

TAMPEREEN YLIOPISTO
Taloustieteiden laitos

**VAIHTOVELKAKIRJALAINAT SUOMALAISSA
PÖRSSIYHTIÖISSÄ**

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Pro gradu -tutkielma
Toukokuu 2008
Ohjaaja: Eeva-Mari Ihantola

Pekka Hyvönen

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Taloustieteiden laitos, yrityksen taloustiede, laskentatoimi

Tekijä: HYVÖNEN, PEKKA
Tutkielman nimi: Vaihtovelkakirjalainat suomalaisissa pörssiyhtiöissä
Pro gradu-tutkielma: 79 sivua, 3 liitesivua
Aika: Toukokuu 2008
Avainsanat: vaihtovelkakirjalaina, vaihdettava pääomalaina, pörssiyhtiö, lainan ennaikainen takaisinmaksu

Vaihtovelkakirjalaina on yrityksen rahoitusmuoto, jossa yhdistyy vieras- ja omapääoma. Vaihtovelkakirjalainan haltijalla on oikeus vaihtaa lainansa yrityksen uusiin osakkeisiin. Sijoittaja hyötyy osakkeen hinnan noususta, mutta ei kärsi hinnan laskusta, koska hänellä ei ole pakkoa vaihtaa lainaa osakkeiksi.

Yrityksen kannalta vaihtovelkakirjalaina tarjoaa mahdollisuuden saada rahoitusta, jossa yhdistyy suoraa lainaa alhaisempi korkotasoa ja osakkeiden myynti vallitsevaa markkinahintaa korkeammalla kurssilla. Tämän takia vaihtovelkakirjalainaa on perinteisesti pidetty edullisena rahoitusmuotona, mitä se ei kuitenkaan ole. Teoreettisesti vaihtovelkakirjalainan käytölle on tarjottu erilaisia motiiveja. Yksi liittyy yrityksen riskin määrittämiseen. Jos yritys ja rahoitusta tarjoavat sijoittajat ovat kovin erimielisiä yrityksen riskistä, voi vaihtovelkakirjalaina tarjota hyvän vaihtoehdon, koska oikein suunniteltuna se on varsin vähän riippuvainen muutoksista yrityksen riskitasossa. Yritys voi myös hakea vaihtovelkakirjalainalla osakepääomaa ”takaoven kautta”. Yritys käyttää vaihtovelkakirjalainaa vain jos se on melko optimistinen tulevasta osakkeen hinnan noususta. Vaihtovelkakirjalainalla voidaan ratkaista myös tulevaisuuden rahoitusongelmia.

Tutkimuksessa selvitettiin vaihtovelkakirjalainojen käyttöä suomalaisissa pörssiyhtiöissä vuosien 1986–2006 välillä. Työtä varten kerättiin tiedot 116 vaihtovelkakirjalainasta.

Kappaleissa tarkasteltuna v. 1989 laskettiin Suomessa liikkeelle eniten vaihtovelkakirjalainoja. Euromääräisesti eniten pääomaa kerättiin v. 1994. Suhteessa joukkovelkakirjalainoihin ja osakeanteihin vaihtovelkakirjalainalla oli tärkeä rooli pörssiyhtiöiden rahoituksessa 1990-luvun puolivälissä. Vaihtovelkakirjalainan tärkein erityisehto on yrityksen mahdollisuus maksaa laina ennaikaisesti takaisin. Tämä ehto on yleisesti käytössä kansainvälisesti. Suomessa tämä call-ehto on selvästi vähemmän käytössä.

Vaihtovelkakirjalainaa ovat käyttäneet Suomessa 1990-luvulla monet suuret pääomaintensiiviset yhtiöt, kuten metsäteollisuus. Tämä on ristiriidassa kansainvälisten tutkimusten kanssa, joiden mukaan vaihtovelkakirjalainan käyttäjät eivät tyypillisimmin ole yhtiöitä joilla aineellisten hyödykkeiden osuus taseesta on suuri. 2000-luvulla pääosa vaihtovelkakirjalainaa käyttäneistä yrityksistä sopii kansainvälisiin tutkimustuloksiin.

SISÄLLYSLUETTELO:

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Tutkimuksen tausta.....	1
1.2	Tutkimuksen tavoite ja keskeiset rajaukset	2
1.3	Tutkimusmenetelmät.....	4
1.4	Tutkimuksen kulku	4
1.5	Vaihtovelkakirjalainojen historiallinen käyttö muissa maissa.....	5
1.6	Muut hybridit arvopaperit	6
2	VAIHTOVELKAKIRJALAINA	9
2.1	Vaihtovelkakirjalainan perusominaisuudet.....	9
2.2	Vaihtovelkakirjalainan arvo.....	12
2.3	Vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeiksi	16
2.3.1	Vapaaehtoinen vaihto.....	16
2.3.2	Call-oikeuden käyttö	19
2.3.3	Vaihto fuusion seurauksena	22
2.4	Vaihtovelkakirjalainan hinnoittelu	23
2.4.1	Hinnoittelun perustekijät.....	23
2.4.2	Joukkovelkakirjalainan arvo	24
2.4.3	Osakkeen volatilititeetti	28
2.4.4	Osinko	28
2.4.5	Vaihtovelkakirjalainan hinnan herkkyyys muutoksille.....	29
3	TEOREETTISET PERUSTEET VAIHTOVELKAKIRJALAINAN KÄYTÖLLE	31
3.1	Yrityksen riskin arviointi	31
3.2	Osakepääomaa ”takaoven kautta”.....	33
3.3	Jaksottainen rahoitus.....	34
3.4	Vaihtovelkakirjalainoja käyttävät yritykset	36
4	VAIHTOVELKAKIRJALAINA SUOMALAISISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ.....	37
4.1	Aineisto.....	37
4.2	Vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskut	38
4.3	Vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskut verrattuna osake- ja joukkovelkakirjalaina-anteihin	42
4.4	Vaihtovelkakirjalainojen koko.....	46
4.5	Toimiala	48
4.6	Merkintäoikeus	49
4.7	Osakekurssin reaktio vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskuun.....	50
4.8	Yhtiön markkina-arvo.....	51
4.9	Vaihtovelkakirjalainojen ominaisuudet	52
4.9.1	Osakkeiksi vaihto.....	52
4.9.2	Korko	54
4.9.3	Laina-aika.....	61
4.9.4	Takaisinmaksu	63
4.9.5	Vaihdossa saatavien uusien osakkeiden osuus.....	63
4.9.6	Vaihtovelkakirjalainojen etuoikeusasema.....	65
4.9.7	Julkinen noteeraus.....	67
4.9.8	Oikeus ennaikaiseen takaisinmaksuun	68
4.9.9	Mahdollisuus vaatia ennaikaista takaisinmaksua.....	73
4.10	Vaihtovelkakirjalainojen hinnoittelu jälkimarkkinoilla.....	74

5	PÄÄTELMÄT	74
6	LÄHDELUETTELO	77
7	LIITE 1: Vaihtovelkakirjalainat.....	80

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Pörssiyhtiö voi rahoittaa toimintaansa monella tapaa. Se voi saada pääomaa kertyneiden voittovarojen muodossa tai laskea liikkeelle uusia osakkeita. Se voi myös käyttää velkaa laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjalainoja tai nostamalla pankkilainaa. Hybridit arvopaperit tarjoavat yhden mahdollisuuden pääoman hankintaan. Tunnetuin näistä on vaihtovelkakirjalaina. Siinä lainan haltijalla on optio vaihtaa lainansa yrityksen uusiin osakkeisiin. (Loncarski, ter Horst & Veld 2006, 311)

Vaihtovelkakirjalainojen ehdot ovat vapaasti sovittavissa yrityksen ja sijoittajien välillä, yleisin vaihtovelkakirjalainan muoto Suomessa on kiinteäkorkoinen kerralla lyhennettävä laina, joka on vaihdettavissa kiinteään määrään yrityksen uusia osakkeita. Tärkein erityisehto on yrityksen mahdollisuus maksaa laina ennenaikaisesti takaisin. Erityisehdot vaikuttavat omalta osaltaan vaihtovelkakirjalainan hinnoitteluun. Sijoittajan kannalta tarkasteltuna vaihtovelkakirjalainat ovat yksilöitä ja niihin sijoittavan tulee tuntea niiden ehdot.

Vaihtovelkakirjalainasta on käytetty Suomessa mm. seuraavia nimityksiä: vaihtovelkakirjalaina, vaihdettava pääomalaina, vaihdettava debentuurilaina, debentuurimuotoinen vaihtovelkakirjalaina ja vaihdettava velkakirjalaina.

Vaihtovelkakirjalainan ehtojen suunnittelu on vaativa tehtävä. Päätöksentekijä joutuu ottamaan kantaa siihen miten laina vaihdetaan osakkeiksi, miten mahdollinen ennenaikainen takaisinmaksu ajoitetaan, mikä on lainan korko, laina-aika ja miten muut ehdot vaikuttavat lainaan. Vaihtovelkakirjalaina voi olla ehdoiltaan hyvin monimutkainen ja eri ehdot vaikuttavat toisiinsa. (Brennan & Schwartz 1998, 195)

Vaihtovelkakirjalainaa on perinteisesti pidetty halpana rahoituksen muotona. Ajatus on että yritys myy osakkeitaan markkinahintaa korkeampaan kurssiin, koska lainan vaihtohinta on yleensä vallitsevaa osakekurssia korkeampi. Toinen argumentti on että yritys saa lainaa alemmalla korolla kuin mitä sen pitäisi maksaa lainasta ilman vaihtooikeutta. Nämä molemmat argumentit tulevat vahvasti esiin kyselytutkimuksissa. Akateemiset tutkimukset eivät kuitenkaan tue näitä argumentteja. (Loncarski ym. 2006)

Osakkeitten myynti ylihintaan ja korkokustannusten alentaminen tulevat myös Suomessa esille. Bymanin ja Kjellmanin (1995) mukaan suomalaisten yhtiöiden motiivit vaihtovelkakirjalainan käyttämiseen olivat korkokustannusten alentamisen tai osakkeitten myynti vallitsevaa markkinahintaa korkeampaan kurssiin. Osa yhtiöistä halusi vähentää tai joutui vähentämään riippuvuuttaan pankkirahoituksesta. Myös Eklundh ja Ervasti-Vaintola (1994) tarjoavat korkokustannusten alentamista ja osakkeiden myyntiä ylikurssiin perusteena vaihtovelkakirjalainojen käytölle¹.

Vaihtovelkakirjalainojen käyttöä Suomessa on tutkittu vähän. Byman ja Kjellman (1995) tutkivat minkälaiset yhtiöt käyttivät vaihtovelkakirjalainaa, osakekurssin reaktiota ilmoitukseen vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskusta ja vaihtovelkakirjalainojen teoreettista hinnoittelua jälkimarkkinoilla. Tämä on tekijän tietojen mukaan ainoa tieteellinen artikkeli, joka on keskittynyt suomalaisten vaihtovelkakirjalainojen tutkimiseen.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja keskeiset rajaukset

Työssä on tarkoitus kuvata vaihtovelkakirjalainan käyttöä suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Tutkimuksessa selvitetään mikä on ollut vaihtovelkakirjalainan rooli suomalaisten pörssiyhtiöiden rahoituksessa ja minkälaisin ehdoin vaihtovelkakirjalainoja on laskettu liikkeelle.

¹ Eklundh ja Ervasti-Vaintola työskentelivät investointipankki Mandatum & Co:ssa, joka toimi 1990-luvulla lähes kaikkien suurten vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskujen järjestäjänä Suomessa.

Vaihtovelkakirjalainojen ehdot voivat olla varsin monimutkaisia. Työssä pyritään selvittämään miten suomalaiset pörssiyhtiöt ovat käyttäneet erilaisia ehtoja hyväkseen. Aihetta lähestytään siis erityisesti lainojen ehtojen kautta.

Kokonaisuutena vaihtovelkakirjalainan merkitys suomalaisille pörssiyhtiöille ei ole ollut kovinkaan suuri. Lainoja on kuitenkin laskettu liikkeelle 1980-luvun lopulta alkaen joka vuosi ja osalle yrityksiä ne ovat olleet merkittävässä roolissa uuden rahoituksen saamisessa. Aiheen vähäinen tutkimus Suomessa oli lähtökohtana tälle tutkimukselle, vaihtovelkakirjalainan käytöstä pitemmällä ajalla on varsin vähän tietoa.

Tutkimus käsittää ajanjakson 1986–2006. Ennen tätä vaihtovelkakirjalainoja ei ole työn tekijän käsityksen mukaan käytetty merkittävässä määrin suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Työssä on tarkoitus käsitellä kaikkia suomalaisten Suomessa julkisesti noteerattujen yritysten liikkeelle laskemia vaihtovelkakirjalainoja. Kirjanpitokäsittelyä, juridiikkaa ja verotusta ei työssä pyritä käsittelemään. Aihetta tarkastellaan lähinnä yrityksen näkökulmasta, myös soveltuvien osin sijoittajan kannalta.

Tutkimusta varten kerättiin tiedot 116 vaihtovelkakirjalainasta, jotka on laskettu liikkeelle v. 1986–2006 välisenä aikana. Tiedot kerättiin lukuisista eri lähteistä ja varsinkin jakson alun osalta aineistossa on jonkin verran puutteita. Suurimman osan kohdalla oli käytettävissä tarkat lainaehdot. Tämä mahdollistaa lainojen yksityiskohtaisen tarkastelun.

Työstä jätettiin pois suomalaisten liikepankkien 1990-luvulla valtiolta saamat lainat, näissä oli mahdollisuus vaihtaa laina osakkeiksi tiettyjen ehtojen täytyessä. Nämä pääomasijoitukset olivat kuitenkin julkista tukea, eivätkä normaalia rahoitusta, joten ne jätettiin tarkastelusta pois.

Suurin osa lainoista oli pörssiyhtiöiden liikkeelle laskemia, mutta osa lainoista oli laskettu liikkeelle ennen yhtiön osakkeen pörssilistausta. Pörssiyhtiöiden tytäryhtiöiden liikkeelle laskemia vaihtovelkakirjalainoja työssä ei tarkasteltu. Myös ennen pörssilistausta osakkeiksi vaihdetut tai takaisinmaksetut lainat jätettiin pois

tutkimuksesta. Työssä tutkittiin sekä julkisesti noteerattuja että ilman julkista noteerausta olevia vaihtovelkakirjalainoja.

1.3 Tutkimusmenetelmät

Työ käsittää teoreettisen ja empiirisen osan. Teoreettisen osan tarkoituksena on määrittellä, mikä vaihtovelkakirjalaina on ja mitkä ovat sen ominaisuudet. Aihetta käsitellään vaihtovelkakirjalainaa suunnittelevan yrityksen näkökulmasta. Käsittelyssä painotetaan niitä tekijöitä, jotka ovat tärkeitä suunniteltaessa vaihtovelkakirjalainan käyttöä yrityksen rahoituksessa.

Empiirinen osa on deskriptiivinen eli pyrkii kuvaamaan vaihtovelkakirjalainan käyttöä pörssiyrityksissä Suomessa. Näin syntyy kuva siitä mikä on ollut vaihtovelkakirjalainojen asema ja merkitys suomalaisille pörssiyrityksille ja minkälaisia suomalaiset vaihtovelkakirjalainat ovat olleet. Tutkimusote on lähinnä nomoteettinen.

1.4 Tutkimuksen kulku

Luku yksi on johdanto aiheeseen. Tutkimuksen taustan ja tavoitteitten lisäksi siinä käsitellään lyhyesti vaihtovelkakirjalainojen historiaa ja muita rahoitusmuotoja, joissa yhdistyvät laina- ja osakesidonnaisuus.

Luvussa kaksi käsitellään vaihtovelkakirjalainan käsitteitä, perusominaisuuksia ja osakkeiksi vaihtoa eri tilanteissa. Tarkoituksena on antaa lukijalle kuva vaihtovelkakirjalainasta yrityksen rahoitusmuotona. Määritellään mikä vaihtovelkakirjalaina on ja minkälaisia ehtoja se voi pitää sisällään. Osakkeiksi vaihto on oleellinen osa vaihtovelkakirjalainaa ja sitä käsitellään yhtiön ja lainan haltijan kannalta. Myös hinnoittelun perustekijöitä käydään läpi vaihtovelkakirjalainaa suunnittelevan yrityksen kannalta.

Luku kolme käsittelee teoreettisia perusteita käyttäen vaihtovelkakirjalainaa. Luvun aluksi käsitellään perinteisiä ja käytännössä hyvin usein esiin tulevia argumentteja

vaihtovelkakirjalainan käytölle. Esitetään kolme teoreettista vaihtoehtoa, miksi yritykset käyttävät vaihtovelkakirjalainaa.

Työn empiirisessä osassa, luku 4, käsitellään vaihtovelkakirjalainojen markkinaa Suomessa ja minkälaisia lainoja yhtiöt ovat käyttäneet. Viimeinen luku käsittää yhteenvedon tutkimuksesta. Liitteessä on luettelo tutkimuksessa käsitellyistä vaihtovelkakirjalainoista.

1.5 Vaihtovelkakirjalainojen historiallinen käyttö muissa maissa

Vaihtovelkakirjalainat ovat peräisin USA:sta, missä niitä on käytetty 1800-luvun puolivälistä lähtien. Rautatieyhtiöt olivat ensimmäisiä, jotka ottivat vaihtovelkakirjalainat käyttöönsä. Yhtiöt tekivät suuria investointeja, joiden johdosta ne eivät pystyneet maksamaan riittävää osinkoa osakkeilleen. Yhtiöt olettivat kuitenkin, että niiden osingonmaksukyky paranisi tulevaisuudessa, minkä seurauksena osakkeen hinta nousi ja sijoittajan kannattaisi vaihtaa lainansa osakkeisiin. (Koski 1972, 21–23)

Vaihdeettävien arvopaperien historia ulottuu kuitenkin vielä kauemmas. Manner-Euroopassa 1500-luvulla osakepääoman haltijat saattoivat joutua vaihtamaan osakkeensa velaksi, jos he rikkoivat tiettyjä sääntöjä. 1600-luvulla Englannissa yritykset suorittivat osakkeiden vaihtoja velaksi hyödyttääkseen osakkeenomistajia tilanteissa joissa yritys ei menestynyt niin hyvin kuin oli aikaisemmin odotettu. (Allen & Gale 1995, 12)

Saksassa vaihtovelkakirjalainoja alettiin käyttää ensimmäisen maailmansodan jälkeen lievittämään maan pääomapulaa. Vaihtovelkakirjalainoilla houkuteltiin ulkomaista pääomaa ja pyrittiin alentamaan korkeasta inflaatiosta johtuneita korkeita lainakorkoja.

Sveitsissä ensimmäinen vaihtovelkakirjalaina laskettiin liikkeelle 1957. Muuan yritys halusi laajentaa omistuspohjaansa, mutta johtuen yrityksen tuntemattomuudesta ei suora osakeanti olisi ollut tähän paras ratkaisu, sillä osakkeet olisi jouduttu myymään alle

niiden käyvän arvon. Vaihtovelkakirjalainalla osakkeet voitiin myydä korkeammalla hinnalla.

Ruotsissa vaihtovelkakirjalainojen liikkeelle lasku on ollut mahdollista vuodesta 1973 alkaen. Vaihtovelkakirjalainojen emissioiden suurin kasvu alkoi 1985. Toisin kuin muissa maissa, Ruotsissa lainat suunnattiin yritysten työntekijöille. Syynä tähän oli palkkatulojen korkea verotus; vaihtovelkakirjalainojen kautta saatua tuottoa verotettiin suhteessa matalammin. Verolakeja muutettiin 1990, mikä johti vaihtovelkakirjalainaemissioiden vähenemiseen. (Sörensson 1993, 5-6)

Yhdysvallat on ollut suurin markkina vaihtovelkakirjalainoille. Vuosien 1990-2003 välillä liikkeelle lasketuista lainoista 30,0 % oli yhdysvaltalaisia. Seuraavaksi tärkeimmät markkinat olivat Japani 22,6 % ja Etelä-Korea 11,5 %. Maanosittain tarkasteltuna Aasia on suurin markkina 41,2 % osuudella. Seuraavana Pohjois-Amerikka 33,9 % ja Euroopan osuus oli 14,2 %, suurimpana markkinana Ranska 3,0 %. Keskimäärin suurimmat vaihtovelkakirjalainat olivat eurooppalaisilla yhtiöillä, pienimmät taas etelä-korealaisilla ja australialaisilla yhtiöillä. (Loncarski ym. 2006, 313–314)

1.6 Muut hybridit arvopaperit

Muuttuvahintainen vaihtovelkakirjalaina (floating-priced convertible) on laina jossa osakkeen vaihtohinta ei ole kiinteästi ennalta määrätty. Vaihtohinta määräytyy alennuksena osakkeen hinnasta tietyllä jaksolla ennen vaihtovelkakirjalainan vaihtamista osakkeiksi. Muuttuvahintaista vaihtovelkakirjalainaa on käytetty lähinnä USA:ssa 1990-luvulla. Lainaa käyttivät pienet korkean riskin yritykset, jotka eivät olisi saaneet muuten rahoitusta. Muuttuvahintaiset vaihtovelkakirjalainat ovat saaneet negatiivista julkisuutta, koska monen niitä käyttäneen yrityksen osakkeen kurssi on laskenut huomattavasti lainan liikkeelle laskun jälkeen. Lainan omistajilla on kannustin myydä yrityksen osaketta lyhyeksi ja ajaa näin osakkeen hintaa alaspäin, jotta laina vaihdettaisiin useampaan osakkeeseen. (Hillion & Vermaelen 2004, 381–382)

Vaihtovelkakirjalaina on yleensä vaihdettavissa lainan liikkeelle laskeneen yrityksen uusiin osakkeisiin. Exchangeable bond on laina joka on vaihdettavissa jonkin toisen yrityksen osakkeisiin, yhden tai useamman. Esimerkiksi Ford Motor Creditin laina on vaihdettavissa emoyhtiön Ford Motor Companyn osakkeisiin. (Fabozzi & Fabozzi 1989, 128)

Optiolainassa yritys myy kahden arvopaperin yhdistelmän, joukkovelkakirjalainan ja optiotodistuksen (warrant). Ne voidaan yleensä irrottaa toisistaan ja käydä kauppaa erikseen. Yleensä optiotodistuksella voi merkitä lainan liikkeelle laskeneen yrityksen uusia osakkeita, on myös mahdollista että kohde-etuus on toinen laina tai hyödyke. (Brealey & Myers 1991, 541)

Optiolaina muistuttaa läheisesti vaihtovelkakirjalainaa. Niillä on kuitenkin seuraavia eroja: (Brealey & Myers 1991, 547)

1. Optiolainat ovat yleensä rajatulle sijoittajajoukolle suunnattuja emissioita kun taas vaihtovelkakirjalainat ovat useammin julkisen kaupankäynnin kohteena.
2. Optiotodistuksen voi erottaa lainasta kun taas vaihtovelkakirjalainan optio-oikeutta ei voi erottaa.
3. Optiotodistuksen voi laskea liikkeelle yksinään. Niitä voidaan suunnata esimerkiksi investointipankille maksuksi emissioiden takauksesta.
4. Optiotodistuksella merkintä tapahtuu käteisellä. Vaihtovelkakirjalainalla uusien osakkeiden merkintä tapahtuu luovuttamalla laina, kun taas optiotodistuksella merkitään osakkeet käteisellä. On kuitenkin mahdollista että merkintä maksetaan luovuttamalla laina tai sijoittaja voi tehdä valinnan käteisen tai lainan välillä. Optiolainalla ja vaihtovelkakirjalainalla on yleensä erilainen vaikutus yrityksen kassavirtaan ja pääomarakenteeseen.
5. Optiolainan verotus voi poiketa vaihtovelkakirjalainan verotuksesta.

Suomessa optiolainat ovat viime vuosina olleet lähinnä yrityksen johdolle ja henkilöstölle suunnattuja kannustinjärjestelmiä, eivät siis keino hankkia rahoitusta. Optiotodistuksia on mahdollista antaa ilman laina-osaa myös Suomessa.

Vaihdeettava etuosake (convertible preferred share) on hyvin lähellä vaihtovelkakirjalainaa. Se on osake, jolle maksetaan yleensä kiinteää osinkoa, jos osinko jää joltain vuodelta maksamatta, oikeus on kumulatiivinen. Etuosakkeella ei ole eräpäivää, mikä on suurin ero vaihtovelkakirjalainaan. Vaihdeettava etuosake on melko harvinainen, sitä on käytetty USA:ssa lähinnä fuusioiden yhteydessä. (Reilly 1989, 936)

Osakeindeksilainat ovat tulleet myös Suomeen viime vuosina. Lainalle ei makseta yleensä korkoa, vaan tuotto riippuu valitun yksittäisen osakeindeksin tuotosta, on myös mahdollista, että indeksi koostuu monen indeksin korista. Lainan voi ajatella koostuvan nollakuponkilainasta ja osto-optiosta kyseiseen indeksiin. Sijoittajalle laina tarjoaa mahdollisuuden saada huonoimmassa tapauksessa pääoma takaisin, mutta mahdollisuuden osallistua osakemarkkinoiden nousuun.

Lainan tuotto voi olla myös sidottuna yksittäisen osakkeen tuottoon. Tällainen laina oli Metsäliitto Osuuskunnan laina, jonka tuotto oli sidottu M-Realin (Metsä-Serla lainan liikkeellelaskun ajankohtana) osakkeen tuottoon. Lainaa ei voinut vaihtaa M-Realin osakkeiksi.

