastateltavien mielestä merkittävä määrittäjä nykyisten markkinoiden tilanteeseen. Riikosen (2016) mukaan lainat jotka ovat retailpuolella suosituimpia, ovat kuponkikoroltaan noin 4-6% luokkaa. Heinonen-Hintsa (2016) toteaa, että yli 4% koron jvk-lainoissa ovat riskit selvästi suurempia kuin esim. investment grade -luokitelluissa joukkovelkakirjalainoissa. Hänen mukaansa yksityissijoittajat eivät juuri innostu selvästi alle 4% tuottavista joukkovelkakirjalainoista. Voisi siis ajatella että joukkovelkakirjalainat ovat tällä hetkellä matalan korkotason ansiosta kuitenkin melko riskisiä sijoituskohteita. Joukkovelkakirjalainojen liikkeeseen laskemiseen ei ole tarvetta, jos yritys saa pankista halvempaa lainaa. Lainojen tämän hetken riskisyyttä tukee myös luvun 2.2. teoria siitä, että mikäli markkinakorot lähtisivät nyt nousuun, liikkuisivat joukkovelkakirjalainojen hinnat alaspäin.

Riikosen (2016) mukaan joukkovelkakirjalainojen tarjontaa on vähentänyt myös Euroopan keskuspankin arvopapereiden osto-ohjelma, kvantitatiivinen elvytys, jossa EKP ostaa valtioiden ja yritysten lainoja. Hän toteaa myös miten korkotason nouseminen tulevaisuudessa muuttaisi koko jvk-pelikentän täysin, samoin kuin Euroopan keskuspankin politiikka. Myös Vanne (2016) sanoo, että nykyisten korkojen tilanteessa retail-markkinoiden kehityksessä ei luultavasti tulla näkemään muutoksia.

4.3. Minimimerkintämäärän pienentäminen 1000 euroon

Sikäli kun suuret pääomat ovat edellytyksenä jvk-lainoihin sijoittamiseksi, herää kysymys siitä minkä takia lainojen minimimerkintöjen rajat ovat niin korkeita. Tähän sain haastateltavilta useita syitä. Riikosen (2016) mukaan ensimmäisenä ja mahdollisesti merkittävimpänä syynä tulevat kustannukset. Lainojen pilkkominen mahdollisesti niinkin pieniin kuin 1000 euron suuruisiin osiin aiheuttaa valtavasti kustannuksia niitä välittävälle taholle. Kustannuksia tulee esimerkiksi säilytyksestä ja koroista. Suuret kustannukset tulisivat loppupeleissä sijoittajan maksettavaksi. Tämä johtaisi taas siihen, että sijoituksen tuotto olisi loppupeleissä lähellä nollaa. Örmä (2016) lisää tähän, että pankit haluavat asiakkaiden ostavan mieluummin heidän rahastojaan. Samaa mieltä ovat myös Sidorow (2016) ja Heinonen-Hintsa (2016): pankit myyvät mieluummin joukkovelkakirjalainoihin sijoitavia rahastoja, joissa pankkien prosessit ovat tehokkaita. Joukkovelkakirjalainojen kohdalla prosessit ovat usein selvästi työlämpiä etenkin, jos kauppoja lähdettäisiin pilkkomaan pieniin osiin.

Tässä vaiheessa herääkin kysymys siitä, eikö tämänlaisille pienemmille lainaosuuksille ole sitten kysyntää. Heinonen-Hintsan (2016) mukaan asiakkaat eivät ehkä osaa niitä kysyä, mutta kyseessä on myös eräänlainen ”muna-kana”-ongelma; tämänlaisia 1000 euron minimimerkintöjä ei myöskään ole tarjota. Hänen mukaansa asiakkaatkin mahdollisesti vierastavat uusia tuotteita ja heille on helpompi myydä strukturoituja tuotteita ja rahastoja.

Luvussa 2.5.1 puhutaan Yhdysvaltojen joukkovelkakirjamarkkinoista, ja siitä että siellä on mahdollista sijoittaa jvk-lainoihin niinkin pieninä kuin 1000 taalan minimimerkintöinä. Haastateltavilta kysyttiin sitä minkä takia se sitten Yhdysvalloissa on mahdollista, toisin kuin Suomessa. Riikonen (2016) toteaa että kyllä se olisi Suomessakin täysin mahdollista, mutta kukaan ei sitä suostu esimerkiksi kustannussyistä tekemään. Myös Vanne (2016) toteaa, että tämänlaisen markkinoiden luomiseksi ei olisi myöskään mitään juridisia esteitä. Monet haastateltavista olivat vahvasti myös sitä mieltä, että retail-joukkovelkakirjamarkkinat ovat pitkälti kulttuurikysymys. Yhdysvalloissa joukkovelkakirjamarkkinat ovat olleet toiminnassa jo hyvin pitkään, kun niiden avulla on haettu aikoinaan rahoitusta esimerkiksi rautateiden rakentamiseen.

4.4. Suomalainen sijoituskulttuuri

Kulttuurikysymys oli monen haastateltavan perusteluna myös suomalaisten suhtautumisesta joukkovelkakirjoihin ja sitä kautta Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden nykytilaan. Esimerkiksi Ruokonen (2016) näkee osakkeiden ylivertaisen suosion jvk-lainoihin verrattuna syyksi osaksi sen, että esimerkiksi uutisissa ja mediassa osakkeet on ne mistä eniten puhutaan. Haastateltavien mukaan aktiivisimmat sijoittajat jvk-markkinoilla ovat keskimäärin yli 50 vuotiaita, vakaata kassavirtaa hakevia sijoittajia, jotka eivät ole kovin suuria riskinottajia. Ikäjakauma johtuu suureksi osaksi siitä, että näiltä yli 50 vuotialta löytyy sitä pääomaa jota joukkovelkakirjalainoihin sijoittaakseen on tänä päivänä tarvita. Kuitenkin Vanne (2016) arvioi, että joukkovelkakirjalainoihin 1980 ja -90 luvuilla sijoittaneilla saattaa olla vielä mielessä, kuinka joukkovelkakirjalainojen tuotot ovat tuolloin olleet jopa kaksi numeroisia lukuja, ja mikäli näille sijoittajille tarjottaisiin nyt joukkovelkakirjalainaa prosenttin tai parin korolla, he eivät sitä edes vilkaisisi.

Tässä päästään myös siihen miten moni suomalainen yksityissijoittaja ajattelee vain ja ainoastaan tuotto edellä. Riskin merkitystä vähätellään, ja ajoittain sitä ei oteta ollenkaan huomioon. Tätä mieltä ovat myös haastateltavat. Osakkeita ostetaan enemmän yksinkertaisesti senkin takia, että niille ennustetaan joukkovelkakirjalainoja korkeampaa tuottoa. Riskin ja tuoton suhdetta ei siinä mielessä aivan täysin ymmärretä. Vanne (2016) toteaaakin suomalaisen sijoittajakunnan olevan kahtiajakautunutta: toinen puoli pelaa korkeariskisillä osakkeilla, kun taas osa makuuttaa rahojaan pankkitileillä lähes nollakoroilla. Näiden ääripäiden välimaastoon asettuva sijoittajakunta on melko pieni.

4.5. Luottamusmiesmalli

Luvussa 2.5.2. kerrottiin Norjan luottamusmiesrakenteesta ja siitä, miten Norjassa joukkovelkakirjalainoihin sijoitetaan 15-kertaisesti Suomeen verrattuna. Haastatteluissa pyrittiin selvittämään minkä vuoksi markkinat ovat siellä niin suuret Suomeen verrattuna. Europa-euksen (2013) artikkeli antaa sellaisen kuvan että luottamusmiesrakenne olisi siihen hyvinkin merkittävä selittäjä.