Liquid Yield Option Note (LYON) on nollakuponki laina, jonka yritys voi maksaa takaisin ennenaikaisesti, se voidaan vaihtaa yrityksen osakkeisiin ja lainan haltijalla on oikeus myydä laina takaisin yritykselle määrättyinä päivinä. LYON:n hinta voidaan määrittää seuraavasti: (Fabozzi & Fabozzi 1989,167)

Luottoriskittömän saman maturiteetin omaavan lainan hinta

miinus

Luottoriskin hinta

miinus

Takaisinosto-option hinta

plus

Vaihto-option hinta

plus

Myyntioption hinta

2 VAIHTOVELKAKIRJALAINA

2.1 Vaihtovelkakirjalainan perusominaisuudet

Vaihtovelkakirjalaina on laina, joka on vaihdettavissa lainan liikkeelle laskeneen yrityksen osakkeisiin (Puttonen & Valtonen 1996, 185). Se on vieraan pääoman ehtoinen rahoitusinstrumentti, johon liittyy oman pääoman ehtoinen oikeus. Vaihtovelkakirjalainan haltija voi vaihtaa velkakirjansa yrityksen osakkeisiin tai saada velan nimellismäärän takaisin laina-ajan loputtua. Sijoittaja saa tällöin sijoitukselleen korkoa ja pääsee lisäksi osalliseksi yrityksen osakkeen hinnan noususta. Sijoittaja ei kuitenkaan joudu kantamaan täyttä riskiä osakkeen hinnan laskusta, koska hänen ei ole pakko vaihtaa lainaa osakkeiksi. Vaihto-oikeutta ei voi erottaa lainaosasta, kuten optiolainassa, jossa laina ja optiotodistus ovat yleensä erillisiä arvopapereita (Puttonen & Valtonen 1996, 186).

Vaihto-oikeus osakkeisiin johtaa siihen, että lainan korko on alempi kuin vastaavalla lainalla ilman vaihto-oikeutta. Vaihtovelkakirjalainan voidaankin ajatella koostuvan suorasta joukkovelkakirjalainasta ja osto-optiosta (Brennan & Schwartz 1998, 194). Nämä osat voidaan hinnoitella erikseen ja niiden summa on vaihtovelkakirjalainan arvo. Näin suora joukkovelkakirjalaina muodostaa alarajan vaihtovelkakirjalainan arvolle.

Vaihto-oikeus voidaan määritellä vaihtosuhteen tai vaihtohinnan mukaan (Puttonen & Valtonen 1996, 186–187). Vaihtosuhte määrää, kuinka moneen osakkeeseen velkakirja voidaan vaihtaa, ja vaihtohinta määrää, mihin hintaan vaihto tapahtuu. Esim. jos velkakirjan nimellisarvo on 10 000 eur ja vaihtosuhte 200 kpl, on laskennallinen vaihtohinta tällöin $10\,000 \text{ eur} / 200 = 50 \text{ eur}$. Vaihtohinta voi olla myös muuttuva, esim. sitä alennetaan maksetuilla osingoilla.

Vaihtovelkakirjalainat ovat yleensä suojattu osakkeen hinnan keinotekoista muuttamista vastaan. Osakkeen nimellisarvon muutokset ja rahastoannit muuttavat vaihtosuhdetta vastaavasti. Tämä estää vaihto-oikeuden laimenemisen.

Vaihtovelkakirjalaina voi myös sisältää ehtoja, joissa vaihtohintaa muutetaan jälkikäteen. Esim. jos vuoden päästä osakkeen arvo on pudonnut 20 % alle vaihtohinnan, niin vaihtohintaa alennetaan 20 %:lla. Tällaisia vaihtohinnan uudelleen määrittäyshetkiä voi olla monia laina-aikana. Vaihtohinnan laskua voi olla myös rajoitettu. Tällaiset ehdot tulivat ensimmäisenä käyttöön Japanin johdannaismarkkinoilla 1990-luvun alussa. (Connolly 1998, 212)

Yleensä kansainvälisesti vaihtovelkakirjalainaan liittyy ehto, joka mahdollistaa sen, että yritys voi maksaa lainan takaisin ennen laina-ajan loppua. Kun yritys käyttää tätä call-oikeutta, lainan haltija voi joko vaihtaa lainan osakkeisiin tai saada lainan nimellisarvon takaisin. Call-oikeus voidaan määritellä joko osakkeen hinnan tai ajan perusteella tai näiden yhdistelmänä. Kun osakkeen hinta ylittää tietyn tason, voi yritys käyttää call-oikeuttaan tai yrityksellä voi olla oikeus lunastaa laina tietyn päivämäärän kuluttua. Nämä ehdot voidaan yhdistää, jolloin laina on suojattu ennaikaista maksua vastaan tietyn ajan, vaikka osakkeen hinta olisi ylittänyt takaisinostorajan. Takaisinostohinta voi myös muuttua ajan kuluessa, esim. se voi nousta portaittain. (Puttonen & Valtonen 1996, 187)

Takaisinostohinta muodostaa vaihtovelkakirjalainan hinnalle ylärajan. Laina, jossa ei ole takaisinostoehtoa, on arvokkaampi kuin laina, jossa ehto on. Kun yritys käyttää takaisinostomahdollisuutta, lainan haltija menettää vaihtopremion, joka vaihtovelkakirjalainalla on suhteessa osakkeisiin.

Call-oikeudella ei pääsääntöisesti pyritä maksamaan vaihtovelkakirjalainaa rahana takaisin, vaan sillä pyritään siihen että lainan haltijat vaihtaisivat lainansa ennaikaisesti osakkeiksi.

Vaihtovelkakirjalainan haltijalla voi olla oikeus vaatia lainan ennaikaista maksua yritykseltä, jolloin lainassa on put-oikeus (Puttonen & Valtonen 1996, 185). Yritys antaa sijoittajalle myyntioption. Laina saatetaan lunastaa takaisin korkeampaan kurssiin kuin sen nimellisarvo on. Sijoittajan kannattaa käyttää put-oikeutta, jos markkinakorot ovat nousseet ja vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeiksi näyttää hyvin epätodennäköiseltä.

Put-oikeus johtaa siihen, että lainan korko on alempi kuin lainassa, jossa ei ole put-oikeutta.

Vaihtovelkakirjalainan korko määräytyy kuten normaaleilla lainoilla. Yleisin koronmuoto lienee kiinteä korko laina-ajalta. Laina voi myös olla koroton. Korko voi olla sidottu johonkin viitekorkoon, tai laina-ajan alussa lainalle maksetaan kiinteää korkoa ja tietyn päivän jälkeen viitekorkoon sidottua korkoa. Korko voi olla myös portaittain nouseva. Vaihtovelkakirjalainan kuponkikorko on kuitenkin alle vastaavan suoran joukkovelkakirjalainan koron.

Kun lainan haltija vaihtaa lainan osakkeisiin, hän menettää yleensä viimeisen koronmaksupäivän ja vaihtohetken välisen koron. Vaihdetut osakkeet oikeuttavat useimmiten osinkoon siltä tilikaudelta, jolla vaihto on tapahtunut. Kun yritys käyttää takaisinosto-oikeuttaan ja lainan haltija haluaa lainan nimellisarvon takaisin, hän saa myös koron joka on kertynyt viimeisen koronmaksupäivän jälkeen.

Vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeisiin johtaa yrityksen osakekohtaisen tuloksen laimenemiseen eli diluutioon. Tätä voidaan havainnollistaa seuraavalla esimerkillä. Yrityksellä on 1 milj. osaketta ja 10 milj. euron vaihtovelkakirjalaina, joka voidaan vaihtaa 200 000 osakkeeseen. Lainalle maksetaan vuotuista korkoa 5 %, eikä yrityksellä ole muita lainoja. Verokanta on 26 %.

Taulukko 1 Osakekohtaisen tuloksen laimeneminen

	Vaihtovelkakirja vaihtamatta	Vaihtovelkakirja vaihdettu
Tulos ennen rahoituseriä ja veroja	5 000 000	5 000 000
Korot	50 000	0
Tulos ennen veroja	4 500 000	5 000 000
Verot	1 170 000	1 300 000
Tulos	3 330 000	3 700 000
Osakkeiden lkm.	1 000 000	1 200 000
Osakekohtainen tulos	3,33	3,08

Osakkeiden lukumäärän kasvu johtaa osakekohtaisen tuloksen pienenemiseen, mutta koronmaksuvelvollisuuden häviämällä on toisaalta positiivinen vaikutus. Normaaliin osakeantiin verrattuna yritys joutuu kuitenkin laskemaan liikkeelle vähemmän osakkeita, koska se myy ne ylihintaan.

Esimerkissä osakkeiden lukumäärä kasvaa 20 %, mutta osakekohtainen tulos laskee vain 7,5 %. Täysin laimennettu osakekohtainen tulos on 2,77, jos ei oteta huomioon vähentynyttä korkoa ja kasvanutta veroa. Yritykset joutuvat ilmoittamaan tämän laimennetun osakekohtaisen tuloksen, joka lasketaan kaikkien mahdollisten uusien osakkeiden jälkeen käyttäen toteutunutta tulosta (Brealey & Myers 1991, 544).

Yritysvaltaukset tuovat oman lisänsä vaihtovelkakirjalainan riskeihin. Jos valtaus johtaa yrityksen osakkeen julkisen noteerauksen loppumiseen, on vaikeaa arvioida kannattaako laina vaihtaa osakkeisiin. Vaihtovelkakirjalainan lunastushinta saattaa olla alle sen todellisen arvon, varsinkin jos lainalla ei ole ollut toimivaa jälkimarkkinaa. Jos sijoittaja ei suostu lunastustarjoukseen, hänelle jää joukkovelkakirja jolle maksetaan pienempää korkoa kuin suoralle joukkovelkakirjalainalle maksettaisiin. Lainan haltija voi tuki käyttää vaihto-oikeuttaan, mutta noteeraamattomia osakkeita voi olla hankalaa myydä todelliseen arvoonsa. (Fabozzi 2007, 440)

2.2 Vaihtovelkakirjalainan arvo

Vaihtovelkakirjan vaihtoarvo on lainan arvo heti vaihdettuna: (Fabozzi & Fabozzi 1989, 160)

$$(1) \quad \text{Vaihtoarvo} = \text{Osakkeen hinta} * \text{Vaihtosuhte}$$

Esimerkiksi jos vaihtosuhte on 200 ja osakkeen hinta 45 eur, on vaihtoarvo 9000 eur. Kun yritys laskee vaihtovelkakirjalainan liikkeelle, se hinnoitellaan vaihtoarvoaan kalliimmaksi. Vaihtoarvon ja markkinahinnan erotusta kutsutaan vaihtopreemioksi.

$$(2) \quad \text{Vaihtopremio} = \text{Vvkl:n markkinahinta} - \text{Vaihtoarvo}$$

Vaihtopremio

$$(3) \quad \text{Vaihtopremiosuhde} = \frac{\text{Vaihtopremio}}{\text{Vaihtoarvo}}$$

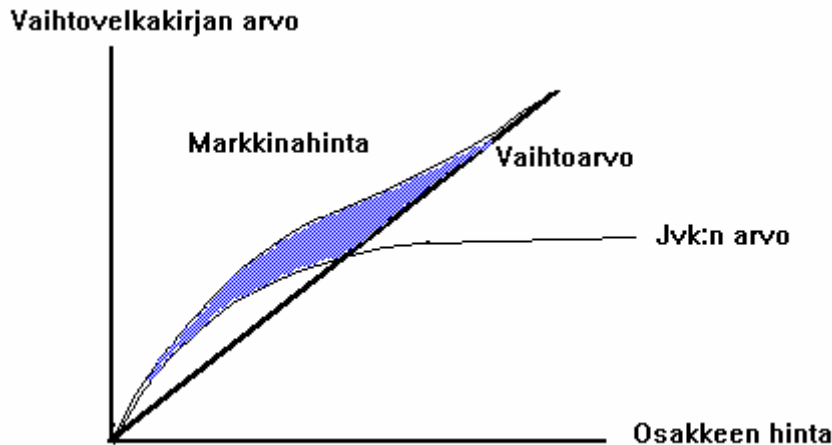
Jos edellisen esimerkin vaihtovelkakirjalaina myydään hintaan 10000 eur, on vaihtopremio 1000 eur. Vaihtopremio voidaan ilmaista myös prosentteina, jolloin se olisi esimerkin tapauksessa 1000 eur / 9000 eur = 11,1 %. Vaihtopremio on yleensä 10 - 20 % (Van Horne 1992, 609). Mitä pienempi vaihtovelkakirjalainan koron ero on vastaavaan normaalin lainan korkoon verrattuna, sitä korkeampi vaihtopremio on.

Vaihtovelkakirjalainan hinnanlaskuriski saadaan seuraavasti: (Fabozzi & Fabozzi 1989, 162)

Vvkl:n markkinahinta

$$(4) \quad \text{Premio yli jvk arvon} = \frac{\text{Vvkl:n markkinahinta}}{\text{Jvk:n arvo}} - 1$$

Suoran joukkovelkakirjalainan hinta muodostaa lattian, jonka alle vaihtovelkakirjalainan arvo ei voi laskea. Suoran joukkovelkakirjalainan hinta vaihtelee korkotason muutosten ja yrityksen riskiluokituksen mukaan, joten tämä lattia ei ole pysyvä. Esimerkiksi jos vaihtovelkakirjan arvo on 10000 eur ja suoran joukkovelkakirjalainan arvo 9200 eur, on premio yli joukkovelkakirjalainan arvon $(10000/9200)-1 = 0,087$ eli 8,7 %. Tämän verran vaihtovelkakirjalainan arvo voi laskea, jos korkotaso ja yrityksen riskiluokitus pysyvät samana.



Kuvio 1 Vaihtopremion ja jvk-preemion välinen suhde (Van Horne 1992, 616)

Kuviossa 1 näkyy vaihtovelkakirjalainan arvon suhde osakkeen hintaan. Akselit ovat eri mittakaavassa. Kun osakkeen arvo on riittävän alhainen, alentaa se myös joukkovelkakirjan arvoa. Kun osakkeen hinta nousee, joukkovelkakirjan arvo nousee, mutta pienenevällä kulmakertoimella. Tietyssä pisteessä osakkeen hinnan nousu ei enää nosta joukkovelkakirjan arvoa ja sitä kuvaa vaakasuora viiva. Ylempi käyrä kuvaa vaihtovelkakirjalainan hintaa. Erotus sen ja joukkovelkakirjalainan arvoa kuvaavan käyrän välillä kuvaa preemiota yli joukkovelkakirja-arvon. Vaihtoarvoa kuvaavan viivan ja vaihtovelkakirjalainan markkinahintaa kuvaavan käyrän välinen alue kuvaa vaihtopremiä. Tummennettu alue kuvassa kuvaa osto-option arvoa vaihtovelkakirjalainan haltijalle.

Osakkeen hinnan ollessa korkea vaihtopremio pienenee, jolloin vaihtovelkakirjalaina vastaa osakkeita, joihin se voidaan vaihtaa (Puttonen & Valtonen 1996, 189). Tällöin vaihtovelkakirjalainan suoja osakkeen hinnan laskua vastaan on hyvin vähäinen, ja jos yrityksellä on call-oikeus, sen käytön todennäköisyys kasvaa. Näin ollen vaihtovelkakirjalainasta ei kannata maksaa suurta vaihtopremiä.

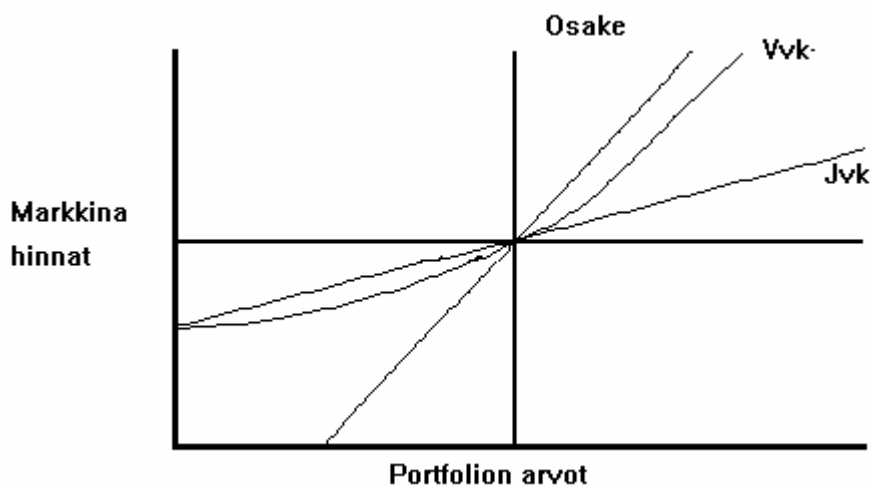
Osakkeen hinnan ollessa alhainen vaihtovelkakirjalainalla on pieni todennäköisyys tulla vaihdetuksi osakkeisiin, ja sen hinta on lähellä normaalin joukkovelkakirjalainan arvoa. Tällöin vaihtovelkakirjalainan hinnan ero vaihtoarvoon on suuri. (Puttonen & Valtonen 1996, 188)

Vaihtovelkakirjalainalla voidaan ajatella olevan kolme erilaista hinnoittelualuetta. Osakkeen hinnan ollessa alhainen vaihtovelkakirjalaina vastaa suoraa joukkovelkakirjalainaa ja osakkeen hinnan ollessa korkea vaihtovelkakirjalaina vastaa osakkeita, joihin se on vaihdettavissa. Näiden alueiden väliin jää alue, jolla vaihtovelkakirjalaina on hybridi, eli sillä on sekä osakkeen että lainan ominaisuuksia. Tällä alueella vaihtovelkakirjalainan arvon määrittäminen on vaikeinta. (Price 1990, 95)

Vaihtovelkakirjalainan korkotuotto on yleensä korkeampi kuin osinkotuotto osakkeista joihin laina on vaihdettavissa. Break-even -aika kuvaa sitä kuinka monessa vuodessa korkeampi tuotto lainasta maksaisi vaihtopremion takaisin sijoittajalle (Reilly 1989, 931).

$$(5) \quad \text{Break-even -aika} = \frac{\text{Vvkl:n hinta - vaihtoarvo}}{\text{Korkotuotto - osinkotuotto}}$$

Mitä lyhyempi break-even -aika on, sen parempi sijoittajalle.



Kuvio 2 Tuottojen jakauma osakkeiden, lainojen ja vaihtovelkakirjalainojen välillä (Reilly 1989, 930)

Kuviosta 2 nähdään, että osakkeiden tuotot ovat suurempia kuin lainojen, mutta osakkeiden volatilitteetti on myös suurempi kuin lainojen. Vaihtovelkakirjalainat

käyttäytyvät kuten osakkeet hintojen noustessa, mutta hintojen laskiessa vaihtovelkakirjalainat seuraavat lainojen tuottoja, jotka ovat vähemmän volatiileja kuin osakkeiden tuotot.

2.3 Vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeiksi

Vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeiksi voi tapahtua kolmessa eri tilanteessa: vaihtovelkakirjalainan haltija vaihtaa lainansa vapaaehtoisesti osakkeiksi, lainan liikkeelle laskenut yritys käyttää ennenaikaista takaisinosto-oikeuttaan tai yritys fuusioituu toiseen yritykseen, jolloin vaihtovelkakirjalainan vaihto-oikeus lakkaa.

On myös mahdollista että vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeiksi on lainan ehtojen mukaan pakollista. Vaihto voi olla pakollista kaikissa tilanteissa tai tiettyjen ehtojen täytyessä. Tällainen laina ei ole tiukasti määriteltynä enää vaihtovelkakirjalaina, koska lainan haltijalla ei ole täyttä vapautta päättää vaihdosta.

2.3.1 Vapaaehtoinen vaihto

Laina-ajan loputtua vaihtovelkakirjalainan haltijan on päätettävä, vaihtaako hän lainansa osakkeiksi. Jos vaihdossa saatavat osakkeet ovat arvokkaampia kuin laina takaisinmaksettuna, vaihtovelkakirjalainan haltija tekee vaihdon. Takaisinmaksuarvo on yleensä lainan nimellisarvo lisätynä viimeisellä korolla. Takaisinmaksuarvo voi olla myös korkeampi.

Vaihtovelkakirjalainan ja osakkeen erilaiset kassavirrat voivat johtaa lainan vaihtamiseen osakkeiksi ennen laina-ajan loppua. Jos yritys ei maksa osakkeelle osinkoa, lainan haltijan ei kannata koskaan vaihtaa lainaa osakkeiksi ennen laina-ajan loppua. Tämä siksi, että vaihtovelkakirjalainan vaihto-optiolla on aina positiivinen arvo, joten laina on aina arvokkaampi kuin osakkeet joihin se on vaihdettavissa. (Fabozzi 2005, 1437)

Jos lainaa vaihdettaessa saataville osakkeille maksetaan enemmän osinkoa kuin vaihtovelkakirjalainalle korkoa, lainan haltijan kannattaa kenties tehdä ennenaikainen vaihto. Tällöin menetetään vaihtovelkakirjalainan osittainen suoja osakkeen hinnan laskua vastaan. Osingon pysyminen korkeammalla tasolla ei kuitenkaan ole varmaa, joten sijoittaja saattaa pitää vaihtovelkakirjalainan. Riittävän korkealla osingon tasolla vaihtoehtokustannus kasvaa kuitenkin suureksi ja lainan haltija vaihtaa lainan vapaaehtoisesti osakkeiksi. Osingon nosto on yritykselle yksi keino saada vaihtovelkakirjalainan haltijat vaihtamaan laina osakkeiksi vapaaehtoisesti. (Brennan & Schwartz 1998, 199)

Jos vaihtovelkakirjalaina vaihdetaan osakkeiksi, uusille osakkeille maksetaan osinkoa siltä tilikaudelta, jolloin vaihto on tapahtunut. Jos sijoittaja aikoo pitää vaihdossa saamansa osakkeet, vaihtoa ei kannata tehdä ennen kuin viimeisenä mahdollisena vaihtohetkenä ennen tilikauden päättymistä. Vaihto aika ei välttämättä ole koko tilikausi. Vaihtamalla vaihtovelkakirjalainan osakkeiksi sijoittaja menettää mahdollisen suojan osakkeen hinnan laskulle ja tämä suoja kannattaa pitää voimassa mahdollisimman pitkään (Brennan & Schwartz 1998, 199). Vaihtoa ei myöskään kannata tehdä ennen koron maksua, koska vaihdettaessa erääntymättömät korot joutuu luovuttamaan yhtiölle.

Vaihtosuhteen muuttuminen kesken laina-ajan voi myös saada aikaan ennenaikaisen osakkeiksi vaihdon. Jos vaihtohinta nousee jossain vaiheessa, niin sijoittajalle voi olla edullisempaa vaihtaa laina osakkeiksi ennen laina-ajan loppua. Tulevaisuudessa vaihtovelkakirjalaina olisi vaihdettavissa pienempään määrään osakkeita, joten vaihtooptiosta voi olla edullista luopua. (Brennan & Schwartz 1998, 199)

Erot osingon ja koron verotuksessa voivat johtaa siihen että osa sijoittajista vaihtaa vaihtovelkakirjalainansa osakkeiksi ja osa ei. Yksityishenkilöt joutuvat maksamaan saamastaan korkotulosta lähdeveroa (28 % vuonna 2008). Pörssi-yhtiöiden maksamat osingot olivat vuoden 2004 loppuun asti yhtiöveron hyvitysjärjestelmän piirissä. Siinä yhtiö maksaa veron osingon saajan puolesta, mikä johtaa siihen, että sijoittaja saa käytännössä yhtiön maksaman osingon verottomana. Verovapaa yhteisö, esim. eläkesäätiö ei maksa saamastaan korkotulosta tai osingosta veroa, mutta ei myöskään hyödy mitenkään yhtiöveron hyvityksestä.

Yksityishenkilön kannattaa vaihtaa vaihtovelkakirjalainansa osakkeiksi alemmalla osingon tasolla kuin verovapaan sijoittajan. Molemmat sijoittajat saavat saman osingon, mutta verojen jälkeinen korkotuotto on yksityissijoittajalle alhaisempi.

Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luovuttiin Suomessa vuoden 2005 alusta lukien. Samassa yhteydessä pääomaverolaski 29 %:sta 28 %:iin. Yksityishenkilöt joutuvat maksamaan saamistaan pörssiyhtiön osingoista veroa 70 % ja 30 % on verovapaata. Tämä johtaa 19,6 %:n veroon osinkotulosta. Korkotulosta maksetaan 28 %:n lähdevero. Tällöin yksityishenkilö vaatii korkeamman osinkotason vaihtaakseen vaihtovelkakirjalainan osakkeiksi verrattuna yhtiöveron hyvitysjärjestelmään.

Vaihtovelkakirjalainojen huono likviditeetti jälkimarkkinoilla voi johtaa ennenaikaiseen vaihtoon². Vaihtovelkakirjalainan markkinahinta voi olla alle vaihtoarvon, jolloin laina kannattaa mieluummin vaihtaa ja myydä osakkeet, joilla yleensä on parempi likviditeetti.

Toisaalta jos vaihtovelkakirjalainoja on tarjolla alle vaihtoarvon, sijoittajan kannattaa ostaa vaihtovelkakirjalaina, vaihtaa se välittömästi osakkeiksi ja myydä osakkeet. Näin tehdessä syntyy riskitöntä voittoa, ja tehokkailla markkinoilla tämän ei pitäisi olla mahdollista. Riskittömän tuoton saaminen vaatii käytännössä mahdollisuutta myydä osakkeita lyhyeksi³ samaan aikaan kun vaihtovelkakirjalaina ostetaan. (Price 1990, 97)

On olemassa sijoittajia, jotka keskittyvät vaihtovelkakirjalainojen väärinhinnoittelun hyödyntämiseen. Nämä pyrkivät tekemään arbitraasia, eli ostavat aliarvostettua vaihtovelkakirjalainaa ja myyvät vastaavaa osaketta lyhyeksi. Sijoittaja pyrkii hyötymään muutoksista sijoituskohteiden arvossa ja volatilitetissa. (Fabozzi 2007, 440)

² Esim. vuonna 2006 pörssilistatuilla yhdeksällä vaihtovelkakirjalainalla tehtiin ainoastaan kolme kauppaa koko vuoden aikana. (OMX 2008)

³ Lyhyeksi myynti tarkoittaa sitä, että sijoittaja myy osakkeita joita hän ei omista. Osakkeet lainataan joltain toiselta sijoittajalta. Lyhyeksi myydyin osakkeen tuotto on päinvastainen ostettuun osakkeeseen nähden, eli osakkeen kurssin lasku tuottaa voittoa ja vastaavasti kurssin nousu tappiota lyhyeksi myydylle osakkeelle.

2.3.2 Call-oikeuden käyttö

Vaihtovelkakirjalainoissa on usein ehto, jonka mukaan yritys voi maksaa lainan takaisin ennen laina-ajan päättymistä. Yrityksellä on sijoittajien asettama osto-optio lainaan. Yrityksen käyttäessä tätä call-ehtoa vaihtovelkakirjalainan haltijoilla on mahdollisuus vaihtaa lainansa yhtiön osakkeisiin tai saada lainaehtojen mukainen takaisinmaksu, joka on yleensä lainan nimellisarvo lisättynä kertyneellä korolla. Jos vaihdossa saatavien osakkeiden arvo ylittää lainan takaisinmaksuarvon, kannattaa vaihto tehdä (Brennan & Schwartz 1998, 199).