Tämän tutkimuksen haastattelujen tulokset eivät kuitenkaan juurikaan puolla tätä ajatusta. Riikosen (2016) mukaan Norjassa joukkovelkakirjamarkkinat ovat hyvin erilaiset kuin Suomessa: Suurin osa norjalaisista joukkovelkakirjalainoista on öljysidonnaisissa yrityksissä. Norjan markkinoilla on todella paljon yrityksiä jotka on vaarassa mennä nurin. Esimerkiksi alihankkijat ovat suurissa vaikeuksissa; kurssiin 100 ostettujen jvk-lainojen nykyinen hinta voi olla 20-30 tuntumassa. Norjan joukkovelkakirjamarkkina on täysin erilainen kuin missään muualla, sen ollessa niin energiavetoinen. Myöskään Vanne (2016) ei näe velkakirjanomistajien edustajarakennetta kovin merkittävänä tekijänä varsinkaan, koska Suomen markkinoiden liikkeeseenlaskijat ovat ainakin näihin päiviin asti olleet vähäriskisempiä, jolloin myös maksuhäiriöitä ja muita ongelmia on ollut erittäin vähän Norjan markkinoihin verrattuna.

Norjassa nämä kyseiset yritykset ovat öljysidonnaisuudestaan johtuen jo alkujaan niin riskisiä että niiden on käytännössä pakko turvautua joukkovelkakirjalainoihin rahoitusta saadakseen. Tämä saattaa hyvinkin selittää sitä, minkä takia Norjassa joukkovelkakirjoihin sijoitetaan 15-kertaisesti suomeen verrattuna. Tarjontaa on huomattavasti Suomea enemmän. Lisäksi Nordic Trustee on toiminut Suomessa jo muutaman vuoden ja sen rooli retail-markkinoilla on vielä tällä hetkellä hyvin pieni. On hyvinkin mahdollista, että sille on tarvetta Norjassa ja se toimiikin siellä todella hyvin, johtuen juurikin siitä, että suuri osa Norjan markkinoilla olevista joukkovelkakirjalainoista on hyvin riskisiä, kuten aiemmin mainittiin.

4.6. Vaihtoehtoinen markkinapaikka

Haastateltavilta kysyttiin, olisiko jokin vaihtoehtoinen, mahdollisesti täysin uusi markkinapaikka, keinona retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseksi. Ruokonen & Sidorow (2016) olivat sitä mieltä, että tulevaisuudessa tämänlaiselle markkinapaikalle olisi käyttöä, ja pohtivatkin miksi sellaista ei vielä kukaan ole lähtenyt kehittämään. Heinonen-Hintsan (2016) mukaan uuden markkinapaikan luominen olisi työlästä joukkovelkakirjamarkkinoiden epälikvidisyyden takia. Epälikvidisyyttä hän perustelee sillä, että joukkovelkakirjamarkkinoilla ostajan ja myyjän intressit eivät kohtaa yhtä helposti kuin osakemarkkinoilla. Tämä johtuu siitä että jvk-lainoja on liikkeellä niin montaa erilaista niin kuponkikoron kuin maturiteetinkin kannalta.

Hänen mukaansa joukkovelkakirjakauppa ei voi koskaan olla samalla tasolla kuin osakekauppa koska tuotteita on niin paljon enemmän. Jos parin tuhannen euron arvoisia kauppoja tehtäisiin manuaalisesti, tuottaisi se valtavasti kustannuksia ja olisi aikaa vievää. Kaupankäynti pitäisi olla silloin automatisoitua.

Tässä yhteydessä Heinonen-Hintsa (2016) nostaa esiin myös monen muunkin haastateltavan käyttämän perustelun kulttuurikysymyksenä. Hänen mukaansa Suomessa ei ole aktiivisesti lähdetty rakentamaan retail-joukkovelkakirjoja: ”Vuosien saatossa on ollut pari sellaista missä on ollut tuhannen euron minimimerkintäkoko, mutta se volyyymi mitä näissä lainoissa pyörii, on ollut pientä.” Hän toteaa että retail-puolelle myyminen aiheuttaa lisää dokumentaatiota, josta tulee taas kustannuksia. Pienten volyymien ja suurten kustannuksien vuoksi se ei yksinkertaisesti maksa vaivaa.