Call-oikeus on lainanantajien antama optio lainan liikkeelle laskeneelle yritykselle. Laina ilman call-oikeutta on arvokkaampi kuin laina, jossa oikeus on. Call-oikeus vaikeuttaa vaihtovelkakirjalainan arvon määrittämistä, koska laina-aika ja lainan kassavirta ovat epävarmat. (Puttonen & Valtonen 1996, 187–195)

Call-ehtoja on erilaisia. Call-oikeuden käyttö on voitu estää laina-ajan alussa, mutta tietyn ajan kuluttua yritys voi maksaa lainan takaisin milloin tahansa. Toinen ehto on että yrityksen osakkeen arvo on noussut laskennallisesta vaihtohinnasta tietyn prosenttiin, esim. 40 %, jonka jälkeen laina voidaan maksaa takaisin. Näitä ehtoja voidaan myös yhdistää. (Puttonen & Valtonen 1996, 187)

Käyttäessään call-oikeutta yritykset pyrkivät siihen että vaihtovelkakirjalaina vaihdetaan osakkeiksi, lainaa ei siis ole tarkoitus maksaa rahana takaisin. Osakkeen hintaan sidottu call-oikeus on yleensä ehdollinen, osakkeen kurssin pitää ylittää keskimäärin raja-arvo tietyn ajan aikana ja kurssin pitää olla myös toteutuspäivänä yli call-hinnan, muuten takaisinmaksu peruuntuu.

Yhtiö voi myös käyttää call-oikeutta, vaikka vaihtovelkakirjalainan vaihtaminen osakkeiksi ei ole todennäköistä. Jos yrityksen taloudellinen tilanne on parantunut huomattavasti hetkestä, jolloin vaihtovelkakirjalaina laskettiin liikkeelle, yritys voi saada rahoitusta edullisemmin ehdoin. Call-oikeus ei täten rajoita pelkästään vaihtovelkakirjalainan osto-optioarvoa, vaan sillä voi olla vaikutusta myös pelkän

lainaosan arvoon. Tämä rajoittaa vaihtovelkakirjalainan haltijan mahdollisuutta hyötyä korkotason laskusta, mikä lisäisi lainaosan arvoa.

Call-oikeuden käyttö on herättänyt laajaa kiinnostusta tutkijoiden keskuudessa. Ingersollin (1977a) mukaan yrityksen tulisi käyttää call-oikeuttaan heti kun vaihtohinta ylittää call-hinnan, eli vaihtovelkakirjalaina on in-the-money. Tämä kannattaa tehdä siksi, että vanhojen osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi edellyttää optioarvon ottamista pois vaihtovelkakirjalainan haltijoilta. Brennan ja Schwartz (1977) tekevät myös saman havainnon. Ingersoll (1977b) osoittaa kuitenkin, että tämä ei päde käytännössä. Keskimäärin yritykset odottavat, että vaihtohinta ylittää call-hinnan 43,9 %:lla.

Ingersoll tarjoaa selitykseksi ilmiölle mm. osakkeen hinnan volatilitteettia. Ennen vaihtovelkakirjalainan takaisinmaksua yritykset joutuvat yleensä antamaan 30 päivää aikaa, jonka kuluessa vaihtovelkakirjalaina on vaihdettavissa osakkeiksi. Tänä aikana osakkeen hinta saattaa laskea niin paljon, että vaihtoarvo on pienempi kuin call-hinta. Yritys joutuisi tällöin maksamaan rahana vaihtovelkakirjalainan, vaikka tarkoituksena olisi ollut osakkeiksi vaihto. Jonkinlainen turvapremio vaihtoarvon ja call-hinnan välillä on tarpeen, mutta 43,9 % vaikuttaa Ingersollin mukaan liian korkealta.

Jaffee ja Shleifer (1990) tarjoavat turvapremiolle selitykseksi epäonnistuneen call-oikeuden käytön tuomaa rahoitushäiriötä. Yritykselle voi tulla kalliiksi kerätä rahaa, jotta se voisi maksaa vaihtovelkakirjalainan haltijoille, mikäli nämä eivät vaihda lainaa osakkeiksi.

Asquithin ja Mullinsin (1991) mukaan viivästynyt call-oikeuden käyttö voi johtua siitä, että yritys maksaa verojen jälkeen vähemmän korkoa vaihtovelkakirjalainalle kuin se joutuisi maksamaan osakkeille osinkoa. Näin yrityksen johto maksimoi senhetkisten osakkeenomistajien varallisuutta viivyttämällä lainan takaisinmaksua. Toisaalta jos osinkomaksut ovat pienemmät kuin korkomaksut verojen jälkeen, yrityksen kannattaa käyttää call-oikeutta.

Harrisin ja Ravivin (1985) mielestä call-oikeuden viivästynyt käyttö johtuu siitä, että markkinat tulkitsevat vaihtovelkakirjalainan ennenaikaisen takaisinmaksun kielteiseksi signaaliksi yrityksen tulevasta taloudellisesta tilasta. Yrityksen johto käyttää call-oikeutta, koska uskoo että mahdollisuus sen käyttöön katoaa tulevaisuudessa. Vastaavasti call-oikeuden käytön viivyttäminen kertoo, että yrityksen johdon odotukset tulevaisuudesta ovat myönteiset tai eivät ainakaan kielteiset.

Constantinides ja Grundy (1987) selittävät call-oikeuden käytön viivästymistä olettamalla että vapaaehtoinen vaihto on yritykselle halvempi vaihtoehto ja että sitä siksi suositaan call-oikeuden käyttöön nähden enemmän. Vapaaehtoisia vaihtoja tapahtuu, kun vaihtovelkakirjalainan haltijat saavat enemmän tuottoa osinkoina kuin korkona. Tällöin yrityksen ei tarvitse käyttää call-oikeutta. Jos taas korkotuotto on suurempi kuin osinkotuotto, call-oikeuden käytön todennäköisyys kasvaa. Jos oletetaan että osinko kasvaa, yrityksen johdon ei tulisi käyttää call-oikeutta, koska vaihtovelkakirjalainan haltijat tekevät pian vaihdon vapaaehtoisesti. Call-oikeuden käyttö antaa kielteistä tietoa yrityksestä, koska se viittaa siihen, että yrityksen johto ei usko osinkojen kasvavan tulevaisuudessa. (Asquith 1995)

Asquithin (1995) mukaan yritykset eivät lykkää call-oikeuden käyttöä. Jos vaihtoarvo ylittää call-hinnan riittävällä varmuusmarginaalilla (20 %) ja yritys saa kassavirtaetua käyttämällä call-oikeutta, viivästys on erittäin lyhyt. Keskimääräinen viivästys on 37,8 päivää ja mediaani 17,5 päivää. Asquithin aineistossa vaihtoarvo ylitti call-hinnan keskimäärin 50,2 %:lla. Tähän preemioon vaikuttaa voimakkaasti se, että call-oikeuden käyttö ei ole ollut sallittua heti laina-ajan alusta lukien. Premio putoaa keskimäärin 25,8 %, kun otetaan huomioon 1) lainat, joissa vaihtoarvo on ylittänyt call-hinnan ennen kuin call-oikeuden käyttö on ollut mahdollista, 2) että call-oikeuden käyttö olisi ollut yrityksen kassavirralla haitallinen ja 3) että yrityksen osakkeen hinta on noussut paljon juuri ennen call-oikeuden käyttöä.

Asquithin (1995) mukaan premio, jolla vaihtoarvo ylittää call-hinnan, ei ole oikea kriteeri päätellä käyttäkö yritys call-oikeutta myöhässä. Vaadittava turvapremio näyttää riippuvan osakkeen hinnan volatilitteetista. Ingersollin (1977b) havaitsema

premio on selitettävissä sillä, että lainat on suojattu call-oikeuden käyttöä vastaan tietyn ajan.

Datta, Iskandar-Datta, ja Raman (2003) tutkivat osakkeen hinnan kehitystä pitkällä aikavälillä call-oikeuden käytön jälkeen. Call-oikeuden käyttö johtaa osakkeen huomattavaan, epänormaaliin heikkoon kehitykseen. Vastaavasti niiden yritysten kohdalla, jotka eivät käyttäneet call-oikeutta, ei havaittu osakkeen epänormaalia kehitystä. Viiden vuoden jaksolla call-oikeutta käyttäneiden yritysten osakkeiden kurssikehitys alitti keskimäärin 64 %:lla vertailuryhmän yritysten osakkeiden kehityksen. Datta ym. (2003) mukaan call-oikeuden käyttö on huono uutinen yrityksen kannalta.

2.3.3 Vaihto fuusion seurauksena

Vaihtovelkakirjalainan ehdoissa voi olla kohta, jonka mukaan yrityksen fuusioituessa toiseen yritykseen vaihtovelkakirjalainan haltijoille tulee varata aika, jonka kuluessa he voivat vaihtaa vaihtovelkakirjalainansa osakkeiksi. Tämän vaihtoajan jälkeen vaihtovelkakirjalainan vaihto-oikeus lakkaa. Jos vaihtovelkakirjalainaa ei vaihdeta osakkeiksi, laina muuttuu normaaliksi lainaksi, joka maksetaan lainaehtojen mukaan takaisin laina-ajan loputtua. Vaihtovelkakirjalainan haltijat menettävät tällöin optioarvon, joka lainaan liittyi.

Tilanne eroaa call-oikeuden käytöstä siten, että lainaa ei makseta takaisin vaihto-oikeuden päättyessä. Vaihtovelkakirjalainan haltija joutuu päättämään, kumpi on hänelle parempi vaihtoehto, lainan vaihtaminen osakkeiksi vai normaalin lainan pitäminen. Kun yritys käyttää call-oikeutta, päätös on helpompi tehdä, koska lainan takaisinmaksun arvo tiedetään. Fuusiotilanteessa sijoittaja joutuu arvioimaan normaalin lainan arvon tehdessään päätöstä. Lainan arvoon vaikuttaa sijoittajan kyseiseen yritykseen kohdistama tuottovaatimus.

Enso-Gutzeit Oy:n fuusioituessa Veitsiluoto Oy:öön 1996 sovellettiin kummankin yhtiön vaihtovelkakirjalainoihin vaihto-oikeuden lakkaamista lainaehtojen mukaisesti (Enso-Gutzeit 1995). Veitsiluoto Oy:n osaketta ei noteerattu pörssissä. Enso-Gutzeitin

1000 mk:n nimellisarvoinen vaihtovelkakirjalaina oli vaihdettavissa 38:een A-sarjan osakkeeseen, jolloin vaihtohinta oli 26,32 mk osakkeelta. Vuotuista korkoa vaihtovelkakirjalainalle maksettiin 10 %. Laina-aika päättyi 20.6.1998. Vaihtovelkakirjalainan haltijan tuli päättää vaihto-oikeuden käyttämisestä 1.12.1995 mennessä. Vaihtovelkakirjalainan koko oli 775 000 000 mk ja tästä jäi vaihtamatta n. 12 113 000 mk (Enso-Gutzeit 1996).

1.12.1995 Enso-Gutzeitin A-osakkeen arvo oli 31 mk. Tällöin vaihtovelkakirjalainan vaihtoarvo oli 1178 mk. Enso-Gutzeitin lainaa lähinnä erääntyvän valtion sarjaobligation 15.1.1999 korko oli samana päivän 5,64 %. Jos oletetaan 0,7 %:n riskipremio (Pankkiiriliike Erik Selin 1995), lainaosan arvo oli 1122 mk. Lainan vaihtaminen osakkeiksi kannatti, koska vaihtoarvo ylitti lainaosan arvon. Jos osakkeen arvo olisi ollut alle 29,50 mk, vaihto ei olisi kannattanut, koska vaihtoarvo olisi ollut alle 1122 mk. Alimmillaan v. 1995 Enso-Gutzeitin A-osakkeesta oli maksettu 28 mk, joten oli mahdollista että lainasta olisi jäänyt suurempi osuus vaihtamatta.

Repola Oy:n ja Kymmene Oy:n fuusioituessa 1995 Repolan vaihtovelkakirjalainan ehdot olisivat mahdollistaneet vaihto-oikeuden poistamisen lainasta. Tätä ehtoa ei kuitenkaan käytetty, koska laina oli out-of-the-money, ja lainaa ei luultavasti olisi vaihdettu osakkeiksi. Vaihto-oikeuden poistaminen lainasta olisi saattanut tuottaa UPM-Kymmenelle kielteistä imagoa rahoittajien keskuudessa ja siten vaikeuttaa tulevaa rahoituksen hankintaa.

2.4 Vaihtovelkakirjalainan hinnoittelu

2.4.1 Hinnoittelun perustekijät

Tärkeimmät tekijät vaihtovelkakirjalainan hinnan määrittämisessä ovat: (Brennan & Schwartz 1998, 201)

- Lainan kuponkikorko
- Suoran joukkovelkakirjalainan korkotas

- Vaihtohinta
- Osakkeen hinta
- Osakkeen volatilitiitti
- Osinkotuotto
- Call-oikeuden ehdot
- Lainan maturiteetti.

Eri tekijät vaikuttavat eri tavalla vaihtovelkakirjalainan arvoon. Mitä pienempi lainan kuponkikorko on suhteessa suoran lainan korkoon, sitä alhaisempi vaihtovelkakirjalainan arvo on. Mitä korkeammalla osakkeen hinta on suhteessa vaihtohintaan, sitä korkeampi on vaihtovelkakirjalainan arvo. Mitä suurempi on osakkeen volatilitiitti, sitä korkeampi on vaihtovelkakirjalainan arvo. Mitä alhaisemmalla hinnalla ja mitä nopeammin yritys voi maksaa vaihtovelkakirjalainan takaisin, sitä alempi on lainan arvo. Mitä korkeampaa osinkoa osakkeelle maksetaan, sitä alempi on vaihtovelkakirjalainan arvo. (Brennan & Schwartz 1998, 201)

2.4.2 Joukkovelkakirjalainan arvo

Joukkovelkakirjalainaan sijoittava kohtaa erilaisia riskejä: (Fabozzi & Fabozzi 1989, 2-6)

1. Korkoriski. Korkotason nousu johtaa lainan arvon alenemiseen ja lasku laina arvon kohoamiseen. Jos sijoittaja aikoo pitää lainan koko laina-ajan, hän ei joudu huolehtimaan korkoriskistä.
2. Uudelleensijoitusriski. Jotta joukkovelkakirjalainalle saataisiin se ostettaessa määrätty tuotto (yield to maturity), täytyy lainan kassavirrat voida sijoittaa samalla korolla.
3. Luottoriski. Lainan liikkeellelaskija voi jättää maksamatta luottoehtojen mukaisen koron tai pääoman. Valtioiden liikkeelle laskemia lainoja pidetään yleensä luottoriskistä vapaina.
4. Ennenaikaisen takaisinmaksun riski. Lainan liikkeelle laskijalla voi olla oikeus maksaa laina takaisin ennen luoton erääntymistä. Tämä johtaa siihen, että lainan

kassavirtojen ajoitusta ei tiedetä tarkasti. Laina maksetaan ennaikaisesti takaisin, jos se voidaan korvata edullisemmalla rahoituksella.

5. Inflaatoriski. Kiinteäkorkoinen joukkovelkakirjalaina ei ole suojattu rahanarvon muutoksia vastaan.
6. Valuuttakurssiriski. Toisessa valuutassa olevan joukkovelkakirjalainan tuottoon omassa valuutassa vaikuttaa valuuttakurssi.
7. Likviditeettiriski. Likviditeettiriski liittyy siihen, onko kyseisellä lainalla toimivia jälkimarkkinoita. Likviditeettiriskiä kuvastaa se kuinka suuri on lainan osto- ja myyntinoteerauksen välinen ero.

Joukkovelkakirjalainan arvo voidaan ilmaista seuraavasti: (Fabozzi & Fabozzi 1989, 6-7)

Vastaavan valtion obligaation hinta

miinus

Luottoriskipreemion arvo

miinus

Optioiden arvo jotka lainanantaja antaa lainanottajalle

plus

Optioiden arvo jotka lainanottaja antaa lainanantajalle

miinus

Valuuttakurssiriskin arvo

plus

Lainaan liittyvien veroetujen arvo

miinus

Likviditeettiriskin arvo

Joukkovelkakirjalainan hinnanmäärityksessä perusta on vertailukelpoinen valtion obligaatio. Luottoriskipreemion määräytyy sen mukaan mikä on epävarmuus siitä, pystyvätkö yritykset hoitamaan lainaan kuuluvat velvoitteet. Joukkovelkakirjalainat ovat luokiteltu sen mukaan mikä on niiden suhde yrityksen muihin velvoitteisiin. Pääomalainan kohdalla premio on suurempi kuin vakuudellisella lainalla.

Tärkein optio jonka lainanantaja antaa yritykselle on oikeus maksaa laina takaisin ennenaikaisesti. Suoran joukkovelkakirjalainan kohdalla yritys käyttää tämän call-option, jos se pystyy rahoittamaan takaisin maksun paremmilla ehdoilla. Tämä rajoittaa lainan haltijan mahdollisuutta hyötyä lainan arvon noususta korkojen laskiessa. Sijoittaja kohtaa uudelleen sijoitusriskin kun pääoma joudutaan sijoittamaan alemmalla tuotolla. (Fabozzi & Fabozzi 1989, 125)

Vaihtovelkakirjalainaan liittyvä oikeus vaihtaa laina osakkeisiin on yksi lainanottajan myöntämä optio lainanantajalle, muita ovat optio ostaa uusia osakkeita tai muita arvopapereita ja oikeus myydä laina takaisin sen liikkeelle laskeneelle yritykselle eli put-optio. Sijoittaja käyttää myyntioptiotaan, jos korot ovat nousseet. Näin myyntioptio rajoittaa joukkovelkakirjalainan hinnanlaskua. (Fabozzi & Fabozzi 1989, 127–129)

Yritysten luottokelpoisuutta arvioivat eri luokittelulaitokset, joista tunnetuimpia ovat Moody's ja Standard & Poor's. Nämä antavat yritykselle luottoluokituksen, mikä helpottaa sijoittajan mahdollisuutta arvioida yrityksen mahdollisuutta selviytyä velan aiheuttamista velvoitteista.

Huonomman luokituksen omaava yritys joutuu maksamaan korkeampaa korkoa lainastaan kuin korkeamman luokituksen omaava yritys. Tämä ero vaihtelee korkosyklin mukaan. Ero kasvaa korkojen ollessa korkealla ja vastaavasti laskee korkojen ollessa matalalla. Korkojen ollessa korkealla ja talouden näkymien ollessa heikot sijoittajat pyrkivät välttämään korkea riskisiä sijoituksia ja tapahtuu "pako laatuun", sijoittajat myyvät korkeamman tuoton omaavia joukkovelkakirjalainoja ja ostavat pienempi riskisiä lainoja, kuten valtion obligaatioita. Tämä kasvattaa tuottoeroa eri luokituksen omaavien lainojen välillä. (Fabozzi & Fabozzi 1989, 124–127)

Vaihtovelkakirjalainat ovat monasti huonommassa etuoikeusasemassa muihin velkoihin nähden. Debentuurien luottoluokitus on yleensä yhtä pykälää huonompi kuin muiden velkojen kanssa samanarvoisten joukkovelkakirjalainojen luokitus. (Reilly 1989, 927)

Ilmoitus muutoksesta yrityksen luottoluokituksessa ei aiheuta muutosta yrityksen osakkeen tai joukkovelkakirjalainan hinnassa. Ilmoitus ei sisällä uutta informaatiota.

Merkittävät muutokset yrityksen arvopapereiden hinnassa ovat tapahtuneet jo keskimäärin vuotta ennen ilmoitusta luokituksen muutoksesta. Luokituksen alentaminen tapahtuu vasta kun yrityksellä on mennyt huonosti. (Macdonald Wakeman 1998, 26)

Luokitus on tärkeämpi laskettaessa liikkeelle uutta joukkovelkakirjalainaa kuin hinnoiteltaessa jälkimarkkinoilla olevaa lainaa. Luokitus vähentää epävarmuutta jota sijoittajat tuntevat yritystä kohtaan ja näin yritys saa paremman hinnan lainastaan. Säästö on suurempi kuin luokituksesta aiheutuvat kustannukset. Mitä suurempi on potentiaalisten sijoittajien joukko, sitä suurempi hyöty on luokituksesta. (Macdonald Wakeman 1998, 27–28)

Luottoluokituslaitokset käyttävät seuraavia tunnuslukuja arvioidessaan yrityksen luottokelpoisuutta: (Reilly 1989, 481)

Rahoituksen tunnusluvut (yleensä viiden vuoden keskiarvo)

1. Pitkäaikainen velka / varat
2. Nettotulo plus poistot / pitkäaikainen etuoikeutettu velka
3. Nettotulo plus korot / korkokustannukset
4. Osakkeiden markkinahinta / joukkovelkakirjalainojen nimellisarvo
5. Käyttökate / liikevaihto
6. Nettotulo / varat
7. Käyttöpääoma / liikevaihto
8. Liikevaihto / oma pääoma

Vaihtelevuutta kuvaavat muuttujat (viisi viimeistä vuotta)

1. Nettotulon vaihtelevuuskerroin
2. Pääoman tuoton vaihtelevuuskerroin

Ei suhdeluku muuttujat

1. Emission etuoikeusasema

2. Yrityksen koko (kaikki varat)
3. Julkisen kaupankaupan kohteena olevien joukkovelkakirjalainojen nimellisarvo

2.4.3 Osakkeen volatilitiitti

Osakkeen volatilitiitin vaikutus vaihtovelkakirjalainan arvoon ei ole suoraviivainen. Korkea volatilitiitti nostaa vaihtovelkakirjalainassa olevan vaihto-option arvoa. Korkea volatilitiitti lisää osakkeen tuoton hajontaa, mutta option haltija hyötyy vain positiivisesta kehityksestä, koska optiota ei tarvitse toteuttaa jos osakkeen hinta laskee.

Korkea volatilitiitti vaikuttaa myös vaihtovelkakirjalainan lainaosaan. Korkea riski lisää mahdollisuutta konkurssiin ja laskee lainaosan arvoa.

Nämä muutokset kumoavat suurelta osalta toisiaan ja oikein suunnitellun vaihtovelkakirjalainan hinta ei muutu merkittävästi, vaikka yhtiön riski ja sitä kautta osakkeen volatilitiitti muuttuisi. (Brennan & Schwartz 1998, 197)

2.4.4 Osinko

Yhtiön osakkeenomistajilleen maksamat osingot ovat pois vaihtovelkakirjalainojen haltijoilta. Korkeat osingot alentavat vaihtovelkakirjalainan arvoa. Poikkeustapauksissa maksetut korkeat osingot hyvitetään myös vaihtovelkakirjalainan haltijoille, yleensä muuttamalla osakkeiden vaihtosuhdetta, eli vaihtovelkakirjalainaa voidaan vaihtaa suurempaan määrään osakkeita. Tällainen hyvitys on kuitenkin yrityksen johdon päätettävissä, ellei siitä ole sovittu vaihtovelkakirjalainan ehdoissa. Jos yritys suosii liikaa nykyisiä osakkeenomistajiaan, voi se vaikuttaa haitallisesti rahoituksen saatavuuteen tulevaisuudessa.

Ennustettavuus yrityksen osinkopolitiikassa helpottaa vaihtovelkakirjalainan arvon määrittämistä. Jos yritys käyttää suuren osan voitoistaan osinkojen maksuun sen sijaan että investoisi ne kannattavasti, todennäköisyys osakkeen arvon kasvulle pienenee. Tämä vähentää sijoittajien kiinnostusta yhtiön vaihtovelkakirjalainaa kohtaan, koska lainaan liittyvän option arvo pienenee.

Ääritapauksessa yhtiön maksamat osingot vaarantavat yhtiön kyvyn huolehtia lainojen koroista ja lyhennyksistä.

Osakkeen kurssi laskee yleensä osingon verran, kun osinko irtoaa. Hinnoiteltaessa vaihtovelkakirjalainaa osingon irtoamispäivä ei yleensä ole sama kuin osakkeella. Jos vaihtovelkakirjalaina vaihdetaan osakkeiksi, maksetaan uusille osakkeille osinkoa siltä tilikaudelta jolloin vaihto on tapahtunut. Osinko osakkeille maksetaan yleensä joitakin kuukausia tilikauden päättymisestä. Jos vaihtovelkakirjalaina vaihdetaan osakkeiksi tilikauden päätyttyä, mutta ennen osingon irtoamista, uusien osakkeiden arvo on osingon verran vanhoja osakkeita halvempi. Tämä tulee ottaa huomioon laskettaessa vaihtovelkakirjalainan arvoa.

Omien osakkeitten ostoa voi olla vaihtoehto osingon maksulle. Yritys käyttää vapaita omia pääomia ostamalla markkinoilta osakkeitaan. Jos nämä osakkeet mitätöidään, kasvaa muiden osakkeenomistajien osuus yhtiöstä osakkeiden määrän pienentyessä. Omien osakkeiden ostoa on vaihtovelkakirjalainan haltijoiden kannalta selvästi parempi voitonjaon muoto kuin osingon maksu, koska siinä myös vaihtovelkakirjalainan haltijoiden osuus yrityksestä kasvaa. Valintaan osingonjaon ja omien osakkeitten oston välillä voi vaikuttaa osakkeenomistajien erilainen verotus osinko- ja myyntituloille.

2.4.5 Vaihtovelkakirjalainan hinnan herkkyys muutoksille

Brennan ja Schwartz (1998) tarkastelivat vaihtovelkakirjalainan hinnan herkkyyttä lainan eri ehtojen muutoksille. Vaihtovelkakirjalainan ehdot ja muut oletukset ovat seuraavat:

- Lyhyt markkinakorko 15 %
- 10 vuoden valtion obligaation korko 11,46 %
- Yhtiöllä yksi miljoonaa osaketta
- Ei muuta velkaa
- Osakkeen hinta \$44,02
- Osinko per osake \$2,08

- Vaihtovelkakirjalainan koko \$6 miljoonaa
- Kuponkikorko 8 %
- Vaihtohinta \$54
- Laina-aika 10 vuotta
- Ennenaikainen takaisinmaksu mahdollinen viiden vuoden jälkeen
- Konkurssissa maksetaan 2/3 nimellisarvosta

Taulukko 2 Vaihtovelkakirjalainan hinnan herkkyyden

	Vaihtovelkakirjalainan arvo	Muutos arvossa %
Perusarvo	\$ 997	
Ei call-oikeutta	1032	3,5
Ei call-oikeutta, ei vaihto-oikeutta	787	- 21,1
Osakkeen hinnan nousu 10 %	1045	4,9
Yrityksen riskin nousu 10 %	1007	1,0
Kuponkikoron nousu 10 %	1028	3,2
Vaihtohinnan lasku 10 %	1047	5,0
Call-suoja ajan pidennys yksi vuosi	1005	0,8
Call-hinnan nousu 10 %	1005	0,8

Taulukko 2:n informaatio on arvokasta suunnitellessa vaihtovelkakirjalainaa. Sen perusteella voidaan laskea eri tekijöiden suhteellisia kustannuksia ja etuja määrittäessä lainan ehtoja. Esim. 6,4 % lasku vaihtohinnassa johtaa kuponkikoron alentumiseen 10 %:lla. (Brennan & Schwartz 1998, 201)

Huomionarvoista on vaihtovelkakirjalainan hinnan nousu vain yhdellä % kun yrityksen riski nousee 10 %. Vaihtovelkakirjalainan hintaan vaikuttaa siis varsin vähän muutos yrityksen riskitasossa. Vaihtovelkakirjalaina on erityisen arvokas yritykselle jota markkina pitää riskillisempänä kuin yrityksen johto. Tällainen yritys joutuisi maksamaan ilman vaihto-oikeutta olevasta lainasta huomattavan korkeaa korkoa. (Brennan & Schwartz 1998, 201)

3 TEOREETTISET PERUSTEET

VAIHTOVELKAKIRJALAINAN KÄYTÖLLE

3.1 Yrityksen riskin arviointi

Vaihtovelkakirjalainaa on pidetty perinteisesti halpana pääoman lähteenä. Tähän on kaksi syytä: (Brennan & Schwartz 1998, 194)

1. Vaihtovelkakirjalainan kuponkikorko on alempi kuin suoran joukkovelkakirjalainan korko
2. Vaihtovelkakirjalainan avulla yritys voi myydä osakkeitaan niiden sen hetkistä markkinahintaa korkeammalla hinnalla.

Jos yrityksellä menee huonosti ja vaihtovelkakirjalainaa ei vaihdeta osakkeiksi, yritys on saanut velkaa alemmalla korolla kuin se olisi joutunut maksamaan suorasta joukkovelkakirjalainasta. Toisaalta jos yritys menestyy ja sen osakekurssi nousee, vaihtovelkakirjalaina vaihdetaan osakkeiksi ja yritys on onnistunut myymään osakkeita preemiolla.

Virhe edellisessä ajattelussa on siinä että vaihtovelkakirjalainaa on verrattu suoraan joukkovelkakirjalainaan vain siinä tapauksessa, että yrityksellä menee huonosti ja osakeantiin siinä tapauksessa, että yrityksellä menee hyvin. Jos yrityksellä menee hyvin, vaihtovelkakirjalaina on kalliimpi kuin suora joukkovelkakirjalaina, koska velkojat pääsevät osallistumaan osakkeenomistajien voittoihin. Jos taas yritys menestyy huonosti, osakeanti olisi ollut yritykselle edullisempi, koska vaihtovelkakirjalaina tulee kuitenkin maksaa takaisin. (Brennan & Schwartz 1998, 196)

Myöskään osakkeen väärinhinnoittelu ei selitä vaihtovelkakirjalainojen käyttöä. Esim. jos yrityksen johto uskoo osakkeen olevan ylihinnoiteltu, jolloin vaihtovelkakirjalainaa ei tulisi koskaan vaihtamaan osakkeiksi, se on onnistunut alentamaan yrityksen

maksamaa korkoa. Tällöin olisi kuitenkin parempi käyttää osakeantia, koska osakkeet olisivat myös ylihinnoiteltuja. (Brennan & Schwartz 1998, 196)

Joidenkin institutionaalisten sijoittajien mahdollisuuksia sijoittaa osakkeisiin on rajoitettu, jolloin sijoittamalla vaihtovelkakirjalainoihin he voivat lisätä välillisesti osakesijoituksiaan. Jos tällaiset sijoittajat olisivat valmiita maksamaan vaihtovelkakirjalainoista korkeamman hinnan kuin muut sijoittajat, alentaisi se yritysten rahoituskustannuksia. On kuitenkin epätodennäköistä että tämä pitäisi paikkansa. (Brennan & Schwartz 1998, 196)

Hyväksyttävämpi selitys vaihtovelkakirjalainojen käytölle liittyy arvopaperien riskin muutokseen. Mitä korkeampi riski liittyy yrityksen toimintaan, sitä korkeampaa korkoa yritys joutuu maksamaan suoralle joukkovelkakirjalainalle. Vaihtovelkakirjalainan kohdalla tämä ei välttämättä päde. Korkea riski yrityksen toiminnassa johtaa yleensä siihen, että yrityksen osakkeella on myös korkea volatilitteetti. Vaihtovelkakirjalainaa voidaan käsittää suoran joukkovelkakirjalainan ja osto-option yhdistelmänä. Osakkeen korkea volatilitteetti laskee lainan osan arvoa, mutta nostaa osto-option arvoa. Osto-option haltija hyötyy osakkeen volatilitteetin kasvusta, koska mahdollisuus että osakkeen hinta nousee option toteutushinnan yläpuolelle kasvaa. Yhtäläillä kasvaa mahdollisuus, että osakkeen hinta laskee alle option toteutushinnan, mutta osto-option haltija on suojattu osakkeen hinnan laskulta. Kun yrityksen toiminnan riski muuttuu, suoran joukkovelkakirjalainan ja osto-option arvojen muutokset kumoavat osittain tai lähes kokonaan toisensa. Muutokset yrityksen toiminnan riskissä eivät täten juurikaan vaikuta vaihtovelkakirjalainan arvoon. (Brennan & Schwartz 1998, 197)

Vaihtovelkakirjalainan vaihtoehtoiskustannus yritykselle voidaan laskea painotettuna keskiarvona yrityksen velan ja oman pääoman kustannukselle. Kaksi yritystä, joilla on erilainen riski voivat laskea vaihtovelkakirjalainan melko samanlaisilla ehdoilla liikkeelle, mutta se ei tarkoita että pääoman kustannus olisi sama kummallekin yritykselle. Korkeampi riskisellä yrityksellä vaihtovelkakirjalainan arvosta suurempi osa on osto-optio arvoa yrityksen osakepääomaan. Laskettaessa painotettua keskiarvoa vaihtovelkakirjalainan kustannukselle on käytettävä suurempaa osaa omaa pääomaa, joka on kalliimpaa kuin velkapääoma. (Brennan & Schwartz 1998, 197)

Jos yrityksen johto pitää yrityksen toiminnan riskiä alempana kuin sijoittajat, yritys joutuu maksamaan suorasta joukkovelkakirjalainasta korkeampaa korkoa kuin johto pitää hyväksyttävänä. Vaihtovelkakirjalaina on tällöin sopivampi rahoituksen muoto, koska sen kohdalla eri näkemykset yrityksen toiminnan riskeistä pystytään paremmin sovittamaan yhteen. (Brennan & Schwartz 1998, 198)

Suoran joukkovelkakirjalainan korkoa määriteltäessä nykyisen riskin lisäksi tulee ottaa huomioon laina-ajan aikana tapahtuvat muutokset yrityksen toiminnan riskissä. Koska lainan haltijat kantavat riskin toiminnan epäonnistuessa, mutta suurempi tuotto tulee ainoastaan osakkeenomistajien hyödyksi, on yrityksen johdolla kannustin kasvattaa yrityksen riskiä. Jos tällainen käyttäytyminen on mahdollista, suoraan joukkovelkakirjalainaan sijoittavat vaativat korkeamman tuoton sijoitukselleen. Vaihtovelkakirjalainan kohdalla tämä on pienempi ongelma, koska lainan haltijoilla on optio yrityksen osakepääomaan. Vaihtovelkakirjalaina vähentää myös johdon kannustinta siirtää varallisuutta velkojilta osakkeenomistajille. (Brennan & Schwartz 1998, 198)

3.2 Osakepääomaa ”takaoven kautta”

Steinin (1992) mukaan yritykset käyttävät vaihtovelkakirjalainaa saadakseen osakepääomaa ”takaoven kautta”. Hänen selityksensä korostaa kahta tekijää: vaihtovelkakirjalainat sisältävät melkein aina ehdon jonka mukaan yritys voi maksaa lainan enneaikaisesti takaisin, eli lainassa on call-ehto. Toiseksi liiallinen velkaantuminen voi johtaa rahoitushäiriöstä koituviin kustannuksiin. (Stein 1992, 2)

Steinin mallissa on kolme yritystä, hyvä G, keskinkertainen M ja huono B. Jokaisella yrityksellä on mahdollisuus tehdä samanlainen investointi. Investoinnin rahoittamiseen on kolme mahdollisuutta, osakeanti, vaihtovelkakirjalaina tai pitkä-aikainen velka. Yritys G:n investointi tuottaa voittoa varmasti, mutta M ja B ei. M yrityksen investointi tuottaa voittoa suuremmalla todennäköisyydellä kuin yritys B:n investointi. Tieto yritysten kunnosta ei ole julkista tietoa kun investointi tehdään. (Stein 1992, 3-5)

Yritykset rahoittavat investointinsa seuraavasti:

- G käyttää pitkä-aikaista lainaa
- B käyttää osakeantia
- M käyttää vaihtovelkakirjalainaa

M yritys ei halua käyttää osakeantia, koska markkinat tekisivät siitä negatiivisia päätelmiä. M ei myöskään käytä velkaa rahoitus häiriön kustannusten takia. Vaihtovelkakirjalainan avulla M saa osakepääomaa ja samalla se antaa markkinoille positiivisen signaalin. Yritys B ei voi käyttää vaihtovelkakirjalainaa, koska se tietää että sen osakkeen kurssi ei välttämättä nouse riittävästi, jotta yritys saisi vaihdettua vaihtovelkakirjalainan osakkeiksi.

Call-oikeus on tärkeä vaihtovelkakirjalainaa käyttävälle yritykselle jos laina on laskettu liikkeelle osakepääoman saamiseksi lähitulevaisuudessa, koska se on ainoa keino saada sijoittajat käyttämään vaihto-oikeutta ennen laina-ajan päättymistä. (Stein 1992, 2)

Velkaantunut yritys käyttää vaihtovelkakirjalainaa jos se on suhteellisen luottavainen osakkeen hinnan tulevasta kehityksestä. Jos osakkeen kurssi ei nouse, yritykselle jää vielä suurempi velkataakka hoidettavaksi, koska vaihtovelkakirjalainaa ei vaihdeta osakkeiksi. Liiallinen velkaantuminen voi johtaa rahoitus häiriöistä johtuviin kustannuksiin. Ilmoitus vaihtovelkakirjalainan käytöstä tulisi johtaa vähemmän negatiiviseen reaktioon kuin samankokoiseen osakeantiin, reaktio voi olla jopa positiivinen. (Stein 1992, 2-3)

3.3 Jaksottainen rahoitus

Mayersin (1998) mukaan yritykset käyttävät vaihtovelkakirjalainaa laskeakseen jaksottaisesta rahoituksesta johtuvia arvopapereiden liikkeellelasku kustannuksia. Jaksottaisessa rahoituksessa yrityksen alkuperäistä investointia seuraa toinen investointioptio tulevaisuudessa. Tämä toinen investointi vaatii rahoitusta, jos se on kannattava.

Molempiin investointeihin voidaan saada rahoitus samalla kertaa etukäteen. Tästä seuraa kuitenkin Jensenin (1986) mukaan yli-investointi ongelma. Yrityksen johdon ja rahoittajien välille syntyy kannustin konflikti.

Mayersin (1998) mukaan vaihtovelkakirjalaina alentaa arvopapereiden liikkeellelasku kustannuksia, koska vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeiksi jättää yritykseen varoja ja vähentää velkaisuutta kun toinen investointi-optio on kannattava. Toisaalta vaihtovelkakirjalaina kontrolloi yli-investointi ongelmaa palauttamalla varat takaisin lainanantajille silloin kun investointi-optio ei ole kannattava. Call-oikeus on tärkeä silloin kuin investointi-option maturiteettia ei tunneta tarkasti. Yritys voi pakottaa vaihtovelkakirjalainan haltijat vaihtamaan lainansa osakkeiksi kun investointi-optio osoittautuu kannattavaksi.

Mayersin (1998) analyysi eroaa Steinin (1992) analyysistä siinä että Stein keskittyy nykyhetkellä tapahtuvaan rahoituspäätökseen, kun taas Mayersin mallissa ratkaistaan tulevaisuudessa ilmenevää rahoitusongelmaa.

Vaihtovelkakirjalaina toimii parhaiten liikkeellelasku kustannuksia alentavasti ja yli-investointi ongelmaa kontrolloivasti, kun alkuperäisen investoinnin ja toisen investointi-option arvot korreloivat voimakkaasti positiivisesti. Mayersin (1998) mukaan vaihtovelkakirjalaina on arvokkaampi yrityksille joissa tämä toteutuu. Vaihtovelkakirjalainan pitäisi olla yleisempi niitten yritysten kesken jotka ovat keskittyneet yhteen toimialaan. Vastaavasti useammalla toimialalla toimivilla yrityksillä vaihtovelkakirjalainan vaihtohinnan tulisi olla korkeampi verrattuna yhdellä toimialalla toimiviin yrityksiin. Kun investointien arvot eivät korreloi voimakkaasti, vaihtovelkakirjalaina toimii paremmin yli-investointia ehkäisevästi, kun todennäköisyys lainan vaihdoksi osakkeiksi on pienempi.

Essigin (1991) mukaan vaihtovelkakirjalaina ovat taipuvaisia käyttämään yritykset joilla on korkea suhdeluku seuraavissa tunnusluvuissa: (Mayers 1998)

- tutkimusmenot / liikevaihto

- osakkeen markkina-arvo / osakkeen kirjanpitoarvo
- pitkäaikainen vieraspääoma / osakepääoma
- kassavirran korkea volatilitteetti

Vastaavasti vaihtovelkakirjalainaa eivät ole taipuvaisia käyttämään yritykset joilla aineellisten hyödykkeiden osuus on suuri suhteessa taseen loppusummaan.

3.4 Vaihtovelkakirjalainoja käyttävät yritykset

Munro (1996) vertasi vaihtovelkakirjalainaa, normaalia lainaa ja osakeantia käyttäneitä yrityksiä. Hänen mukaansa vaihtovelkakirjalainaa ja osakeantia käyttivät yritykset joilla aineettomien hyödykkeiden osuus taseesta oli suuri ja vastaavasti normaalia lainaa käyttivät yritykset joilla aineellisten hyödykkeiden osuus taseesta oli suuri. Vaihtovelkakirjalainaa käyttäneet yritykset olivat suurempia kuin osakeantia käyttäneet, lainarahoitusta käyttäneet yritykset olivat pienempiä. Vaihtovelkakirjalainaa käyttäneiden yritysten tuloksen vaihtelu oli pienempää kuin muilla yrityksillä.

Munron tulokset Isobritannialaisilla yrityksillä poikkeavat Yhdysvaltalaisista tuloksista. Mikkelsonin (1978) mukaan vaihtovelkakirjalainaa käyttävät ovat pieniä, korkeasti velkaantuneita ja korkean riskin yrityksiä. Tätä voi selittää tutkimusten eri ajankohdat ja vaihtovelkakirjalainojen ominaisuuksien erot eri maissa. Suurimpana erona voi olla vaihtovelkakirjalainojen osake-kaltaisuus, eli ovatko vaihtovelkakirjalainat lähempänä normaalia lainaa vai osaketta. (Rutterford 1996)

4 VAIHTOVELKAKIRJALAINA SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

4.1 Aineisto

Työtä varten kerättiin tiedot mahdollisuuksien mukaan kaikista vaihtovelkakirjalainoista, joita suomalaisilla pörssiyrityksillä on ollut vuosien 1986–2006 välisenä aikana. Tietoja mahdollisista vaihtovelkakirjalainoista etsittiin useista lähteistä. Kauppalehden ja Taloussanomien sähköisistä arkistoista etsittiin uutisia lainojen käytöstä. Vaihtovelkakirjalainojen tietoja kerättiin vuosikertomuksista, lainoja käsitelleistä pörssitiedotteista ja lainojen listalleottoesitteistä.

Vuosien 1986–1992 välillä tärkein lähde oli Kochin Osaketieto –kirjat. Kirjojen tietoja täydennettiin mahdollisuuksien mukaan yritysten vuosikertomuksista. 1990-luvun alun jälkeen lähes kaikista julkisesti noteeratuista lainoista oli käytettävissä listalleottoesite. Noteeraamattomien lainojen kohdalla tietojen saatavuus vaihtelee, osa yrityksistä julkaisee tarkat lainaehdot, osalla lainojen tarkoista ehdoista ei ollut saatavilla tietoa.

Vaihtovelkakirjalainoista pyrittiin selvittämään ainakin seuraavat ehdot:

- Laina-aika
- Lainan määrä
- Vaihdoissa saatavat osakkeet
- Miten vaihto määräytyy
- Korko ja sen määräytyminen
- Kenelle laina oli suunnattu
- Lainan etuoikeusasema
- Mahdollisuus ennaikaiseen takaisinmaksuun
- Yrityksen toimiala
- Onko laina noteerattu

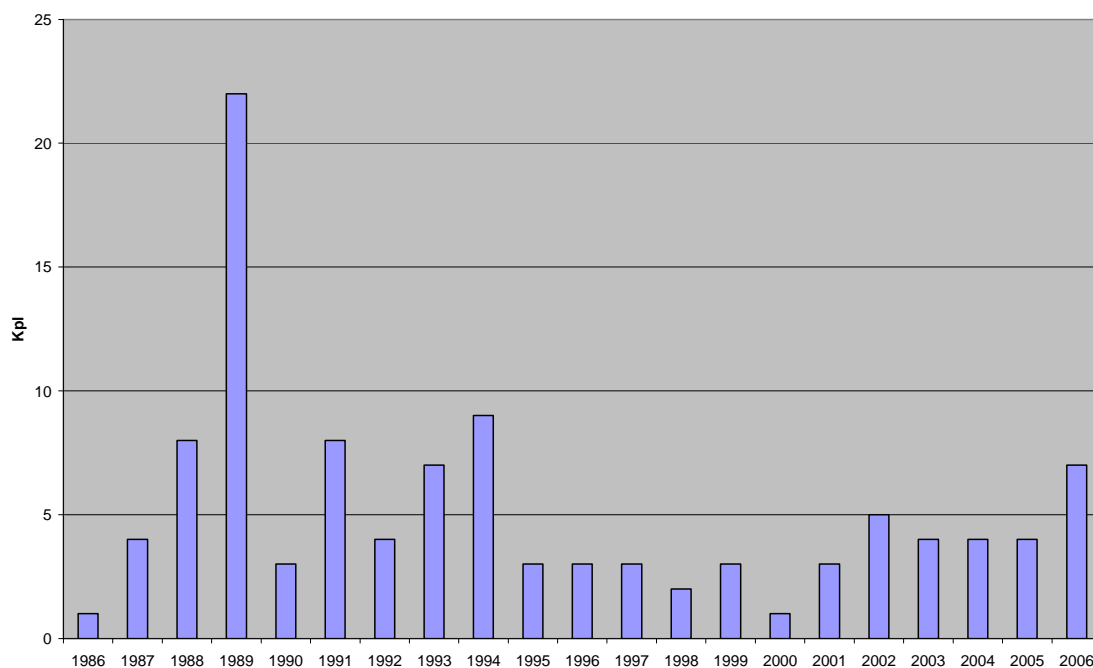
- Mahdolliset muut ehdot

Tiedot käsiteltiin taulukkolaskentaohjelmalla.

4.2 Vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskut

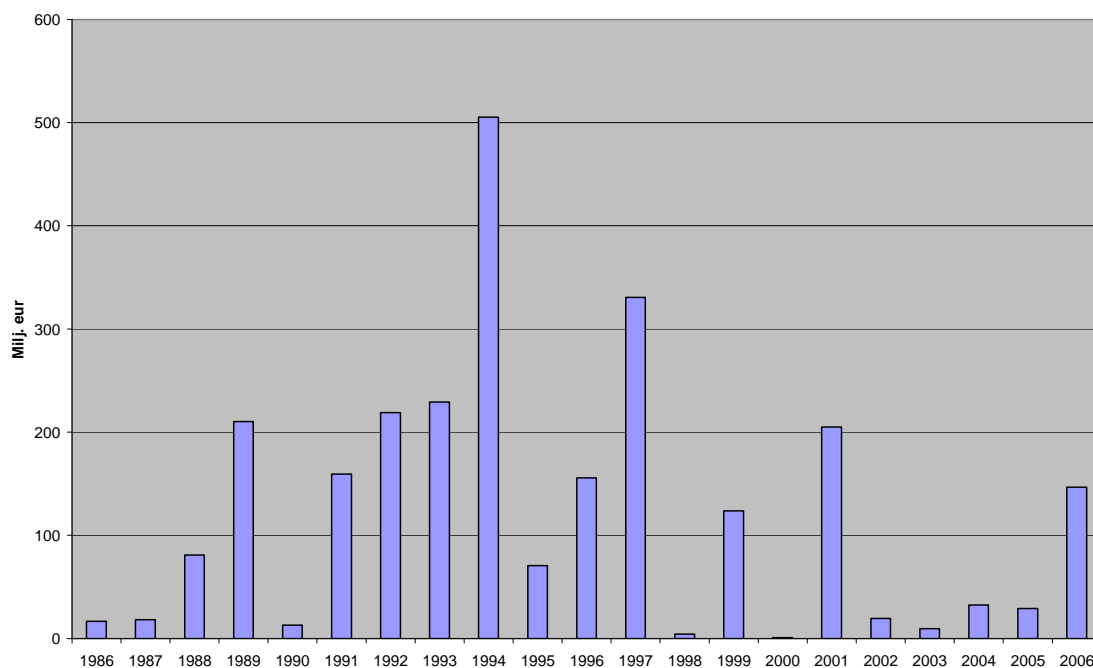
Suomessa ensimmäisen yleisölle tarkoitetun vaihtovelkakirjalainan laski liikkeelle Enso-Gutzeit Oy vuonna 1982. Tätä ennen oli Asko-Upo Oy käyttänyt vaihtovelkakirjalainaa, lainaa ei kuitenkaan suunnattu yleisölle vaan rahoittajapankille. Enso-Gutzeitin lainan merkitsivät suurelta osin vanhat omistajat Suomen valtio, Suomen pankki ja Kansaneläkelaitos. Näitä omistajia ei haitannut epäselvä verotuskohtelu. Kesken lainan merkintäajan Keskusverolautakunta antoi päätöksen, jonka mukaan vaihtovelkakirjalainan vaihtaminen osakkeiksi realisoi myyntivoiton verotuksen. Samoin osakkeiden omistusaika alkoi lainan vaihtamisesta osakkeiksi. Enso-Gutzeitin vaihtovelkakirjalaina ei herättänyt suurta kiinnostusta muitten osakkeenomistajien keskuudessa. (Brandt 1982, 54–55)

Lakia muutettiin myöhemmin niin että vaihtovelkakirjalainan vaihto osakkeiksi ei realisoinut myyntivoiton verotusta. Ilman tätä muutosta vaihtovelkakirjalainaa tuskin olisi käytetty jatkossa yritysten rahoitusinstrumenttina.



Kuvio 3 Vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelasku vuosittain

Kuviossa 3 näkyvät vaihtovelkakirjalainojen liikkeelle laskut vuosittain kappaleissa. Eniten lainoja laskettiin liikkeelle vuonna 1989, 22 kappaletta. Vuosi oli selvästi vilkkain ja sen jälkeen lainoja on laskettu liikkeelle alle 10 kappaletta vuosittain. Vuosina 1986 ja 2000 laskettiin liikkeelle vain yksi vaihtovelkakirjalaina. Keskimäärin vuosittain on laskettu liikkeelle viisi vaihtovelkakirjalainaa. Kuvassa ei ole mukana lainoja joiden liikkeellelaskija ei ollut pörssiyhtiö tässä vaiheessa.

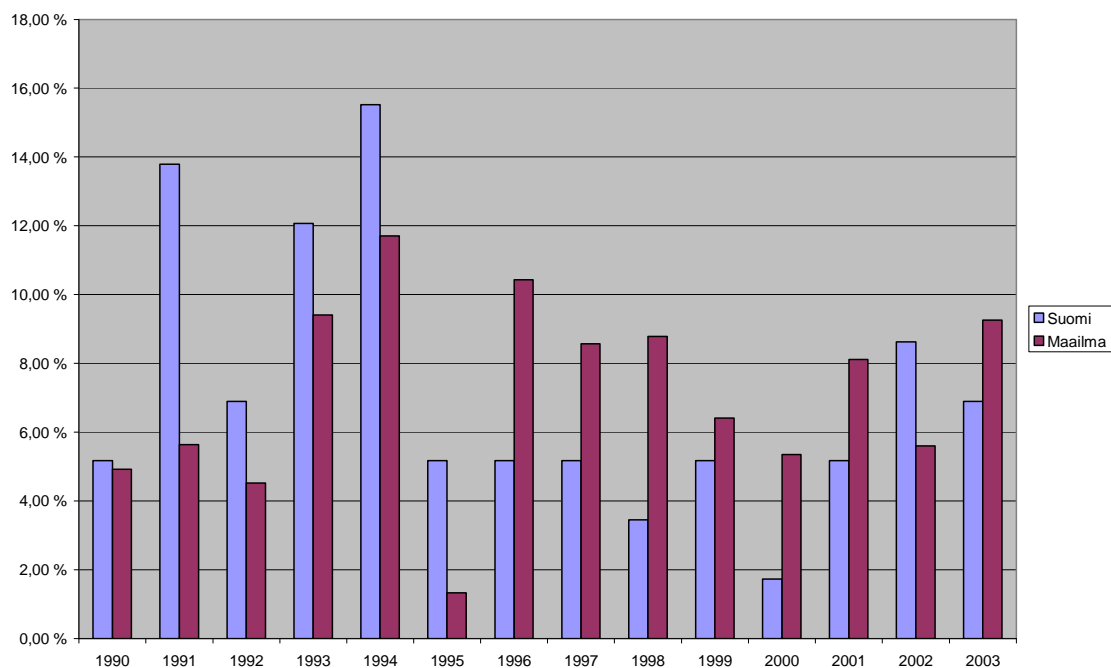


Kuvio 4 Vaihtovelkakirjalainojen liikkeelle lasku vuosittain euromääräisenä

Kuviossa 4 ovat vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskut vuosittain euromääräisenä. Eniten lainoja laskettiin liikkeelle vuonna 1994. Yli 500 milj. euron pääomat kertyivät yhdeksästä vaihtovelkakirjalainasta. Vuoden 1989 liikkeelle lasketuista 22 lainasta kertyi hieman yli 200 milj. euron edestä pääomaa. Vuonna 2000 vaihtovelkakirjalainalla kerättiin vain n. 0,6 milj. euroa pääomaa.