Useimmiten yritykset haluavat joukkovelkakirjaemissiot tehtyä mahdollisimman nopeasti ja tämä onnistuu vain instituutiosijoittajien kanssa, sillä he ovat valmiita nopeisiin päätöksiin. Retail-puolelle myytäessä myyntiprosessi vaatisi merkittävästi enemmän aikaa niin dokumentaation kuin myyntiprosessinkin kannalta.

Vanne (2016) toteaa haastattelussaan että uudenlaisesta markkinapaikasta, varsinkin jälki-markkinoista puhuttaessa, ollaan vielä hyvin pitkän ajan päässä. Hänen mukaansa markkinapaikan puuttuminen itsessään ei ole ongelma, vaan suurin ongelma tulee lainojen tarjonnan puutteesta: markkinapaikalle ei ole tarvetta mikäli ei ole mitään mitä myydä.

4.7. Sääntely, dokumentaatio ja juridinen puoli

Heinonen-Hintsa (2016) toteaa haastattelussaan että yksi syy Suomen käytännössä ole-mattomille retail-puolen joukkovelkakirjamarkkinoille on sääntely. Sääntelyyn liittyy esimerkiksi lakisääteiset vaatimukset koskien dokumentaatiota. Vanne (2016) & Heinonen-Hintsa (2016) puhuvat siitä miten yksityissijoittajia varten on tehtävä, etenkin emissiovaiheessa, enemmän dokumentaatiota kuin instituutiosijoittajia varten. Joukkovelkakirjalainaan sijoitta-essaan yksityissijoittajalle luettavaksi tuleva esite on kymmeniä, mahdollisesti toista sataa sivua pitkä. Dokumentoinnin vaatimusten lisääntyessä ei sijoittamista ainakaan olla tehty

helpommaksi. Vanne (2016) toteaakin, että lisääntyneen dokumentoinnin myötä suunta on ollut enemmänkin väärä, koska keskeiset asiat hautautuvat juridisen tekstitulvan alle. Tätä väitettä tukee myös se, että osakkeita pystyy lähes kuka tahansa klikkailemaan kotikoneelta omaan salkkuunsa, mutta huomattavasti vähempiriskisiin joukkovelkakirjoihin sijoittaakseen, tulisi luettava mahdollisesti toista sataa sivuja ehtoja ja säädöksiä.

Tämä laajan dokumentoinnin vaatimus hidastaa osaltaan retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymistä. Dokumentoinnin myötä tulee lainan välittäjälle aina lisää kustannuksia. Tässä yhteydessä korkeat kustannukset ja lainojen pienet volyymit eivät ole kovin houkutteleva yhdistelmä.

Vanne (2016) sanoo, ettei mitään ehdottomia esteitä juridiikan ja sääntelyn maailmasta kuitenkaan löydy retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseksi. Hidasteita toki on, kuten edellä mainittu sääntely dokumentoinnin suhteen. Loppupeleissä kuitenkin mihinkään lakimuutokseen ei hänen mukaansa ole tarvetta.

5. Yhteenveto ja johtopäätökset

Tutkimustulosten yhteenveto pohjautuu luvussa 4 esitettyyn haastattelujen avulla saadun empiirisen aineiston sisältöön. Lisäksi tässä luvussa on arvioitu tutkimuksen luotettavuutta sekä pohdittu mahdollisia jatkotutkimuksen kohteita ja tutkimuksesta heränneitä, kuitenkin tämän työn fokuksen ulkopuolelle jääviä kysymyksiä.