Vaihtovelkakirjalainoilla kerätyn pääoman määrä vaihtelee selvästi vuosittain ja määrän kehityksessä ei ole havaittavissa selkeää trendiä. Vuonna 2006 vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskut piristyivät neljän niukan vuoden jälkeen.

Yhteensä suomalaiset pörssiyritykset ovat keränneet vaihtovelkakirjalainojen liikkeelle laskuilla 2579 milj. euroa vuosien 1986 – 2006 välillä.

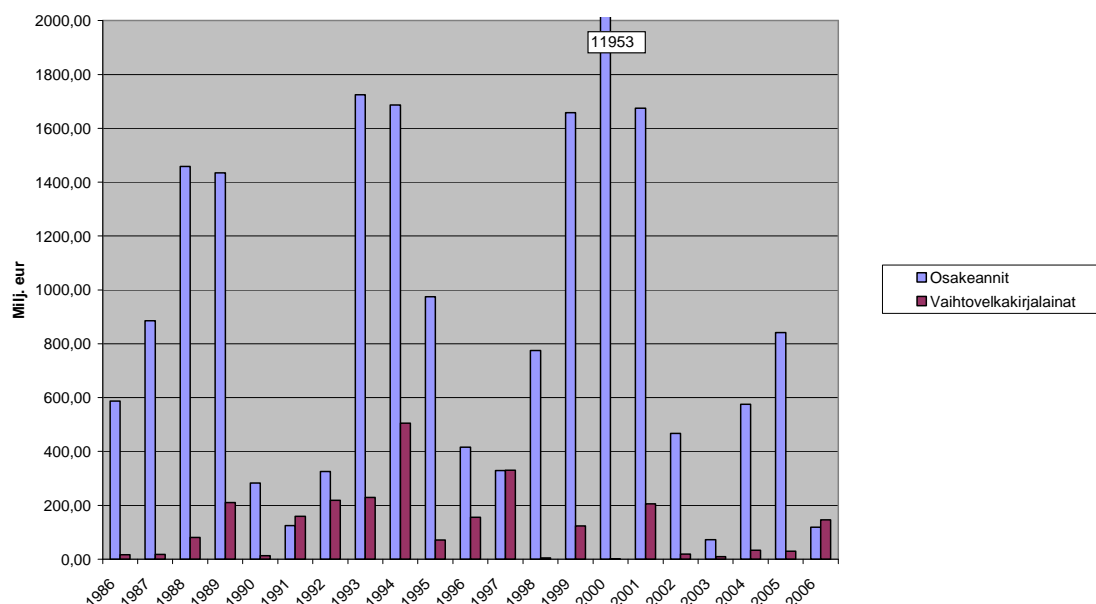


Kuvio 5 Vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskujen osuus vuosina 1990–2003 Suomessa ja maailmalla

Kuviossa 5 on tarkasteltu kappaleissa vaihtovelkakirjalainojen vuotuista osuutta jakson kaikista liikkeellelaskuista. Globaalisti tällä jaksolla laskettiin vaihtovelkakirjalainoja liikkeelle 7208 kpl (Loncarski ym. 2006, 313). Sekä Suomessa että globaalisti huippuvuosi oli 1994. Sitä seurasi voimakas väheneminen seuraavana vuonna..

Korrelaatio Suomen ja maailman välillä on 0,32. Suomen vaihtovelkakirjalainamarkkinat ovat siis jonkin verran seuranneet vaihtovelkakirjalainojen globaalia käyttöä. Tällä jaksolla suomalaiset pörssiyhtiöt laskivat liikkeelle 58 vaihtovelkakirjalainaa, tämä on n. 0,8 % globaalista tarjonnasta.

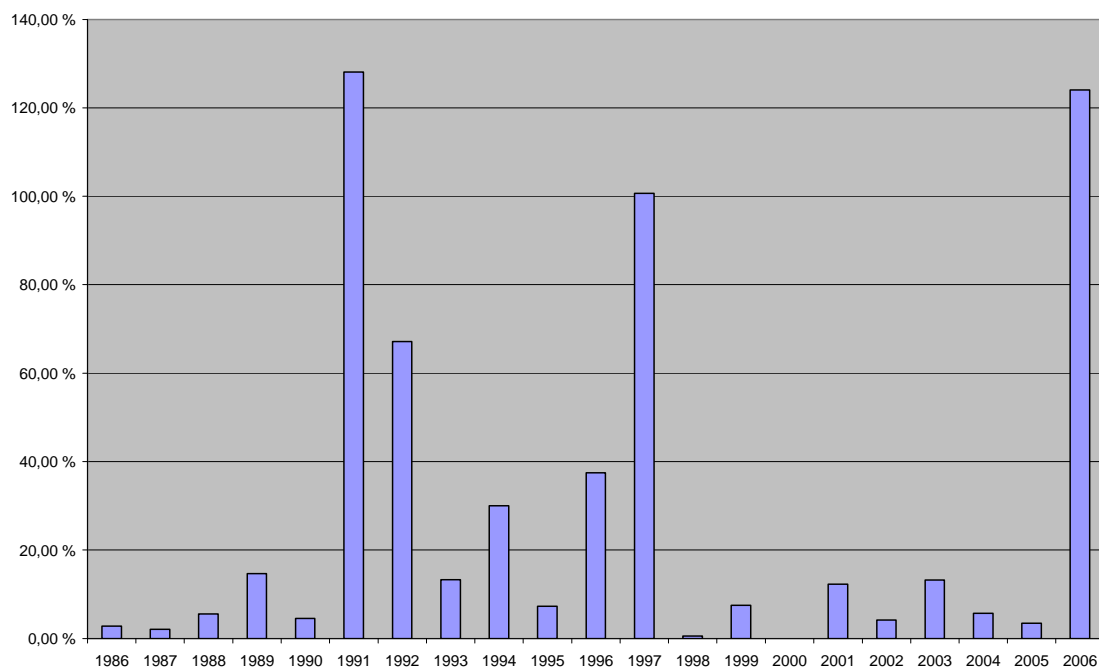
4.3 Vaihtovelkakirjalainojen liikkeellelaskut verrattuna osake- ja joukkovelkakirjalaina-anteihin



Kuvio 6 Osakeannit ja vaihtovelkakirjalainat vuosittain, osakeannit v. 1986–1996 Helsingin arvopaperipörssi (1997), v. 1997–2006 OMX (2007)

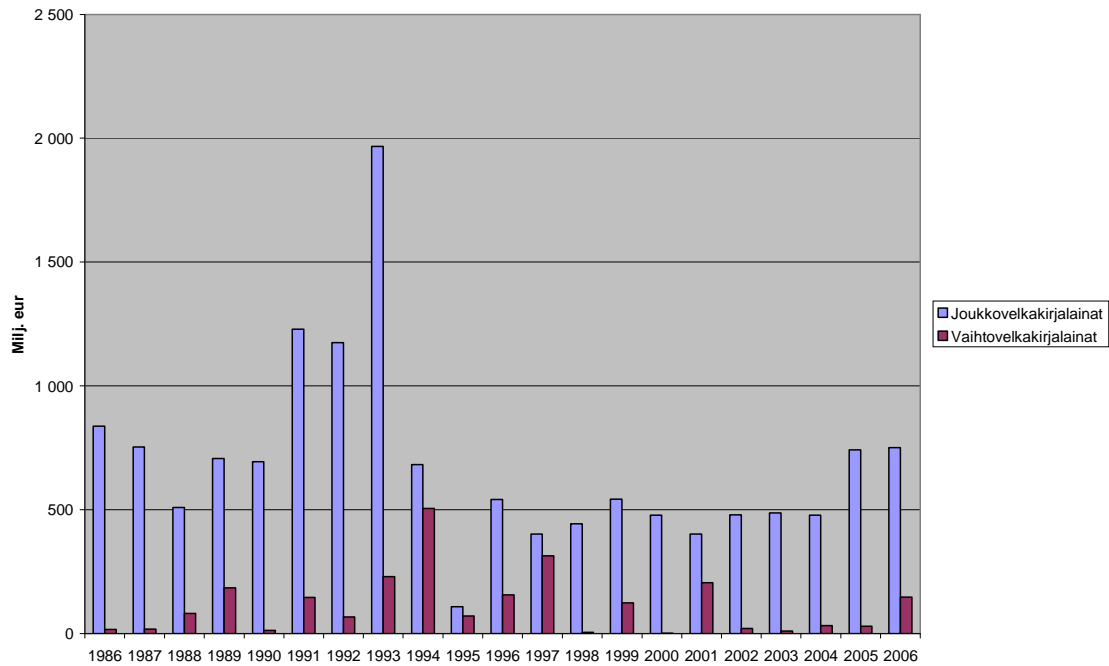
Kuviossa 6 verrataan vaihtovelkakirjalainojen liikkeelle laskua saman vuoden osakeanteihin. 1986–2006 pörssiyritykset ovat keränneet osakeanteilla rahaa n. 28 mrd. euroa. Vaihtovelkakirjalainoilla kerätty n. 2,6 mrd. euroa on n. 9 % tästä määrästä. Vuonna 2000 osakeannit olivat lähes 12 mrd. euroa, samana vuonna vaihtovelkakirjalainoilla kerättiin vain 0,6 milj. euroa, mikä vähäisin määrä tutkimusjakson aikana.

Osakeantien ja vaihtovelkakirjalainojen välinen korrelaatio on -0,13. Jos jätetään huomioimatta v. 2000, jolloin osakeantien määrä oli poikkeuksellisen suuri, niin korrelaatio on 0,37.



Kuvio 7 Vaihtovelkakirjalainojen suhde osakeanteihin vuosittain

Vaihtovelkakirjalainoja on laskettu liikkeelle osakeanteja enemmän vain kolmen vuoden aikana, kuvio 7. Vaihtovelkakirjalainat ovat olleet alle 15 % saman vuoden osakeantien määrästä 14 vuotena. Vuosien 1991–1997 välillä vaihtovelkakirjalainoilla on ollut suurin merkitys pörssiyrityksille pääoman hankinnassa, tosin merkitys on vaihdellut näinäkin vuosina merkittävästi. Vastaavasti 1986–1990 ja 1998–2005 vaihtovelkakirjat eivät ole edustaneet merkittävää osaa pörssiyritysten rahoituksesta.



Kuvio 8 Joukko- ja vaihtovelkakirjalainojen liikkeelle laskut vuosittain ilman pankkeja, joukkovelkakirjalainat Suomen Pankki (2007)

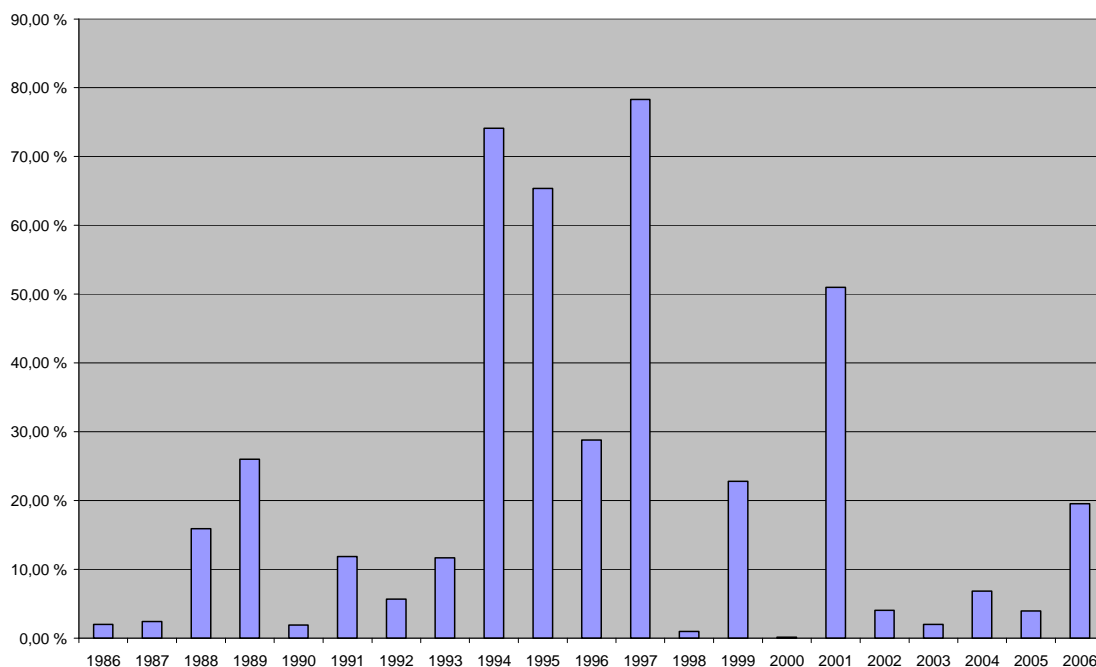
Kuviossa 8 näkyvät suomalaisten yhtiöiden liikkeelle laskemat joukkovelkakirjalainat, siinä ei ole mukana pankkeja eikä muita rahoituslaitoksia. Vastaavasti vaihtovelkakirjalainoista on poistettu pankkien osuus. Kuva on vain suuntaa antava, koska siinä on mukana myös muidenkin kuin pörssiyhtiöiden joukkovelkakirjalainat. Vastaavasti osa vaihtovelkakirjalainoista ei ole muodoltaan joukkovelkakirjalainoja, näitten osuus on kuitenkin tekijän arvion mukaan vähäinen.

Joukkovelkakirjalainoja käytettiin eniten 1990-luvun alkuvuosina, huippuvuoden ollessa 1993, jolloin laskettiin liikkeelle lähes 2 mrd. euron edestä lainoja. Tutkimuksen ajanjaksolla laskettiin vuosittain keskimäärin 685 milj. euron edestä joukkovelkakirjalainoja liikkeelle. Vastaavasti vaihtovelkakirjalainoja laskettiin liikkeelle ilman pankkeja 113 milj. euron edestä. Yhteensä joukkovelkakirjalainoja oli 14,40 mrd. euroa ja vaihtovelkakirjalainoja 2,37 mrd. euroa. Vaihtovelkakirjalainat olivat 16,5 % joukkovelkakirjalainojen kokonaismäärästä.

USA:ssa vaihtovelkakirjalainojen osuus kaikista julkisista lainoista oli 8,7 % vuosien 1966–1993 välillä. Osuudessa oli suurta vaihtelua, 1960-luvun lopussa

vaihtovelkakirjalainojen osuus oli yli 25 % ja 1970-luvun puolivälissä osuus oli lähellä nollaa. (Mann, Moore ja Ramanlal 1999)

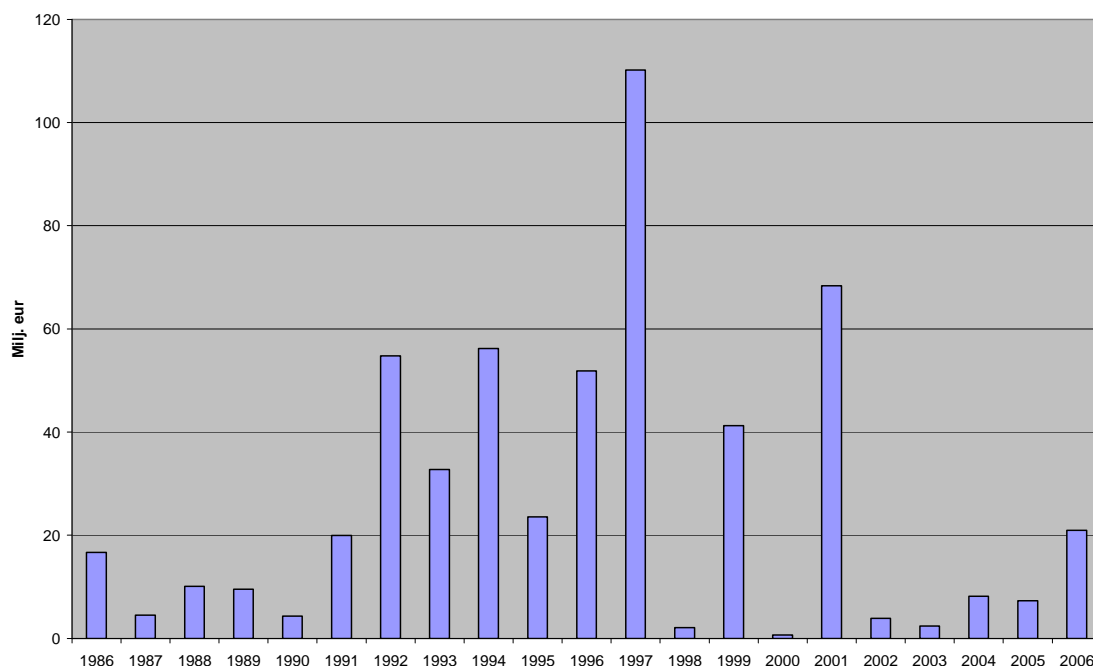
Pörssissä noteeratut pankit laskivat liikkeelle yhteensä 210 milj. euron edestä vaihtovelkakirjalainoja vuosien 1986–2006 aikana, tämä summa ei ole mukana edellisissä luvuissa. Suomalaiset pankit laskivat liikkeelle vuosina 1990–2006 yhteensä 16,5 mrd. euron edestä joukkovelkakirjalainoja. Saman ajanjakson vaihtovelkakirjalainat olivat 183 milj. euroa, eli vain 1,1 % joukkovelkakirjalainojen yhteismäärästä.



Kuvio 9 Vaihtovelkakirjalainojen suhteellinen osuus joukkovelkakirjalainoista

Vaihtovelkakirjalainat muodostivat vuosien 1994–1997 välillä huomattavan osan liikkeelle lasketuista joukkovelkakirjalainoista, huippuvuonna 1997 noin 78 %, kuvio 9. Keskimäärin vaihtovelkakirjalainojen osuus vuosittaisista joukkovelkakirjalainoista on 20,7 %. Neljänä vuotena osuus on ollut yli 50 %.

4.4 Vaihtovelkakirjalainojen koko



Kuvio 10 Liikkeelle laskettujen vaihtovelkakirjalainojen keskiarvo

Kuviossa 10 näkyy se, että liikkeelle laskettujen vaihtovelkakirjalainojen koon keskiarvo pysyi alle 20 milj. euron vuoteen 1992 asti. Vuonna 1997 laskettiin keskimäärin suurimmat vaihtovelkakirjalainat liikkeelle. Keskimääräinen lainan koko vaihtelee huomattavasti vuosittain, eikä tässäkään ole havaittavissa selkeää trendiä. Liikkeelle laskettujen lainojen keskimääräinen pääoma on 25,3 milj. euroa ja mediaani 6,04 milj. euroa. Suurin lainoista on Metsä-Serlan (nykyään M-Real) vuonna 1997 laskema 350 milj. USD määräinen laina, pääoma oli euroissa 310,44 milj.

Taulukko 3 Vaihtovelkakirjalainojen koon jakautuminen

Vaihtovelkakirja-lainan koko	Pörssiyhtiö kpl	Pääoma milj. eur	Ennen pörssilistausta kpl	Pääoma milj. eur
Alle 10 milj. eur	62	186,99	6	13,08
10–50	29	597,96	2	29,01
50–100	10	616,45		
100–200	6	867,71		
Yli 200	1	310,44		
Yhteensä	108	2579,56	8	42,09

Suurin osa lainoista on alle 10 milj. euron kokoisia. Näitä on 62 kpl tutkituista 108 lainasta, eli 57 %. Kerätyistä pääomista nämä vastaavat vain 7,2 %.

Myös ennen pörssilistausta liikkeelle lasketut lainat ovat pieniä, niistä kuusi kpl oli alle 10 milj. euroa ja kaksi 10–50 milj. euron kokoisia.

Taulukko 4 Lainojen liikkeellelaskut yhtiöittäin

Lainoja per yhtiö	Kpl
1	39
2	19
3	4
4	2
5	1
6	1

Taulukossa 4 näkyy, montako eri lainaa yhtiöt ovat laskeneet liikkeelle. Eniten on yhtiöitä jotka ovat laskeneet liikkeelle vain yhden vaihtovelkakirjalainan, näitä on 39 kpl. Yhteensä vaihtovelkakirjalainaa on käyttänyt 66 yhtiötä, jotka ovat laskeneet liikkeelle 108 lainaa vuosina 1986 – 2006.

Pörssiyhtiöillä on myös vaihtovelkakirjalainoja, jotka on laskettu liikkeelle ennen julkisen kaupankäynnin alkua. Näitä lainoja on kahdeksan kpl yhteensä kuudelta

yhtiöltä. Vain yksi näistä yhtiöistä on laskenut liikkeelle vaihtovelkakirjalainan myös pörssilistauksen jälkeen.

4.5 Toimiala

Taulukko 5 Yritysten toimialat

Toimiala	Kpl	Milj. eur	Keskiarvo milj. eur
Informaatioteknologia	19	63,58	3,35
Kulutustavarat ja -palvelut	13	444,30	34,18
Perusteollisuus	11	791,14	71,92
Päivittäistavarat	6	75,68	12,61
Rahoitus	31	605,10	19,52
Teollisuustuotteet ja -palvelut	23	518,24	22,53
Terveystuotteet ja -palvelut	4	23,22	5,81
Tietoliikennepalvelut	5	68,42	13,68
Yhdyskuntapalvelut	2	22,71	11,36
Ei tietoja	2	9,25	4,63
Kaikki yhteensä	116	2621,65	22,60

Taulukossa 5 ovat tiedot vaihtovelkakirjalainoista liikkeelle laskeneiden yritysten toimialoista. Toimialaluokituksena on käytetty OMX pohjoismaisen pörssin GICS-luokitusstandardia. Siinä yhtiöt on jaettu 10 toimialaluokkaan. (OMX 2007)

GICS-luokitus on ollut käytössä vuodesta 2005 alkaen OMX:n Helsinkiin noteeratuilla yhtiöillä. Tässä tutkimuksessa Helsingin Pörssissä aikaisemmin käytetty jako päälistan toimialoihin ja OTC-, Meklari-, I- ja NM-listaan on korvattu edellä mainitulla luokituksella. Näin yhtiöt on saatu paremmin vertailtaviksi. Suurimman osan yhtiöitä kohdalla toimialaluokitus on helposti valittavissa, mutta joidenkin kohdalla valinta ei ole täysin selvä. Yhden yhtiön kahden lainan osalta ei ollut riittävästi tietoa toimialan valitsemiseksi.

Ainoastaan energia-toimialan yhtiötä ei ole vaihtovelkakirjalainojen käyttäjien joukossa. Eniten kappaleissa laskettuna on rahoitus-toimialan vaihtovelkakirjalainoja, niitä on 31 kpl. Rahoitus-yhtiöt ovat keränneet toiseksi eniten pääomia, 605 milj. euroa. Lainoista 22 kpl ovat sijoitusyhtiöiden liikkeelle laskemia ja 9 kpl pankkien.

Eniten ovat keränneet perusteollisuus-yhtiöt, 791 milj. euroa. Näitten yhtiöiden vaihtovelkakirjalainat ovat myös keskimäärin suurimpia. Näistä seitsemän lainaa on metsäteollisuusyhtiöiltä, kaksi metalliteollisuusyhtiöiltä ja kaksia monialayhtiöitä, joiden päätoimialat olivat metsä- ja metalliteollisuus. 1990-luvulta alkaen pörssinoteeratuista metsäyhtiöistä jokainen on käyttänyt vaihtovelkakirjalainaa rahoitusmuotonaan.

4.6 Merkintäoikeus

Taulukko 6 Vaihtovelkakirjalainojen merkintäoikeus

Merkintäoikeus	Kpl	Milj. eur	Keskiarvo milj. eur
Ammattimaisille sijoittajille	6	29,11	4,85
Henkilökunnalle	19	73,66	3,88
Institutionaalisille sijoittajille	6	718,20	119,70
Myyjille yrityskaupassa	11	173,53	15,78
Osakkeenomistajille	14	268,03	19,15
Rajatulle ryhmälle	8	50,98	6,37
Suunnattu yhdelle	8	34,54	4,32
Tytäryhtiölle	1	30,27	30,27
Velkojille	12	120,01	10,00
Yleisölle	24	1038,34	43,26
Ei tietoja	7	84,98	12,14

Taulukossa 6 vaihtovelkakirjalainojen merkitsijät on jaoteltu pääasiassa yhtiöiden itsensä ilmoittamien merkitsijöiden mukaan. Vaihtovelkakirjalainat ovat suunnattu useimmiten yleisölle, eli ne ovat kenen tahansa merkittävässä. Näitä lainoja on 24 kpl,

pääomista niillä on kerätty 40 %. Kahdeksassa yleisölle suunnatussa lainassa osakkeenomistajilla oli ylimerkintätilanteessa etuoikeus.

Seuraavaksi yleisin kohderyhmä on ollut henkilökunta 19 lainalla, nämä lainat ovat olleet keskimäärin pienimpiä, vain 3,88 milj. euroa. Henkilökuntalainat olivat suosittuja 1980-luvulla, 14 lainaa on vuosilta 1986–1989. Henkilökuntalainat ovat pääasiassa suunnattu koko henkilöstölle, vain neljä lainaa on suunnattu pelkästään yhtiön johdolle. Vuosien 1998–2000 henkilökunnalle suunnatuista neljästä vaihtovelkakirjalainasta kolmessa yhtiössä Suomen valtio oli merkittävä osakkeenomistaja. Todennäköisesti vaihtovelkakirjalaina on koettu valtion taholta neutraalimpana vaihtoehtona kannustaa henkilöstöä verrattuna optiolainaan, jotka ovat olleet aika ajoin kovan kritiikin kohteena julkisessa keskustelussa.