5.1. Tutkimustulosten yhteenveto

Päätutkimuskysymyksistä ensimmäinen kysyi: Mikä on tämän hetkinen Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden tila? Nykytilan kuvaukseksi haastatteluista saatiin laajalti vastauksia. Kuten kappaleessa 4.1 todettiin, niin yksityishenkilön mahdollisuudet sijoittaa joukkovelkakirjamarkkinoille ovat verrattain rajatut, johtuen melko suuren pääoman tarpeesta: sijoitettavaa pääomaa tulee olla kymmeniä tai jopa satoja tuhansia euroja. Yleisesti ottaen lainoille olisi kuitenkin kysyntää ja merkitysijöitä, mutta markkinoiden suurimpana ongelmana on tällä hetkellä lainojen tarjonnan vähäisyys.

Lainojen tarjonnan vähäisyys johtuu pitkälti tällä hetkellä vallitsevasta matalasta korkotasosta. Suomalaisilla yrityksillä menee niin hyvin että ne saavat pankista huomattavasti edullisempaa rahoitusta, kuin mitä joukkovelkakirjamarkkinoilta saataisiin. Joukkovelkka-jaemissioille ei yksinkertaisesti monen yrityksen kohdalla ole mitään tarvetta. Retail-puolen markkinoiden kehittymiselle ei nyt vallitsevassa taloustilanteessa ole juurikaan tilaa, sillä lainoja on niin vähän saatavilla.

Nykytilan kartoituksen lisäksi tutkimuksessa selvitettiin myös Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymismahdollisuuksia. Tutkittavana olivat esimerkiksi Norjan ja Yhdysvaltojen joukkovelkakirjamarkkinoiden erityispiirteet ja niiden mahdollinen soveltuvuus Suomen markkinaan. Yhdysvalloissa laajalti käytössä olevan 1000 dollarin minimimerkintämäärän soveltamista Suomessa ei tällä hetkellä olisi helppo toteuttaa kustannussyistä. Näitä kustannuksia tulee muun muassa dokumentaatiosta, lainan säilytyksestä ja koroista. Nyky-

päivän matalan korkotason vuoksi, nämä kustannukset tulisivat syömään suuren osan sijoittajan tuotoista. Mikäli lähitulevaisuudessa korkotasot tulevat nousemaan, voi tilanne olla silloin täysin toinen.

Kustannukset ovat pitkälti myös syy sille, ettei millään taholla ole todellisia intressejä Suomen retail-joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämiseksi. Yksityissijoittajille on käytännöllisempää myydä esimerkiksi rahastoja, ja yksityissijoittajien joukkovelkakirjaemissioihin kohdistuvan volyymin ollessa niin pieni instituutiosijoittajiin verrattuna, ei yrityksilläkään ole suuria intressejä laskea liikkeeseen lainoja, joiden minimimerkintämäärät olisivat yksityissijoittajille suotuisampia. Tätä todellisten intressien puuttumista markkinoiden kehittämiseksi voitaisiin perustella myös sillä, että mikäli joku taho pystyisi taloudellisesti siitä hyötymään, olisi se sitä aktiivisesti jo tekemässä. Tässä yhteydessä esillä on myös vahvasti kulttuurikysymys siitä, ettei Suomessa ole juurikaan ollut tapana tehdä joukkovelkakirjalainakauppaa retail-puolella. Helpompaa on pysyä vanhoissa malleissa, kuin lähteä kehittämään uutta, varsinkin jos siitä ei ole takuuna merkittävää taloudellista hyötyä.

Norjan luottamusmiesmallin soveltuvuudesta ja käyttökelpoisuudesta Suomen markkinassa ei saatu puoltavia tutkimustuloksia. Mallin käyttökelpoisuutta Norjassa perusteltiin sen markkinoiden korkealla riskisyydellä. Toisin sanoen näillä tuloksilla mallille on käyttöä Norjassa, mutta sen vaikutus Suomen markkinoihin ei välttämättä olisi niin merkittävä. Kuitenkaan mitään konkreettista näyttöä soveltuvuudesta Suomen markkinoihin ei tässä tutkimuksessa selvitetty.