Keskimäärin suurimmat lainat on suunnattu institutionaalisille sijoittajille, näitten lainojen keskipääomien oli lähes 120 milj. euroa.

Osakkeenomistajille suunnatuista lainoista 12 kpl on laskettu liikkeelle v. 1995 tai ennen sitä ja vain kaksi sen jälkeen. Yhtiöt ovat siis vähentäneet selvästi osakkeenomistajille suunnattujen lainojen käyttöä, rahoitusta on haettu nykyisen omistajakunnan ulkopuolelta. Tässä on havaittavissa selkeä muutos 1990-luvun jälkeen.

Henkilökunnalle ja osakkeenomistajille suunnattujen lainojen käytön vähentymisen lisäksi ei ole havaittavissa muuta selkeää trendiä siinä kenelle vaihtovelkakirjalainoja olisi suunnattu. Yhdellekään ryhmistä ei ole suunnattu vaihtovelkakirjalainaa jokaisena tutkimuksen vuotena, yleisölle suunnattuja lainoja on laskettu liikkeelle 12 vuotena.

4.7 Osakekurssin reaktio vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskuun

Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeiden kurssit ovat reagoineet positiivisesti ilmoitukseen vaihtovelkakirjalainan laskemisesta liikkeelle. Tämä on ristiriidassa kansainvälisten tulosten kanssa. Osakkeiden tuotto oli kahtena ilmoitusta seuraavana

päivänä 2,5 % yleistä markkinatuottoa korkeampi ja viitenä päivänä 2,95 % korkeampi. (Byman & Kjellman 1995)

Selitys voi olla että vaihtovelkakirjalainan liikkeelle lasku antaa positiivisen signaalin yrityksen pitkän ajan selviytymisestä. Sijoittajat pitävät vaihtovelkakirjalainaa lisäyksenä yrityksen omaan pääomaan, mikä vähentää mahdollisia konkurssikustannuksia. (Byman & Kjellman 1995, 259)

12 tutkimuksessa yhdysvaltalaisilla osakkeilla osakekurssi on reagoinut negatiivisesti ilmoitukseen vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskusta. Vaihteluväli on -0,6 - -3,0 % ja painotettu keskiarvo -1,63 %. Positiivisia kurssireaktioita on havaittu Japanin, Taiwanin, Alankomaitten Saksan ja Sveitsin markkinoilla. Negatiivisia on havaittu Australian, Iso-Britannian, Ranskan ja Länsi-Euroopan markkinoilla. (Loncarski ym. 2006, 322-323)

4.8 Yhtiön markkina-arvo

55 yhtiön kohdalla oli käytettävissä tieto osakekannan markkina-arvosta vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskun hetkellä, tietoja on vuodesta 1992 alkaen. Keskimääräinen markkina-arvo oli 327 milj. euroa, mediani 78 milj. euroa, minimi 2,0 milj. euroa ja maksimi 2528 milj. euroa.

Taulukko 7 Yhtiöitten markkina-arvon jakautuminen

Luokittelu	Markkina-arvo	Kpl
Pieni yhtiö	Alle 150 milj. eur	37
Keskisuuri yhtiö	150–1000 milj. eur	9
Suuri yhtiö	Yli 1000 milj. eur	9

37 yhtiön markkina-arvo on alle 150 milj. euroa eli kyseiset yhtiöt voidaan jaotella pieniyhtiöiksi. Keskisuuria yhtiöitä on yhdeksän ja yli miljardin euron markkina-arvo on

samoin yhdeksällä yhtiöllä⁴. Pääasiassa vaihtovelkakirjalainaa käyttäneet yritykset ovat olleet siis pieniä tai keskisuuria yrityksiä.

4.9 Vaihtovelkakirjalainojen ominaisuudet

4.9.1 Osakkeiksi vaihto

Selvästi yleisimmin vaihtovelkakirjalaina vaihdetaan kiinteään määrään uusia osakkeita. Tällaisia lainoja oli tutkituista 116 lainasta 95 eli 82 %. Näistä neljässä lainassa vaihdossa saatavat osakkeet saattoivat olla eri lajissa, riippuen esim. vaihtoajasta tai lainan haltijasta.

Taulukko 8 Osakkeiksi vaihdon muodot

	Kpl	Milj. eur
Kiinteä	95	2405,50
Merkintämaksu	5	24,22
Osinko vaikuttaa	5	123,63
Vaihtohinta sidottu pörssilistaushintaan	2	23,50
Aluksi kiinteä, myöhemmin riippuu osakekurssista	1	2,52
Vaihdeavissa yhtiön tai toisen yhtiön osakkeiksi	1	20,81
Ei tietoa	7	21,47
Yhteensä	116	2621,65

Viidessä lainassa vaihtovelkakirjalainan haltija joutui suorittamaan merkintämaksun merkityksensä uusia osakkeita. Näistä kolmessa merkintämaksu oli kiinteä, yhdessä porrastetusti nouseva ja yhdessä porrastetusti nouseva ja osingon määrällä korjattu. Kun vaihtovelkakirjalainassa on merkintämaksu, sen voidaan ajatella olevan vaihtovelkakirjalainan ja optiolainan yhdistelmä. Osa osakkeiden merkinnästä maksetaan luovuttamalla laina yhtiölle ja osa rahalla. Tätä vaihtoehtoa on käytetty

⁴ Jako markkina-arvon mukaan on tehty OMX Pohjoismaisen Pörssin käyttämän jaon mukaan. (OMX 2007)

lähinnä yhtiöiden henkilökunnalle suunnatuissa lainoissa. Viidestä lainasta neljä oli tällaisia.

Viiden lainan kohdalla vaihtohintaan vaikuttavat maksetut osingot. Neljän lainan kohdalla vaihtohintaa alennetaan koko osingon määrällä. Yhdessä lainassa vaihtohintaa alennetaan osingon määrällä joka ylittää tietyn raja-arvon. Samoin ylimääräinen osinko tai pääomanpalautus alentaa vaihtohintaa. Myös ostotarjous tai yksittäisen omistajan yli 50 % omistusosuus yrityksessä alentaa tämän lainan vaihtohintaa.

Kahden lainan kohdalla vaihtohinta määräytyi pörssilistaus hinnan mukaan. Nämä lainat oli siis laskettu liikkeelle ennen osakkeiden julkista kaupankäyntiä. Yhden lainan kohdalla kiinteä vaihtohinta muuttui määräajan jälkeen pörssikurssista riippuvaiseksi. Tässä lainassa on myös ehto, jonka mukaan vaihto osakkeiksi on pakollinen, jos yritystä uhkaa selvitystila.

Seitsemän lainan osalta ei ollut tietoa osakkeiksi vaihdon muodosta.

Yksi lainoista oli vaihdettavissa yhtiön oman osakkeen lisäksi vaihtoehtoisesti toisen yhtiön osakkeiksi. Suomen Viestintäkehitys laski vuonna 1989 liikkeelle lainan, joka oli vaihdettavissa yhtiön omien osakkeiden lisäksi Aamulehden osakkeiksi. Yhtiö omisti vaihdossa mahdollisesti annettavat Aamulehden osakkeet.

41 vaihtovelkakirjalainan kohdalla oli käytössä osakkeen kurssi laina-ajan ensimmäiseltä päivältä vuodesta 1995 alkaen (Kauppalehti 2007). Keskimääräinen vaihtopremio on 20,75 % ja mediaani 20,69 %. Pienin vaihtopremio on -96 % ja suurin 277,95 %. Negatiivinen vaihtopremio on 13 lainalla. Vaihtopremiota arvioitaessa pitää ottaa huomioon, että käytetty osakekurssi on laina-ajan alkamispäivä. Useimmissa tapauksissa vaihtovelkakirjalaina on kuitenkin hinnoiteltu ennen laina-ajan alkua, joten osakkeen kurssi on saattanut ehtiä muuttumaan huomattavastikin.

Vaihtovelkakirjalainassa ei pitäisi olla negatiivista vaihtopremiota. Tämä tarkoittaa sitä että vaihtovelkakirjalainan haltija voisi vaihtaa lainan heti osakkeiksi ja saada riskitöntä tuottoa ja yhtiöillä ei pitäisi olla mitään rahoitukseen liittyvää perustetta tähän. 13

negatiivisen vaihtopreemion omaavasta lainasta kolme on suunnattu henkilökunnalle, joten tässä on kyseessä yhtiön halu kannustaa työntekijöitä edullisella lainalla, ei siis rahoituksen hankinta. Kahdeksan lainan kohdalla lienee kysymys taloudellisessa vaikeuksissa olevan yrityksen saneeraus. Myös osakkeen alhainen yksikköhinta voi selittää osittain tulosta. 10 lainan kohdalla osakkeen kurssi on alle 1,01 euroa ja pienimmillään 0,05 euroa, ainoastaan henkilökunnalle suunnatuissa lainoissa yhtiön osakekurssi oli selvästi korkeampi.

4.9.2 Korko

Taulukko 9 Vaihtovelkakirjalainojen koron määrättyminen

	Kpl	Milj. eur	Keskiarvo milj. eur
Kiinteä	68	1394,20	20,50
Koroton	9	161,04	17,89
Muuttuva	9	283,03	31,45
Kiinteä, lisäajalta kiinteä korotus	7	130,74	18,68
Kiinteä korko muuttuu määräajan jälkeen vaihtuvaksi	5	282,61	56,52
Maksetaan takaisin nimellisarvoa korkeampaan hintaan	4	39,84	9,96
Kiinteä, lisäajalla muuttuva	2	310,00	155,00
Ei tietoja	12	20,19	1,68
Kaikki yhteensä	116	2621,65	22,60

Vaihtovelkakirjalainojen koron muodossa on vaihtelua. Selvästi yleisin käytetty on kiinteä korko laina-ajalta, tällainen on 68 lainassa. Näitten lainojen pääoma on vähän yli puolet kaikista lainoista. Keskimäärin lainat ovat kuitenkin melko pieniä. Yhden kiinteäkorkoisen lainan korko maksetaan puolivuositain. Kolmen lainan kohdalla erääntyneitten korkojen maksu alkaa vasta eripituisten määräaikojen jälkeen. Kiinteä korko on vaihdellut 0,25 % -11,5 % välillä, keskimäärin 6,29 %.

Korottomia lainoja on yhdeksän, joista yksi muuttuu korolliseksi jos takaisinmaksu viivästyy.

Yhdeksässä lainassa on muuttuva korko. Näistä neljässä korko on sidottu viitekorkoon ja siihen lisätään kolmessa tapauksessa marginaali ja yhdessä vähennetään marginaali. Kahden lainan korko on sidottu osakkeelle maksettavaan osinkoon. Kahden lainan korko nousee laina-aikana porrastetusti. Yksi laina on alussa koroton ja määräajan jälkeen viitekorkoon + marginaaliin sidottu.

Muuttuvakorkoisissa lainoissa on myös ehtoja koron minimi ja maksimi tasoille. Myös käytetyt marginaalit muuttuvat osassa lainoista ajan tai maksun viivästyksen mukaan.

Yhdeksässä lainassa maksetaan laina-ajalta kiinteää korkoa, mutta jos lainan korkojen tai pääoman takaisinmaksu viivästyy lainaehtojen mukaisesti, niin lykätylle korolle tai pääomalle maksetaan lisäkorkoa. Kiinteä korko on ollut 4,5 % - 7,0 % ja keskiarvo 5,83 %. Seitsemässä tapauksessa lisäkorko on kiinteä ja kahdessa lainassa muuttuva, eli viitekorko + marginaali. Kiinteä lisäkorko on kuudella lainalla 2 % ja yhdessä 3 %. Muuttuvien lisäkorkojen marginaali on 5 %, viitekorkona 3 kk tai 12 kk euribor. Nämä lainat ovat kaikki etuoikeusasemaltaan pääomalainoja.

Viidessä lainassa on laina-ajan alussa kiinteä korko, joka muuttuu vaihtuvaksi ennalta määrätyn ajan jälkeen. Näissä lainoissa kiinteä korko on ollut 6,2 % - 9,02 %, keskiarvo 7,81 %. Kaikissa lainoissa vaihtuvan korkojakson marginaali on 5 %, neljän viitekorko on 12 kk helibor ja yhden 6 kk helibor. Myös nämä lainat ovat kaikki etuoikeusasemaltaan pääomalainoja.

Neljän lainan kohdalla takaisinmaksu tapahtuu nimellisarvoa korkeampaan kurssiin, jos lainaa ei ole vaihdettu osakkeiksi. Normaali korko on näissä kiinteä 5 % - 6,5 %, efektiivinen korko nousee kuitenkin takaisinmaksun yhteydessä. Takaisinmaksu kurssi vaihtelee 114,52 % - 156,80 %.

Ajallisesti eri korkomuotojen välillä on havaittavissa eroja. Määräajan jälkeen kiinteä koron muuttuminen vaihtuvaksi oli käytössä vuosien 1993–1996 välillä. Vastaavasti kiinteä korko yhdistettynä kiinteään lisäkorkoon tai muuttuvaan korkoon jos lainan korko tai pääoman maksu viivästyy, on käytössä vuodesta 1999 alkaen. Nimellisarvoa

korkeampaa takaisinmaksukurssia käytettiin vain 1989. Muissa korkomuodoissa ei ole havaittavissa selkeää aikaa, milloin ko. tapa määritellä korko olisi ollut käytössä. Kiinteäkorkoisia vaihtovelkakirjalainoja on laskettu liikkeelle ainoana vaihtoehtona joka vuosi tarkastelujakson aikana.

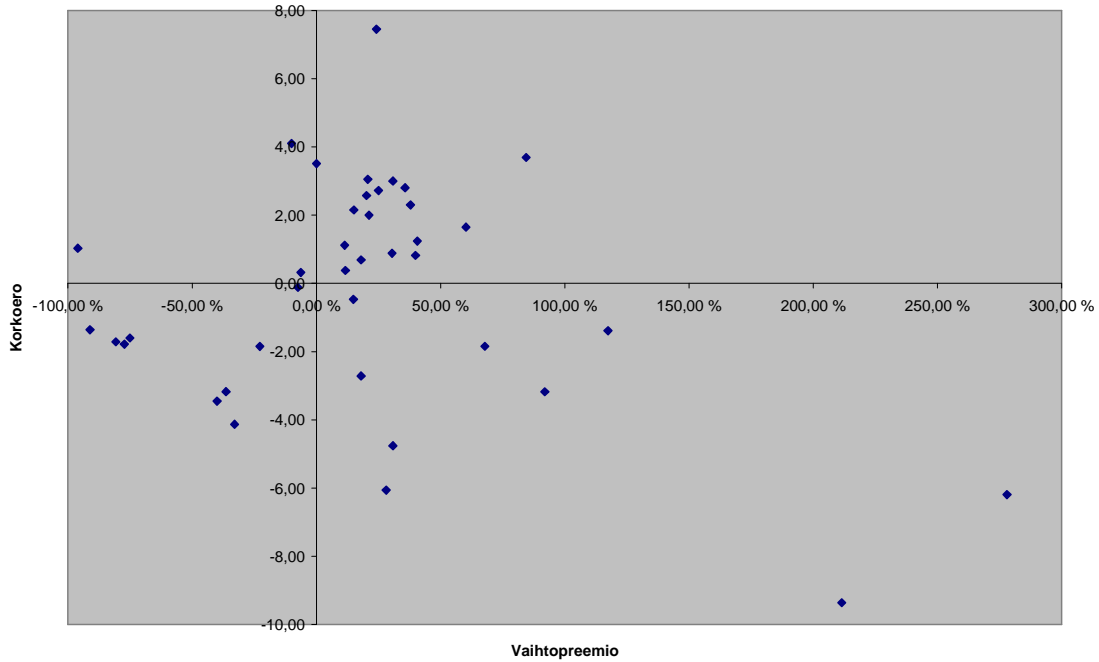
Suomalaiset pörssiyritykset ovat käyttäneet erilaisia korkomuotoja vaihtovelkakirjalainoissaan monipuolisesti.

12 lainan kohdalla ei ole tietoa koron määräytymisestä.

60 vaihtovelkakirjalainan kohdalla oli käytettävissä tieto riskittömästä korosta (Suomen Pankki 2007). Vaihtovelkakirjalainan korkoa verrattiin viiden, 10 tai tarkempaan lähimpään valtion viitelainan korkoon. Viitelainojen korkoja oli saatavilla vuodesta 1992 alkaen. Riskitöntä korkoa verrattiin kiinteään korkoon laina-ajan alussa. Muuttuvan koron osalta riskipreemiona käytettiin lainan koron marginaalia suhteessa viitekorkoon.

Keskimäärin vaihtovelkakirjalainojen koron ero riskittömään korkoon oli -0,13 %, mediaani 1,00 %. Pienin korkoero oli -9,36 % ja suurin 7,45 %.

Vaihtopreemion tai korkoeron tarkastelu yksinään ei anna riittävää kuvaa vaihtovelkakirjalainojen hinnoittelusta. Nämä tekijät ovat riippuvaisia toisistaan. Mitä suurempi on korkoero suhteessa riskittömään korkoon, sitä suurempi vaihtopreemio voi olla. Vastaavasti pieni vaihtopreemio mahdollistaa pienen tai negatiivisen korkoeron suhteessa riskittömään korkoon. Korkoeron ja vaihtopreemion suhteeseen vaikuttavat kaikki vaihtovelkakirjalainan ehdot.



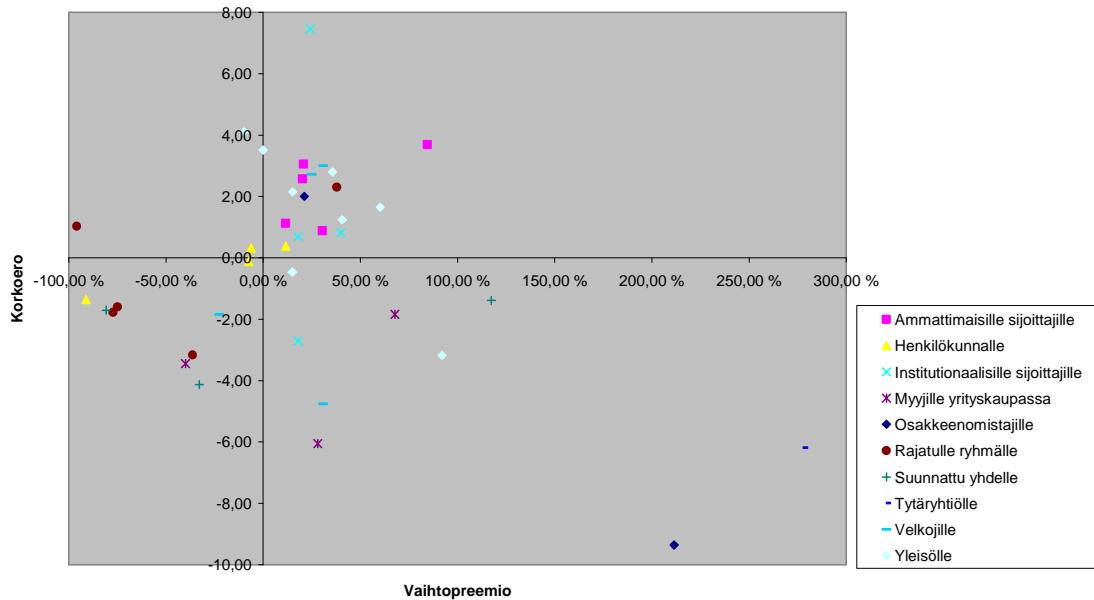
Kuvio 11 Vaihtovelkakirjalainojen korkoeron suhde vaihtopremioon

Kuviossa 11 näkyy 39 vaihtovelkakirjalainan korkoeron suhde riskittömään korkoon ja vaihtopremio. Mitä suurempi on lainan korkoero suhteessa riskittömään korkoon, sitä suurempi pitäisi olla vaihtopremion.

Pisteiden kuvassa pitäisi olla siis pääasiassa oikeassa yläkulmassa tai vasemmassa alakulmassa. Näin onkin suurimmassa osassa lainoja, mutta osassa lainoissa on erittäin suuri vaihtopremio yhdistettynä alhaiseen korkoon suhteessa riskittömään korkoon. Tällaiset lainat ovat yrityksen kannalta edullisia, niissä yhdistyy alhainen korko pieneen todennäköisyyteen vaihtovelkakirjalainan vaihdosta osakkeiksi.

Vastaavasti vaihtovelkakirjalainat joissa on negatiivinen vaihtopremio ja suuri korkoero ovat yhtiön kannalta kalliita. Näitä onkin selvästi vähemmän kuin oikeassa alakulmassa olevia lainoja. Tästä voi arvioida että yhtiöt ovat käyttäneet vaihtovelkakirjalainaa silloin kun sen ehdot ovat olleet edulliset ja vastaavasti pidättäytyneet vaihtovelkakirjalainan liikkeelle laskuista epäedullisilla ehdoilla.

Mitä ylempänä ja oikealla kuviossa piste on, sitä lähempänä vaihtovelkakirjalaina on suoraa lainaa. Ja vastaavasti mitä alempana ja vasemmalla, sitä lähempänä vaihtovelkakirjalaina on osaketta, johon se on vaihdettavissa.



Kuvio 12 Korkoeron ja vaihtopremion suhde eri merkitsijäryhmissä

Kuviossa 12 korkoeron ja vaihtopremion suhdetta kuvataan vaihtovelkakirjalainojen merkitsijäryhmissä. Ammattimaisille sijoittajille suunnatut lainat ovat hinnoiteltu normaalisti, eli pisteet sijaitsevat oikeassa yläkulmassa. Henkilökunnalle suunnatuista lainoista kolme on hyvin lähellä akselien leikkauspistettä, neljännen lainan vaihtopremion n. -90 %, mutta tätä selittää merkintämaksu.

Institutionaalisille sijoittajille suunnatuissa vaihtovelkakirjalainoissa korkoerossa on huomattavaa hajontaa. Lähes 8 % korkoero riskittömään valtionlainaan on Aspocompin v. 2006 lainassa, tätä selittää yhtiön huono taloudellinen tilanne lainan liikkeelle laskun hetkellä.

Yrityskaupan maksuksi suunnatuissa vaihtovelkakirjalainoissa on myös hajontaa, yhteistä näissä on että kaikissa on negatiivinen korkoero. Yrityskaupassa maksuvälineen

hinta voi olla osa kokonaiskauppaa, joten myyjällä ja ostajalla on mahdollisuus vapaammin sopia vaihtovelkakirjalainan ehdoista.

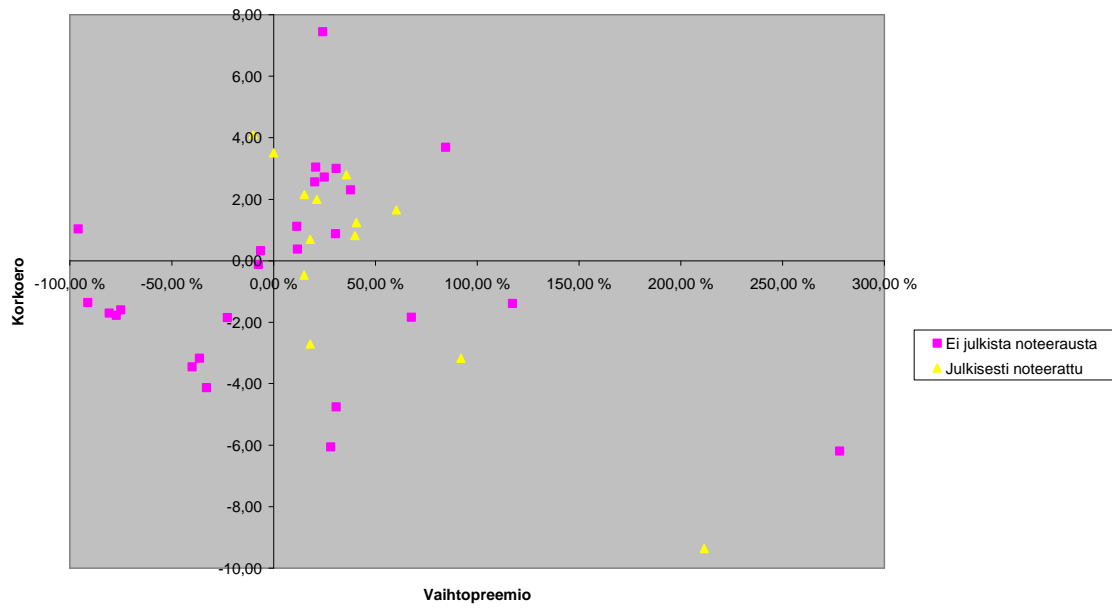
Osakkeenomistajille suunnattuja lainoja oli tässä tarkastelussa vain kaksi. Niistä toinen oli hinnoiteltu normaalisti, mutta toisessa yhdistyy korkea vaihtopremio alhaiseen korkoon. Tässä tapauksessa vaihtovelkakirjalainaan liittyi myös erillinen optiotodistus, joten vaihtopremio ei ole oikea mittari arvioitaessa vaihtovelkakirjalainan edullisuutta tai kalleutta yrityksen kannalta. Kyseessä oli raskaasti velkaantuneen yrityksen velkojen uudelleen järjestely.

Rajatulle ryhmälle suunnatuissa vaihtovelkakirjalainoissa neljässä viidestä oli negatiivinen vaihtopremio, nämä olivat kaikki yhden yhtiön, eli Benefonin, liikkeelle laskemia. Lainat olivat suunnattu lähinnä yhtiön lähipiiriin kuuluville yhtiöille ja olivat osa suurempaa rahoitusratkaisua.

Yhdelle taholle suunnatuissa lainoissa oli kaikissa negatiivinen korkoero, mutta vaihtopremiossa oli enemmän hajontaa. Yksi lainoista oli suunnattu yhtiön tytäryhtiölle, joka luovutti lainan eteenpäin yhtiön velkojille. Yhtiö oli Polar ja vaihtovelkakirjalaina oli osa yhtiön saneerausta. Velkojille suunnatuissa lainoissa oli hajontaa selvästi korkoeron ja vaihtopremion suhteen.

Yleisölle suunnatut lainat sijaitsevat kuviossa suurimmaksi osaksi oikealla yläkulmassa, eli kyseessä on näissä tapauksissa ollut normaalista rahoituksesta.

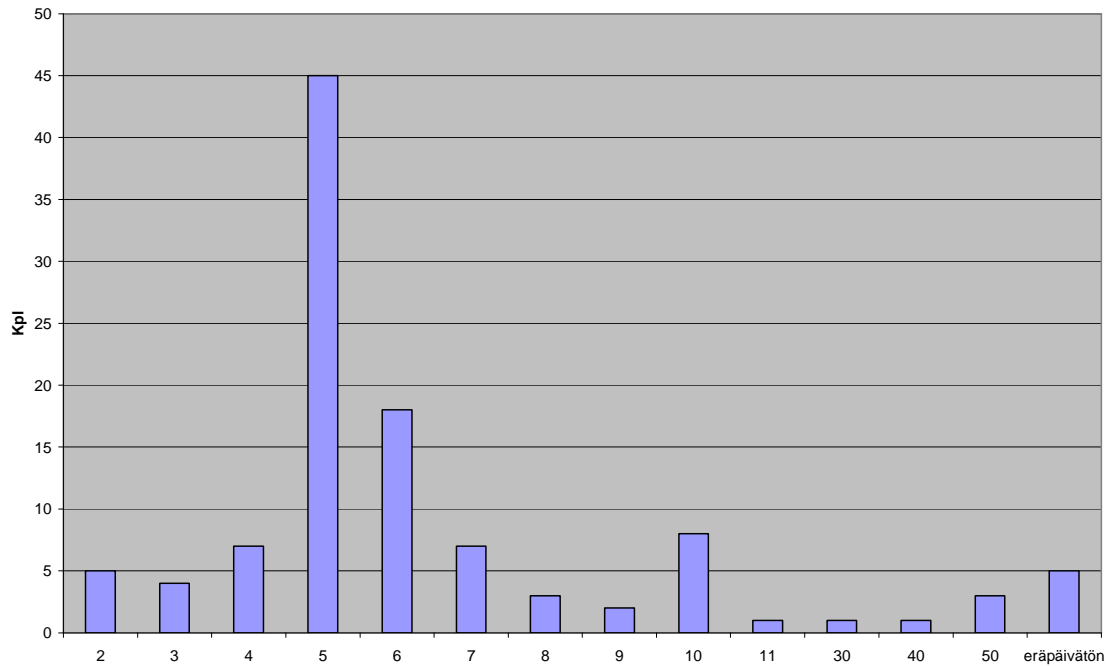
Ammattimaisille sijoittajille, institutionaalisille sijoittajille ja yleisölle suunnatut lainat ovat pääasiassa oikealla yläkulmassa kuviossa 12. Näissä tapauksissa yhtiöt ovat hakeneet suurelta osin normaalia rahoitusta ja vaihtovelkakirjalainat ovat hinnoiteltu normaalisti. Muitten ryhmien kohdalla on selvästi suurempaa hajontaa korkoeron ja vaihtopremion suhteessa, joten vaihtovelkakirjalainojen hinnoitteluun on voinut vaikuttaa normaalien rahoitusehtojen lisäksi muut tekijät.



Kuvio 13 Korkoeron ja vaihtopremion suhde vaihtovelkakirjalainojen julkisen kaupankäynnin mukaan

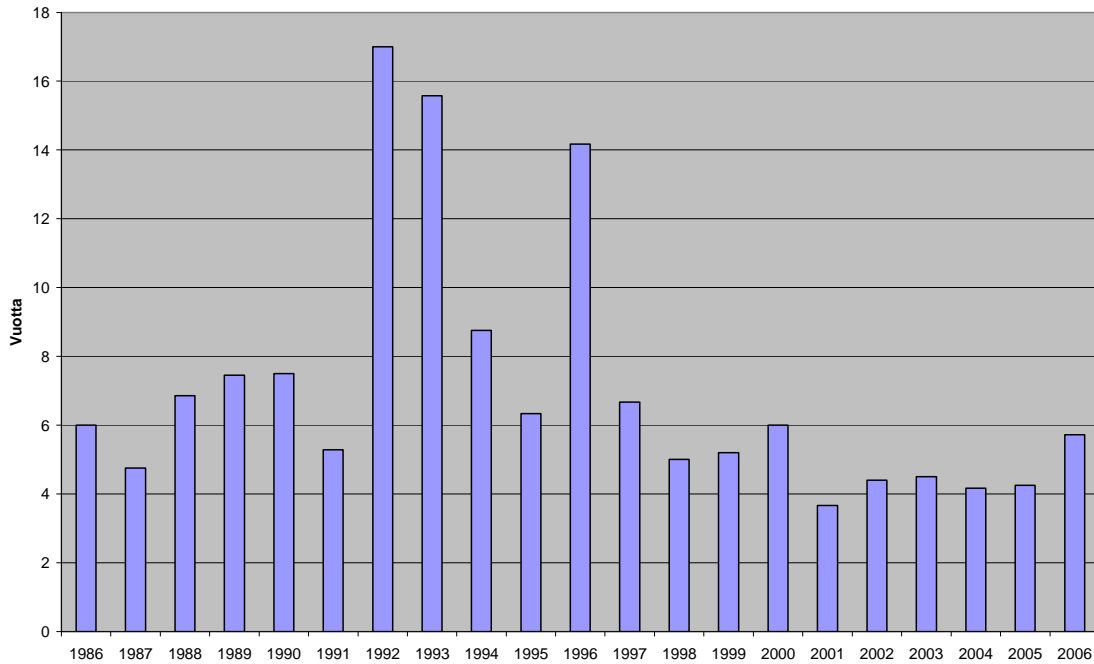
Noteerattujen vaihtovelkakirjalainojen enemmistön pisteet sijaitsevat kuviossa 13 oikeassa ylänurkassa. Vastaavasti vaihtovelkakirjalainat, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena, ovat jakautuneet laajemmalle. Julkinen kaupankäynti näyttää yhdenmukaistavan jossain määrin vaihtovelkakirjalainojen hinnoittelua.

4.9.3 Laina-aika



Kuvio 14 Vaihtovelkakirjalainojen laina-ajat

Selvästi yleisin käytetty laina-aika oli viisi vuotta, sellaisia lainoja oli 45 kpl eli 39 %. Keskimääräinen laina-aika oli 7,5 vuotta ja mediaani viisi vuotta. Lyhyin laina-aika oli kaksi vuotta ja pisimmät eräpäivälliset lainat olivat 50 vuoden mittaisia. Viisi lainaa oli eräpäivättömiä. Kuuden lainan kohdalla ei ole tietoa laina-ajasta.



Kuvio 15 Keskimääräinen laina-aika

Keskimäärin pisimmät eräpäivälliset lainat laskettiin liikkeelle vuosien 1992–1996 välillä. Eräpäivättömistä lainoista neljä viidestä laskettiin liikkeelle vuonna 1994. Yritykset hakivat tällä jaksolla selvästi pitempiaikaista rahoitusta verrattuna jaksoihin ennen tai jälkeen.

Vuosien 2001–2005 välillä laskettiin liikkeelle keskimäärin lyhytaikaisimmat vaihtovelkakirjalainat. Laina-ajan keskiarvo oli näinä vuosina 4,5 vuotta.

Taulukko 10 Keskimääräinen laina-aika erikokoisilla yrityksillä

Keskimääräinen laina-aika v.	
Pienet yhtiöt	6,3
Keskisuuret yhtiöt	13,0
Suuret yhtiöt	12,1

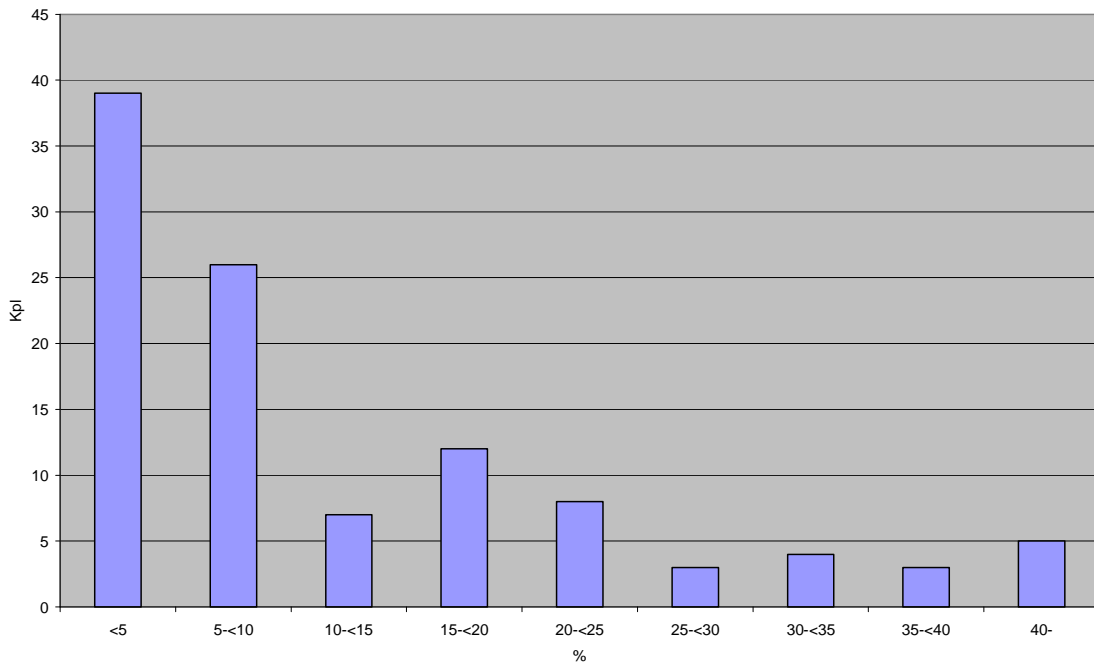
Pienet yhtiöt ovat hakeneet vaihtovelkakirjalainoilla selvästi lyhytaikaisempaa rahoitusta verrattuna keskisuuriin ja suuriin yrityksiin.

4.9.4 Takaisinmaksu

Suurin osa vaihtovelkakirjalainoista maksetaan takaisin kerralla laina-ajan päättyessä. Tällaisia lainoja on 108 kpl, eli 93 %. Kahdessa erässä maksetaan kolme lainaa, kolmessa erässä 1 laina ja neljässä erässä neljä lainaa.

Neljä yhtiötä on käyttänyt mahdollisuutta maksaa laina takaisin useammassa erässä. Kaikissa tapauksissa on ollut kyse taloudellisissa vaikeuksissa olevan yrityksen saneerauksesta. Yhtiöt ovat Polar, Jippii Group, Panostaja ja Benefon.

4.9.5 Vaihdoissa saatavien uusien osakkeiden osuus



Kuvio 16 Uusien osakkeiden osuus vaihtovelkakirjalainan vaihdon jälkeen

Kuviossa 16 näkyy miten uusien osakkeiden osuus yhtiön kaikista osakkeista vaihdon jälkeen on jakautunut. Suurin luokka on alle viisi prosenttia vaihdon jälkeisistä osakkeista, tällaisia lainoja on 39 kpl. Yli 40 %:n osuus yhtiön osakkeista saadaan viidessä lainassa.

Laskelmassa ei ole huomioitu saman yrityksen muita liikkeelle laskemia vaihtovelkakirjalainoja tai optiotodistuksia. Yhdeksän lainan osalta ei ollut tietoa vaihdossa saatavista osakkeista tai yhtiön osakemäärästä lainan liikkeelle lasku hetkellä.

Uudet osakkeet vähentävät vanhojen osakkeenomistajien omistusosuutta yhtiössä, eli omistus dilutoituu. Keskimäärin uusien osakkeiden osuus on 13,1 % ja mediaani 7,8 %. Pienimmillään uusia osakkeita tulee vain 0,3 % yhtiön osakkeista. Enimmillään uusia osakkeita tulee 86 % vaihdon jälkeisistä osakkeista, eli vanhojen osakkeenomistajien omistusosuus putoaa merkittävästi.

Taulukko 11 Uusien osakkeiden keskimääräinen osuus erikokoisilla yrityksillä

Uusien osakkeiden osuus %	
Pienet yhtiöt	17,8
Keskisuuret yhtiöt	10,7
Suuret yhtiöt	5,6

Pienillä yhtiöillä vaihtovelkakirjalainan vaihdon jälkeen uusien osakkeiden osuus kaikista osakkeista on keskimäärin suurin ja suurilla yhtiöillä taas pienin. Pienet yritykset ovat hakeneet vaihtovelkakirjalainoilla yhdellä kertaa selvästi suurempaa rahoitusta suhteutettuna omaan kokoonsa. Tähän voi olla syynä se, että rahoituksen järjestelykustannukset ovat suhteessa suuremmat pienillä yrityksillä verrattuna suurempiin, joten on kannattavampaa hakea kerralla suurempaa rahoitusta. Suuremmilla yhtiöillä vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskukustannukset voivat olla pienempiä suhteessa haetun rahoituksen kokoon.

Taulukko 12 Vaihtovelkakirjalainan nimellisarvon keskimääräinen suhde yrityksen markkina-arvoon erikokoisilla yrityksillä

Lainan nimellisarvon suhde markkina-arvoon %	
Pienet yhtiöt	29,7
Keskisuuret yhtiöt	20,2
Suuret yhtiöt	7,8

Taulukossa 12 on verrattu vaihtovelkakirjalainan nimellisarvoa yrityksen osakekannan markkina-arvoon laina-ajan alussa. Tälläkin tarkastelutavalla pienet yhtiöitten lainat ovat selvästi suurempia kuin suurten yhtiöitten lainat. Vaihtovelkakirjalainan nimellisarvon suhde yrityksen markkina-arvoon on keskimäärin 24,5 %, mediaani 17,6 %, minimi 0,2 % ja maksimi 165 %.

4.9.6 Vaihtovelkakirjalainojen etuoikeusasema

Taulukko 13 Vaihtovelkakirjalainojen etuoikeusasema

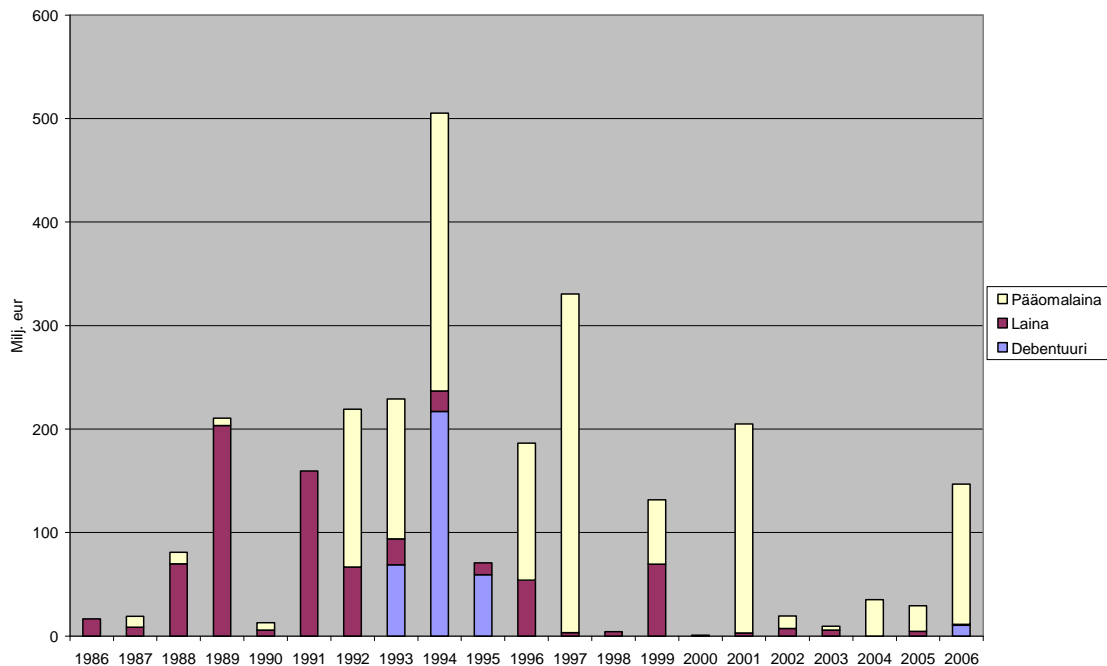
Etuoikeusasema	Kpl	Milj. eur	Keskiarvo milj. eur
Debentuuri	5	355,59	71,12
Laina	71	739,43	10,41
Pääomalaina	40	1526,63	38,17

Kappaleissa laskettuna suurin osa vaihtovelkakirjalainoista on lainoja, joilla on sama etuoikeusasema verrattuna yhtiön muihin lainoihin selvitystilassa. Näitä lainoja on 71 kpl.

Vähiten on käytetty debentureja. Debentureja on vain viisi tutkituista lainoista, mutta keskimäärin ne ovat suurimpia lainoja. Debentuurilla on huonompi etuoikeus yrityksen konkurssissa verrattuna muihin lainoihin, mutta parempi kuin pääomalainalla tai osakepääomalla. Liikkeeseenlaskija tai samaan konserniin kuuluva yritys ei saa antaa vakuutta debentuurin suorituksia varten. (Leppiniemi 2000, 92)

Pääomilla laskettuna pääomalaina on yleisin vaihtovelkakirjalainan muoto. Pääomalainalla on kaikkein huonoin etuoikeusasema verrattuna muihin lainoihin, mutta parempi kuin osakepääomalla. Pääomalainalle voidaan maksaa suorituksia vain jos yrityksen taseen sidotulle omalle pääomalle ja muille jakokelvottomille erille jää täysi kate. Korkoa voidaan maksaa vain jos maksettava määrä olisi käytettävissä voitonjakoon. (Leppiniemi 2000, 76–77)

Pääomalainassa on yrityksen kannalta se hyvä puoli, että siihen perustuvien saatavien perusteella yritystä ei voida hakea konkurssiin. Se on selvästi joustavampi lainamuoto kuin normaali laina tai debenttuuri. Jos yrityksellä ei ole voitonjakokelpoisia varoja, niin pääomalainalle ei makseta korkoa. Yleensä tällaiselle lykätylle korolle joudutaan maksamaan korkeampaa korkoa ja tämä lykätylle korolle maksettava korko on maksettava ennen kuin varsinaista korkoa voidaan maksaa.



Kuvio 17 Vaihtovelkakirjalainat eri etuoikeusaseman mukaan vuosittain

Pääomalainojen osuus vaihtovelkakirjalainoista oli varsin pieni vuoteen 1992 saakka. Sen jälkeen suurin osa vaihtovelkakirjalainojen pääomista on ollut pääomalainoja. Debenttuureja laskettiin liikkeelle pääasiassa vuosina 1993–1995. Näitten vuosien jälkeen vain vuonna 2006 laskettiin liikkeelle yksi debenttuuri muotoinen laina.

Vaihtovelkakirjalainojen etuoikeus asemassa on selvästi havaittavissa siirtyminen suuremman luottoriskin omaaviin lainoihin tutkimusjakson aikana.

Taulukko 14 Lainan etuoikeusasema erikokoisilla yrityksillä

	Debentuuri	Laina	Pääomalaina	Kaikki yhteensä
Pienet yhtiöt	2	18	17	37
Keskisuuret yhtiöt	2	2	5	9
Suuret yhtiöt	1	3	5	9
Kaikki yhteensä	5	23	27	55

Yrityksen koolla ei ole selvää vaikutusta käytettyyn lainan etuoikeusasemaan. Erikokoiset yritykset ovat käyttäneet kaikkia kolmea lainan muotoa varsin tasaisesti.

4.9.7 Julkinen noteeraus

Taulukko 15 Vaihtovelkakirjalainojen julkinen kaupankäynti

	Kpl	Milj. eur	Keskiarvo milj. eur
Ei pörssinoteerausta	77	904,30	11,74
Pörssinoteeraus	39	1717,35	44,03

Vaihtovelkakirjalainoista kappaleissa laskien 66 % ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Lainojen pääomilla tarkasteltuna vastaavasti 66 % on noteerattu, eli nämä ovat selvästi suurempia lainoja. Yksi lainoista on ollut listattuna Lontoossa, muut Helsingissä. Yksi vaihtovelkakirjalainoista oli noteerattu, vaikka yrityksen osake ei ollut pörssissä lainan liikkeellelaskun hetkellä.

Noteeraamattomia lainoja on laskettu liikkeelle joka vuosi tarkastelujaksolla, noteerattuja ei. Ajallisesti ei ole havaittavissa selvää trendiä sen suhteen, onko vaihtovelkakirjalainat noteerattu pörssissä. Pienten yhtiöitten lainat ovat selvästi useammin noteeraamattomia kuin keskisuurten ja suurten yritysten.

4.9.8 Oikeus enneaikaiseen takaisinmaksuun

Taulukko 16 Luokittelu enneaikaisen takaisinmaksuehdon mukaan

	Kpl	Milj. eur	Keskiarvo milj. eur
Ei enneaikaista maksua	46	722,31	15,70
Kova	22	1433,89	65,18
Pehmeä	4	187,37	46,84
Rajoituksetta	6	87,18	14,53
Ei tietoja	38	190,89	5,02

Mahdollisuus vaihtovelkakirjalainan enneaikaiseen takaisinmaksuun, eli call-ehtoon, voidaan jakaa neljään luokkaan. Ei oikeutta enneaikaiseen takaisinmaksuun, kova, pehmeä ja rajoitukseton mahdollisuus maksaa vaihtovelkakirjalaina takaisin enneaikaisesti. (Korkeamäki ja Moore 2004)

46 lainan kohdalla ei ole call-ehtoa, vastaavasti 32 lainassa ehto on. 38 lainan kohdalla ei ollut käytettävissä tietoa asiasta, todennäköisesti suurimmassa osassa näitä lainoja ei ole call-ehtoa. Mahdollisuus enneaikaiseen takaisinmaksuun on keskeinen erikoisehto vaihtovelkakirjalainoissa, joten voidaan olettaa että ehdon olemassa olosta olisi ollut maininta käytetyissä aineistoissa.

Lainat joissa call-ehto on, voidaan jakaa kolmeen ryhmään. Kova-ehdossa laina-ajan alussa on jakso, jolloin takaisinmaksu ei ole mahdollista. Lainan haltija on tällöin suojattu enneaikaiselta takaisinmaksulta tietyn ajan. Ehtoon yhdistyy yleensä, mutta ei aina, myös osakkeen kurssi, jonka pitää ylittää vaihtohinta ennalta määrätyn prosentin mukaan.

Pehmeässä call-ehdossa lainan takaisinmaksu riippuu osakkeen hinnan kehityksestä. Usein molemmissa call-ehdossa yhdistyy aika ja osakkeen kurssi. Jako eri luokkiin on tehty sen mukaan kumpi ehto mahdollistaa aikaisemmin enneaikaisen takaisinmaksun.

22 lainassa on kova-ehto. Näitten lainojen pääoma on n. 55 % kaikista vaihtovelkakirjalainoista. Viidessä lainassa call-ehto on vain aikaan sidottu, eli ennenaikainen takaisinmaksu voidaan suorittaa tämän jälkeen riippumatta osakkeen hinnan kehityksestä. 17 lainassa yhdistyy aika ja osakkeen hinnan kehitys. Keskimäärin osakkeen kurssin pitää ylittää vaihtohinta 76 %, minimissään 36 % ja maksimissaan 200 %. Yhdessä lainassa prosentti nousee porrastetusti ajan mukaan välillä 20–50 %. 1990-luvulla lähes kaikissa tämän ehdon sisältävissä lainoissa raja on 40 %. Vastaavasti 2000-luvulla keskiarvo on 104 %. Tämä ehto on siis kiristynyt yhtiöiden kannalta selvästi.

Keskimäärin suoja-aika on 2,8 vuotta, minimissään kaksi kuukautta ja maksimissaan 10 vuotta. Mediaani on 3 vuotta. Suoja-aika vaihtelee jonkin verran vuosittain, mutta sen kehityksessä ei ole nähtävissä yhtä selvää nousua kuin call-ehdon sitomisessa osakkeen hinnan kehitykseen.

Yhdessä lainassa ennenaikainen takaisinmaksuaika riippuu osakkeen pörssilistausajankohdasta. Kolmessa lainassa takaisinmaksu voidaan suorittaa 10 vuoden jälkeen riippumatta osakkeen hinnan kehityksestä. Kahdessa lainassa on myös ehto, jonka mukaan laina voidaan maksaa takaisin jos 85 % lainasta on vaihdettu osakkeiksi.

Neljässä lainassa call-ehto on pehmeä, eli ennenaikainen takaisinmaksu riippuu ensisijaisesti osakkeen hinnan kehityksestä. Näistä kolmessa lainassa prosentti on 40 ja yhdessä 122. Kuten kova-ehtoisissa lainoissa, tässäkin tapauksessa 40 % on ollut käytössä 1990-luvulla ja 122 % 2000-luvulla. Kahdessa lainassa call-ehto on pelkästään osakkeen hinnan mukaan. Kahdessa lainassa ennenaikainen takaisinmaksu voidaan suorittaa 10 tai 10,5 vuoden jälkeen huolimatta osakkeen hinnan kehityksestä.

Kuudessa lainassa ennenaikainen takaisinmaksu voidaan suorittaa koska tahansa ja riippumatta osakkeen hinnan kehityksestä. Näissä lainoissa sijoittajalla ei ole siis minkäänlaista suojaa ennenaikaiselle takaisinmaksulle.

Suomessa call-oikeuden käyttö eroaa kansainvälisistä tuloksista. Korkeamäki (2005) tutki vuosien 1983–1998 välillä call-oikeuden esiintymistä vaihtovelkakirjalainoissa

kansainvälisesti. Tutkimuksessa oli mukana 1480 vaihtovelkakirjalainaa 27 maasta. Tutkituista lainoista vain alle yhdeksän prosenttia oli ilman enneaikaista takaisinmaksun mahdollisuutta. Suomalaisissa vaihtovelkakirjalainoissa vastaava prosentti on n. 40 ja jos lasketaan mukaan lainat joiden kohdalla ei ole yksiselitteistä tietoa asiasta, niin prosentti on 72.