5.2. Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimuksen teoriaosuutta voidaan pitää luotettavana. Teoriaa on koottu alan asiantuntijoiden kirjoittamista kirjallisista teoksista ja viittaukset sähköisistä lähteistä on luotettavilta tahoilta, kuten valtiovarainministeriön ja Suomen pankin sivuilta. Luotettavuutta saattaa vähentää lähteiden suhteellisen vähäinen määrä, johtuen relevantin aineiston niukkuudesta. Kuvioiden ja taulukoiden esittämää статистиikkaa voidaan pitää luotettavana, sillä niihin perustuvat lähteet käyttävät systemaattista tiedonkeruuta niiden luomiseksi.

Haastattelujen otanta on suhteellisen rajattu, haastateltavien määrän vähäisyyden ja samankaltaisten näkökulmien perusteella. Näkökulmaa laajentaa kuitenkin myös Antti Vanteen aiheeseen tuoma juridinen näkökulma. Haastatteluihin on suhtauduttu osittain kriittisesti, mutta tutkimukseen on saatu relevanttia ja luotettavaa aineistoa haastateltavien vastausten samankaltaisuuden perusteella. Lisäksi kaikilla haastateltavilla on pitkä kokemus ja työura tutkimuksen aiheeseen liittyen, joka lisää haastattelujen tulosten luotettavuutta.

Haastattelujen äänittäminen lisäsi niiden luotettavuutta ja mahdollisuutta täsmällisiin ja tarkkoihin viittauksiin. Myös viittausten tarkistuttaminen haastateltavilla jälkikäteen, lisäsi luotettavuutta ja tiedon oikeellisuutta, varsinkin kun joitain viittauksia jouduttiin täsmentämään tai korjaamaan.

5.3. Jatkotutkimuksen aiheita

Tutkimusprosessin aikana heräsi paljon ajatuksia ja aiheita jatkotutkimuksia ajatellen. Tämä tutkimus koskee nykyhetkeä, mutta kuten tutkimustuloksissa kävi ilmi, saattaa muutaman vuoden päästä esimerkiksi korkotason noustessa joukkovelkakirjamarkkinoiden tilanne olla täysin toinen. Korkeamman korkotason vallitessa saatetaan samalla tutkimuksella saada erilaisia tuloksia, sillä joukkovelkakirjalainojen tarjonta saattaa silloin olla korkeampaa, mikä taas saattaisi muuttaa eri tahojen intressejä myös retail-puolen markkinoiden kehittämiseksi. Myös muilla makrotaloudellisilla muutoksilla saattaisi olla vaikutusta markkinatilanteeseen.

Tutkimuksen edetessä kävi ilmi että lainojen vähäinen tarjonta on merkittävä syy retail-puolenkin markkinoiden vähäiseen toimintaan. Tämän tutkimuksen koskiessa juurikin retail-puolen markkinoita, jää fokuksen ulkopuolelle tarkempi yleisen joukkovelkakirjamarkkinan tarkastelu. Selvitettävää olisi esimerkiksi yritysten tämän hetken rahoituskeinoissa, ja joukkovelkakirjaemissioiden käytössä, sillä tämän tutkimuksen tulosten valossa retail-puolen markkinoiden toiminta pohjautuu juuri sieltä. Retail-puolen joukkovelkakirjalainasijoitusten kohdistuessa useimmiten yritysten liikkeeseenlaskeemiin lainoihin, voisi tutkimuksen haastattelut kohdistua myös yritysten rahoituspäätöksiä tekeviin henkilöihin.

Tämän tutkimuksen fokuoituessa koskemaan maantieteellisesti Suomen joukkovelkakirjamarkkinoita, huomioiden vain kahden muun valtion markkinoita erityispiirteidensä johdosta, voisi jatkotutkimuksissa tehdä perusteellista työtä eri valtioiden joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminnasta, esimerkiksi numeraalista statistiikkaa analysoimalla.

LÄHDELUETTELO

Brealey R. & Myers S. (2000) Principles of corporate finance. Bath, McGraw-Hill.

Eakins S. & Mishkin F. (2012) Financial markets and institutions. Essex, Pearson.

Europaeus J. (2013) Jvk-markkinat remontissa [Verkkodokumentti]. [Viitattu 7.11.2016]. Saatavilla <http://www.porssisaatio.fi/blog/2013/10/07/jvk-markkinat-remontissa/>

Finanssialan keskusliitto (2016) Finanssialan vuositilasto 2016 [Verkkodokumentti]. [Viitattu 4.11.2016]. Saatavilla <http://www.finanssiala.fi/tilastot/FK-tilasto-Finanssialan-vuositilasto-2015.pdf>

Finanssivalvonta (2014) Joukkovelkakirjojen hankkiminen: liikkeeseenlasku ja jälkimarkkinat [Verkkodokumentti]. [Viitattu 25.10.2016]. Saatavilla <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Kaupankaynti/Pages/Default.aspx>

Heinonen-Hintsa A. (2016) Haastattelu. 18.11.2016, Helsinki.

Jungner M. & Männistö L. (2013) Suomeen pk-yritysten joukkovelkakirjamarkkinat [Verkkodokumentti]. [Viitattu 25.10.2016]. Saatavilla <http://lassemannisto.fi/2013/10/hs-suomeen-pk-yritysten-joukkovelkakirjamarkkinat/>

Knüpfer S. & Puttonen V. (2012) Moderni rahoitus. Helsinki, Sanoma Pro Oy

Kontkanen E. (2016) Pankkitoiminnan käsikirja. Vantaa, Hansaprint Oy

Niskanen, J. & Niskanen M. (2010) Yritysrahoitus. Helsinki, Edita.

Nordic Trustee (2016) Bonds [Verkkodokumentti]. [Viitattu 6.11.2016]. Saatavilla <http://nordictrustee.com/bonds>

Pätäri E. (2016) Finanssi-investoinnit, luentomoniste.

Riikonen J. (2016) Haastattelu. 15.11.2016, Helsinki.

Ruokonen J. (2016) Haastattelu. 18.11.2016, Helsinki.

Sidorow A. (2016) Haastattelu. 18.11.2016, Helsinki.

Sifma (2016) Statistics [Verkkodokumentti]. [Viitattu 2.12.2016]. Saatavilla
<http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/CM-US-Bond-Market-SIFMA.xls?n=86994>

Suomen pankki (2016) Suomen joukkovelkakirjalainat 2015 [Verkkodokumentti]. [Viitattu 24.10.2016]. Saatavilla
<http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/Documents/JVK2015.pdf>

Valtiovarainministeriö (2016) Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä, työryhmämuisio [Verkkodokumentti]. [Viitattu 25.10.2016]. Saatavilla
<http://vm.fi/dms-portlet/document/0/436557>

Vanne A. (2016) Haastattelu. 18.11.2016, Helsinki.

Wiggins Jenny (2002) Companies target retail bond market [Verkkodokumentti]. [Viitattu 6.11.2016]. Saatavilla
<http://search.proquest.com.ezproxy.cc.lut.fi/docview/228747200/23DC52639794EF-FPQ/1?accountid=27292>

Örmä S. (2016) Haastattelu. 15.11.2016, Helsinki.

LIITTEET

Liite 1. Haastattelut

15.11.2016 Jarmo Riikonen & Seppo Örmä, United Bankers. Helsinki.

18.11.2016 Jarkko Ruokonen & Anton Sidorow, OP. Helsinki.

18.11.2016 Atte Heinonen-Hintsa, Danske Bank. Helsinki.

18.11.2016 Antti Vanne, Danske Bank. Helsinki.