Kansainvälisesti call-oikeus ilman mitään rajoitteita on erittäin harvinainen, näitä oli vain 1,3 % tutkituista vaihtovelkakirjalainoista. Suomessa vastaava osuus oli 5 %. Kansainvälisesti kova call-ehto on ollut yleisin, niitä oli 52 % tutkituista vaihtovelkakirjalainoista ja vastaavasti pehmeä ehto oli 38 % lainoista. Pehmeän call-ehdon käyttö on vähentynyt v. 1988 jälkeen selvästi. (Korkeamäki 2005)

Korkeamäki (2005) tutki myös eri maiden oikeusjärjestelmän vaikutusta call-ehtoon. Hän jakoi maat anglo-amerikkalaiseen common law ja mannermaiseen siviilioikeus (civil law) järjestelmiin. Tutkimuksessa havaittiin että common law maissa call-suoja on heikompi, eli yrityksillä oli helpompi mahdollisuus pakottaa vaihtovelkakirjalainan haltijat vaihtamaan laina osakkeiksi. Vastaavasti siviilioikeus maissa laina-antajan suoja oli parempi, eli sijoittajilla oli parempi mahdollisuus pysyä halutessaan velkojan asemassa. Tähän vaikuttaa se, onko oikeusjärjestelmä enemmän osakkeenomistajaa vai velkojaa suosiva. Suomi luokiteltiin siviilioikeus maihin.

Korkeamäen (2005) aineistossa siviilioikeusmaissa käytetyissä vaihtovelkakirjalainoissa 16 % oli ilman call-ehtoa ja vastaavasti common law maissa 4 %.

Suomen rahoitusmarkkinat olivat 1980-luvulla varsin pankkikeskeisiä ja voidaan ajatella että velkojan asema suhteessa osakkeenomistajaan oli parempi. Vain yhdessä lainassa 1980-luvulla oli call-ehto, eli Tampella vuoden 1988 lainassa, seuraava oli vuonna 1992. Vaikka rahoitusjärjestelmämme pankkikeskeisyys on vähentynyt tutkimusjakson aikana selvästi, on mahdollista että call-ehtoa ei ole haluttu käyttää velkojaa suosivan historian takia.

Taulukko 17 Call-luokitus vaihtovelkakirjalainan julkisen kaupankäynnin mukaan

Call-luokitus	Ei noteerausta	Noteerattu	Kaikki yhteensä
Ei enneaikaista maksua	28	18	46
Kova	4	18	22
Pehmeä	2	2	4
Rajoituksetta	6		6
Ei tietoa	37	1	38
Kaikki yhteensä	77	39	116

Pörssissä noteeratuista vaihtovelkakirjalainoista noin puolet on ilman mahdollisuutta maksaa laina takaisin enneaikaisesti. Vastaavasti noteeraamattomissa lainoissa tämä on 70 % niitten lainojen osalta joista tieto asiasta oli käytettävissä. Vastaava luku on 84 % jos arvioidaan että lainat joiden kohdalla ei asiasta ollut tietoa, ovat ilman call-oikeutta.

Rajoituksetonta mahdollisuutta maksaa vaihtovelkakirjalaina takaisin enneaikaisesti on käytetty vain noteeraamattomissa lainoissa. Noteeratuissa lainoissa kova call-ehto on ollut selvästi yleisin.

Noteeratuissa lainoissa call-ehto on yleisempi kuin ilman noteerausta olevissa lainoissa. Voidaan arvioida että noteerattujen lainojen osalta yrityksillä on ollut mahdollisuus parempiin ehtoihin, kun taas listaamattomissa lainoissa sijoittajilla on ollut enemmän valtaa päättää vaihtovelkakirjalainan ehdoista. Call-ehto on yrityksen kannalta tärkeä ominaisuus, koska silloin yritys pystyy itse päättämään tarkemmin koska vaihtovelkakirjalaina muuttuu osakkeiksi. Vaihtovelkakirjalaina ilman call-ehtoa on vastaavasti arvokkaampi sijoittajalle, koska optio vaihtaa laina osakkeiksi on vain sijoittajan hallinnassa.

Kirjallisuudessa call-ehto on arvioitu erittäin tärkeäksi osaksi vaihtovelkakirjalainaa. Voidaan arvioida että Suomen vaihtovelkakirjalainamarkkina poikkeaa tässä kansainvälisestä käytännöstä.

Taulukko 18 Call-oikeuden jakautuminen lainan etuoikeusaseman mukaan

Call-luokitus	Debentuuri	Laina	Pääomalaina	Kaikki yhteensä
Ei ennenaikaista maksua		36	10	46
Kova	4	3	15	22
Pehmeä		1	3	4
Rajoituksetta		2	4	6
Ei tietoa	1	29	8	38
Kaikki yhteensä	5	71	40	116

Taulukossa 18 call-oikeus on luokiteltu vaihtovelkakirjalainojen etuoikeusaseman mukaan. Debentureissa on käytetty suhteessa eniten call-ehtoa, neljässä lainassa viidestä ehto on ja se on aina kova. Pääomalainoissa 55 %:ssa on call-ehto ja selvästi yleisin on kova. Lainoissa call-ehto on taas harvinainen, vain kuudessa vaihtovelkakirjalainassa 71 on sellainen.

Vaihtovelkakirjalaina, jonka muoto on pääomalaina, on lähempänä osaketta. Jos taas vaihtovelkakirjalainan muoto on tavallinen laina, niin sen voi ajatella olevan lähempänä normaalia lainaa. Call-oikeus korostuu lainoilla, joilla on tarkoitus saada uutta osakepääomaa tulevaisuudessa. Vastaavasti call-oikeuden merkitys voi olla vähäisempi, jos yritys on laskenut vaihtovelkakirjalainan liikkeelle enemmänkin saadakseen rahoitusta alemmalla korolla kuin kasvattaakseen osakepääomaa tulevaisuudessa.

Taulukko 19 Yritysten osakekannan markkina-arvo call-luokituksen mukaan

Call-luokitus	Keskiarvo	Kpl
Ei ennenaikaista maksua	227,09	28
Kova	497,90	21
Pehmeä	685,65	4
Rajoituksetta	44,63	6
Ei tietoa	41,57	3
Kaikki yhteensä	327,30	62

Call-ehtoa käyttäneet yritykset ovat markkina-arvoltaan suurempia kuin yritykset joiden vaihtovelkakirjalainoissa ei ole ollut tätä ehtoa. Poikkeuksen ovat yritykset jotka ovat käyttäneet rajoittamatonta oikeutta vaihtovelkakirjalainan ennenaikaiseen takaisinmaksuun. Osakkeiden markkina-arvon perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että suurempien yritysten on helpompi käyttää call-ehtoa vaihtovelkakirjalainoissaan, eli niillä on enemmän mahdollisuuksia saada rahoitusta itselleen edullisemmilla ehdoilla. Vastaavasti pienemmät yritykset ovat joutuneet laskemaan vaihtovelkakirjalainoja liikkeelle ilman call-ehtoa, vaikka ehto olisi hyvä keino vähentää yrityksen velkaantuneisuutta osakkeen arvon noustessa.

4.9.9 Mahdollisuus vaatia ennenaikaista takaisinmaksua

Kolmessa lainassa on put-oikeus, eli lainan haltijalla on mahdollisuus vaatia takaisinmaksua ennenaikaisesti. Helsingin Puhelimen v. 1999 lainassa put-oikeus on yhtenä päivänä, kolmen vuoden päästä liikkeellelaskusta. Lainan haltija voi vaatia osan tai koko lainan takaisinmaksua.

Aspoyhtymän henkilökunnalle v. 1995 suunnatussa lainassa haltija voi vaatia takaisinmaksua v. 1997 loppuun mennessä. Takaisinmaksu on nimellisarvo lisätynä kertyneellä korolla.

Cityconin v. 2006 lainassa sijoittajalla on mahdollisuus vaatia lainan takaisinmaksu, jos yrityksestä tehdään ostotarjous tai yksittäisen tahon omistusosuus nousee yli 50 % yhtiön osakekannasta.

Kahdessa ensimmäisessä tapauksessa put-oikeus suojaa sijoittajaa osakkeen hinnan laskun varalta. Kolmannessa tapauksessa put-oikeus on ehdollinen yrityksen omistusrakenteessa tapahtuville muutoksille ja suojaa lainan haltijaa liian keskittyneeltä omistusrakenteelta.

4.10 Vaihtovelkakirjalainojen hinnoittelu jälkimarkkinoilla

Byman ja Kjellman (1995) tutkivat suomalaisten vaihtovelkakirjalainojen hinnoittelua jälkimarkkinoilla. He käyttivät mallia jossa vaihtovelkakirjalainan arvo lasketaan suoran joukkovelkakirjalainan ja eurooppalaisen osto-option summana. Jos yrityksellä on call-oikeus, tämä otettiin huomioon vähentämällä vaihtovelkakirjalainan arvosta call-ehtojen mukaisen eurooppalaisen osto-option arvo. (Byman & Kjellman 1995, 260)

Tulosten mukaan vaihtovelkakirjalainat joissa ei ollut call-ehtoa, oli hinnoiteltu teoreettista arvoaan alhaisemmalle tasolle markkinoilla. Vastaavasti vaihtovelkakirjalainat joissa call-ehto oli, oli hinnoiteltu teoreettista arvoaan korkeammalle. (Byman & Kjellman 1995, 264)

5 PÄÄTELMÄT

Vaihtovelkakirjalainojen merkitys suomalaisille pörssiyhtiöille oli suurimmillaan 1990-luvulla. Huippuvuosi oli 1994, jolloin laskettiin euroissa mitattuna eniten lainoja liikkeelle. 1990-luvun puolen välin jälkeen vaihtovelkakirjalainan suhteellinen merkitys on vähentynyt muutamaa poikkeusvuotta lukuun ottamatta.

Suurin osa vaihtovelkakirjalainoista on varsin pieniä, alle 10 milj. euron kokoisia. Keskimääräinen lainan koko on vaihdellut eri vuosina varsin paljon. Vaihtovelkakirjalainaa käyttäneet yritykset ovat olleet pääasiassa pieniä yrityksiä.

Vaihtovelkakirjalainat ovat suurelta osin vaihdettavissa kiinteään määrään uusia osakkeita. Tämän lisäksi on kuitenkin käytetty useita erilaisia vaihtoehtoja. Myös lainoille maksettu korkoa on ollut erittäin usein kiinteä, mutta myös muita korko muotoja on käytetty.

Vaihtovelkakirjalainojen hinnoittelua tarkasteltaessa voidaan havaita että vaihtopremion ja korkoeron välinen suhde on hyvin erilainen eri lainoilla. Voidaan

arvioida että kaikki lainat eivät ole hinnoiteltu markkinaehtoisesti. Tämä korostuu mitä pienemmälle ja yritystä lähempänä olevalle joukolle vaihtovelkakirjalaina on suunnattu.

Pienet yhtiöt ovat käyttäneet suhteessa omaan kokoonsa nähden suurempia lainoja kuin keskisuuret tai suuret yhtiöt. Pienet yhtiöt ovat myös hakeneet näitä kahta ryhmää lyhytaikaisempaa rahoitusta.

Vaihtovelkakirjalainojen takaisinmaksun riskillisuus on lisääntynyt tutkimusjakson aikana. Kun 1990-luvun alkuun asti lainat olivat pääasiassa etuoikeusasemaltaan lainoja, niin v. 1992 alkaen pääomalainojen suhteellinen osuus on korostunut.

Yleisin vaihtovelkakirjalainan merkittäjätaho on ollut yleisö. Myös henkilökunnalle on suunnattu runsaasti lainoja. Nämä lainat keskittyivät lähinnä 1980-luvun loppuun.

Yllättävän harvassa suomalaisessa vaihtovelkakirjalainassa on yrityksellä mahdollisuus enneaikaiseen takaisinmaksuun. Tämä mahdollisuus on vain n. 28 % lainoista. Tässä suomalainen markkina eroaa selvästi kansainvälisestä. Call-ehto on teoreettisesti tarkasteltuna erittäin tärkeä ehto, koska sillä yritys voi pakottaa sijoittajat vaihtamaan lainansa enneaikaisesti osakkeiksi. Näin yrityksellä on parempi kontrolli omasta pääomarakenteesta.

Ajallisesti tarkasteluna vaihtovelkakirjalainan käytössä voidaan havaita tiettyjä trendejä. 1980-luvun lopulla henkilökunnalle suunnattiin runsaasti lainoja.

1990-luvun alkuvuosina vaihtovelkakirjalainaa käyttivät monet perusteellisuuden yritykset ja muut pääomaintensiivisellä toimialalla, kuten kuljetus, toimivat yritykset. Tämä ei ole kansainvälisten tutkimustulosten mukaista, joiden mukaan aineellisten hyödykkeiden suuri osuus taseessa ei ole tyypillistä vaihtovelkakirjalainaa käyttävälle yritykselle. Selitystä voi hakea ajankohdan markkinatilanteesta. Suomi kävi läpi 1990-luvun alussa laman ja pankkikriisin. Yritykset ovat joutuneet hakemaan mahdollisesti rahoitusta perinteisen pankkirahoituksen sijaan markkinoilta. Yritysten johdon ja markkinatoimijoiden välillä on saattanut olla suuri erimielisyys yritysten riskitasosta,

joten vaihtovelkakirjalaina on voinut tarjota erittäin hyvän tavan saada rahoitusta molemmille osapuolille hyväksyttävien ehdoin.

2000-luvulla korostuu pienten yritysten saneeraukseen käytetyt lainat. Moni pieni informaatioteknologian yritys käytti vaihtovelkakirjalainaa selvittääkseen rahoitusvaikeuksistaan.

Vaikka työssä ei kerätty tietoja yritysten taloudellisesta tilanteesta, voidaan arvioida että varsin moni yhtiö sopii Steinin (1992) malliin osakepääoman saamisesta ”takaoven kautta”. Pienet velkaantuneet yhtiöt ovat olleet optimistisia tulevaisuuden näkymistään ja halunneet antaa positiivisen signaalin tulevasta kehityksestä käyttämällä vaihtovelkakirjalainaa. Hyvä esimerkki tästä on Jippii Group, joka oli pahoissa talousvaikeuksissa v. 2002. Yhtiön velkojat muuttivat saataviaan vaihtovelkakirjalainoiksi. Saunalahti Groupiksi nimensä muuttanut yritys myytiin v. 2005 moninkertaisella hinnalla lainojen vaihtohintaan nähden.

Vaihtovelkakirjalainaa on käyttänyt Suomessa varsin erilaiset yritykset. Suurin osa on käyttänyt vaihtovelkakirjalainaa vain kerran tarkastelujaksolla.

Ajallisesti tarkasteltuna voidaan arvioida että vaihtovelkakirjalainan ehdot ovat monimutkaistuneet jakson alun jälkeen, varsinkin pääomalainat ovat olleet hallitsevassa roolissa 1990-luvun alun jälkeen. Samalla laajempien merkitysijäjoukkojen eli yleisön ja osakkeenomistajien rooli on vähentynyt. Vaihtovelkakirjalainojen on suunnattu pienemmille kohderyhmille. Voi olla että vaihtovelkakirjalaina on koettu yritysten keskuudessa monimutkaiseksi rahoitusmuodoksi ja on nähty että tämä ei ole ollut paras mahdollinen keino herättää laajemman ja vähemmän ammattitaitoisen joukon kiinnostusta.

6 LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus:

- Allen, Franklin & Gale, Douglas 1995. *Financial Innovation and Risk Sharing*. Second printing. Yhdysvallat: Massachusetts Institute of Technology.
- Asquith, P. & Mullins, D. 1991. Convertible debt: Corporate call policy. *Journal of Finance*, 46. 1273-1290.
- Asquith, P. 1995. Convertible bonds are not called late. *Journal of Finance*, 4 (September), 1275-1289.
- Brealey, Richard & Myers, Stewart 1991. *Principles of Corporate Finance*. Fourth Edition. New York: McGraw-Hill.
- Brennan, Michael & Schwartz, Eduardo 1977. Convertible bonds: Valuation and optimal strategies for call and conversion. *Journal of Finance*, Vol. XXXII, 5 (December). 1699-1715
- Brennan, Michael & Schwartz, Eduardo 1998. The Case for Convertibles, teoksessa: Stren, Joel. & Chew, Donald (toim.) *The Revolution in Corporate Finance*. Third Edition. Malden: Blackwell Publishers.
- Byman, Fredrik & Kjellman, Anders 1995. Corporate Convertible Bond: Evidence from Finland. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* 44:3
- Connolly, Kevin 1998. *Pricing Convertible Bonds*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Constantinides, G. & Grundy, B. 1987. *Call and conversion of convertible corporate bonds: Theory and evidence*. Graduate School of Business, University of Chicago. Chicago. Illinois.
- Datta, Sudip, Iskandar-Datta, Mai & Raman, Kartik 2003. Convertible bond calls: resolution of the information content puzzle. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, Issue 3.
- Essig, S. 1991. Convertible securities and capital structure determinants. Ph.D. Dissertation. Graduate School of Business. University of Chicago. Chicago. Illinois.
- Fabozzi, Frank & Fabozzi T. Dessa 1989. *Bond Markets, Analysis and Strategies*. First Edition. New Jersey: Prentice-Hall.
- Fabozzi, Frank 2005. *The Handbook of Fixed Income Securities*. Seventh edition. New York: McGraw-Hill.
- Fabozzi, Frank 2007. *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Sixth edition, New Jersey: Prentice-Hall.
- Harris, M. & Raviv, A. 1985. A sequential model of convertible debt call policy. *Journal of Finance*, 40, 1263-1282.
- Hillion, Pierre & Vermaelen, Theo 2004. Death Spiral Convertibles. *Journal of Financial Economics* 71. 381-415.
- Ingersoll, J. 1977a. A contingent-claims valuation of convertible securities, *Journal of Financial Economics* 4. 289-322.
- Ingersoll, J. 1977b. An examination of corporate call policy on convertible securities. *Journal of Finance*, 32. 463-478.
- Jaffee, D. & Shleifer, A. 1990. Costs of financial distress, delayed calls of convertible bonds, and the role of investment banks. *Journal of Business*, 63. 107-124.

- Jensen, Michael 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 2, 323-329.
- Korkeamäki, Timo & Moore William 2004. Convertible Bond Design and Capital Investment: The Role of Call Provisions. *The Journal of Finance* 59. 391-405.
- Korkeamäki, Timo 2005. Effects of law on corporate financing practices—international evidence from convertible bond issues. *Journal of Corporate Finance* 11, 809-831.
- Koski, Pauli 1972. *Vaihtovelkakirjat*. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 159.
- Leppiniemi, Jarmo 2000. *Rahoitus*. Ensimmäinen painos. Vantaa: WSOY.
- Loncarski, Igor, ter Horst, Jenke & Veld, Chris 2006. Why do Companies Issue Convertible Bonds? A Review of Theory and Empirical Evidence, teoksessa: L.D.R. Renneboog (toim.) “*Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*”, Amsterdam: Elsevier.
- Macdonald Wakeman, L. 1998. The Real Function of Bond Rating Agencies, teoksessa: Stren, Joel. & Chew, Donald (toim.) *The Revolution in Corporate Finance*. Third Edition. Malden: Blackwell Publishers.
- Mann, Steven, Moore, William & Ramanlal, Pradipkumar 1999. Timing of Convertible Debt Issues. *Journal of Business Research* 45. 101-105.
- Mayers, David 1998, Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47 Issue 1, 83-102.
- Mikkelsen, W. 1978. Agency Costs and Convertible Securities. Unpublished PdD Dissertation.
- Munro, Jamie 1996. Convertible debt financing: An empirical analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, VOL. 23:2, 319-334.
- Price, Quintin 1990. *Warrants, Options and Convertibles*. London: IFR Publishing Ltd.
- Puttonen, Vesa & Valtonen, Erik 1996. *Johdannaismarkkinat*. Porvoo: WSOY.
- Reilly, Frank 1989, *Investment Analysis and Portfolio Management*. Third Edition. Orlando: The Dryden Press.
- Rutterford, Janette 1996. Discussion of convertible debt financing: An empirical analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, VOL. 23:2, 335-337.
- Sörensson, Tomas 1993. *Swedish Convertible Bonds and Their Valuation*. A Disertion for the Doctor's Degree in Philosophy. Stockholm School of Economics. EFI.
- Stein, Jeremy 1992. *Convertible Bonds as "Back Door" Equity*. Financing, National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 4028.
- Van Horne, J.C. 1992. *Financial Management and Policy*. Prentice-Hall.

Muut lähteet:

- Brandt, Leena 1982, Verottaja tiukkana Enson lainalle, *Talouselämä*. 3/1982.
- Eklundh, Sten & Ervasti-Vaintola, Ilona 1994, Pääomalainojen esiinmarssi, *Unitas*. 2, 34-36
- Enso-Gutzeit Oy 1996. *Vuosikertomus 1995*.
- Enso-Gutzeit Oy, Veitsiluoto Oy 1995. *Merger Memorandum*.
- Helsingin Arvopaperipörssi 1997. *Pörssitilastoja 6/1997*.

Kock, Gunhard, 1988. *Pörssitieto 87*. Forssa: Tietoteos
 Kock, Gunhard, 1988. *Pörssitieto 88*. Forssa: Tietoteos
 Kock, Gunhard, 1989. *Pörssitieto 89*. Forssa: Tietoteos
 Kock, Gunhard, 1990. *Pörssitieto 90*. Forssa: Tietoteos
 Kock, Gunhard, 1991. *Pörssitieto 91*. Forssa: Tietoteos
 Kock, Gunhard, 1992. *Pörssitieto 92*. Forssa: Tietoteos
 Pankkiiriliike Erik Selin 1995. *Vaihtovelkakirjalainat 8/95*. Sijoitustutkimus.

Digitaaliset lähteet:

Kauppalehti WWW-sivut. Pörssiosakkeiden kurssihistoria. 28.11.2007
<http://www.kauppalehti.fi/4/0x100020/porssi/hex/kurssihistoria.jsp>
 OMX WWW-sivut. Vuositilasto. 21.11.2007
http://www.omxgroup.com/digitalAssets/17579_Vuosiyhteenveto_1997_-_2006.pdf
 Suomen Pankki WWW-sivut. Tilastot. 28.11.2007
http://www.suomenpankki.fi/Stats/default.aspx?r=/tilastot/arvopaperimarkkinat/velkapaperit/jvk_lainat_fi
 OMX WWW-sivut. Jako markkina-arvoryhmiin. 28.11.2007
http://www.omxnordicexchange.com/investors/Tietoa_kaupankaynnista/pohjoismainenporssi/?languageId=4
 OMX WWW-sivut. Toimialaluokat. 7.12.2007
<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/toimialaluokat/>
 OMX WWW-sivut. Joukkovelkakirjat. 23.5.2008.
http://www.omxnordicexchange.com/uutisetjatilastot/tilastotanalyysit/Fixed_Income/annualreportshelsinki/

7 LIITE 1: Vaihtovelkakirjalainat

Yhtiö	Laina-aika	Lainan määrä milj. eur
Labsystems	26.6.1986-26.6.1992	16,65
Fiskars	1.2.1987-31.1.1992	5,68
Interbank	1.12.1987-1.3.1993	0,84
Karhu-Titan	9.12.1987-9.12.1992	1,68
Karhu-Titan	9.12.1987-eräpäivätön	10,43
Tietotehdas	1987-4.12.1990	0,37
Castrum	5.4.1988-5.4.1994	6,04
Finvest	5.4.1988-31.3.1998	0,03
Interbank	9.1988-3.10.1993	0,07
Karhu-Titan	1988-	4,96
Sponsor	10.12.1988-10.12.1993	42,05
Spontel	4.1988-30.11.1993	1,37
Tampella	19.10.1988-18.10.1998	25,23
Tietotehdas	1988-30.11.1993	1,15
Asko	2.5.1989-2.5.1994	3,53
Chips	5.6.1989-5.6.1995	1,68
Finvest	4.1989-	0,35
Huhtamäki	4.7.1989-4.7.1994	3,36
Interpolator	17.4.1989-17.4.1997	29,43
Kansallis-Osake-Pankki	14.4.1989-13.4.1995	25,23
Karhu-Titan	1989-	6,78
Kemi	15.12.1989-31.10.1994	3,36
Kemi	9.1.1989-9.1.1994	10,09
Kesko	22.5.1989-22.5.1994	21,02
Olvi	1.4.1989-8.6.1994	0,25
OP-sijoitus	1.2.1989-1.2.1994	6,73
Spontel	4.1989-15.5.1995	8,41
Suomen PörssiKiinteistöt	5.5.1989-5.5.1995	12,61
Suomen Viestintäkehitys	1989-1.11.1994	20,81
Terrasilvana	1.2.1989-1994	5,89
Tietotehdas	1.11.1989-1.11.1995	1,18
Venator Invest	26.1.1989-1.3.2029	10,09
Venator Invest	1.3.1989-10.6.1998	5,05
YIT-Kiinteistöt	3.11.1989-3.11.1995	13,77
YIT-Yhtymä	8.8.1989-8.8.1994	19,34
Ålandsbanken	15.5.1989-15.11.1994	1,35
Karhu-Titan	1990-	7,23
Santasalo-Vaihteet	4.12.1990-30.11.1995	3,15
Sponsor	20.3.1990-20.3.2000	2,52
Asko	23.7.1991-7.1996	1,68
Asko	24.5.1991-5.1996	12,61
Enso-Gutzeit	1.8.1991-20.6.1998	12,62
Enso-Gutzeit	20.6.1991-20.6.1998	117,73
Honkarakenne	1.1.1991-	0,92
STS-Pankki	2.5.1991-2.5.1996	12,21
STS-Pankki	16.4.1991-30.11.1994	0,90
STS-Pankki	1991-31.1.1994	0,75
Alcom	15.7.1992-15.7.1996	2,52

Finnair	13.3.1992-13.3.1999	25,23
Itikka-Lihapolar	26.6.1992-26.6.1999	38,85
Unitas	17.8.1992-17.8.2042	152,38
Aamulehti	19.11.1993-19.11.1998	21,68
Alcom	9.1993-31.12.2023	6,73
Amer	15.6.1993-15.6.2003	68,96
Kymmene	18.11.1993-18.11.2043	126,14
Olvi	12.5.1993-2.1.1997	1,09
Rakentajain Konevuokraamo	30.6.1993-30.6.1998	2,04
Stromsdal	2.8.1993-2.8.1998	2,52
Effjohn	18.2.1994-18.2.2004	55,50
Finnair	28.2.1994-eräpäivätön	38,68
Lounais-Suomen Sähkö	29.3.1994-29.3.2001	16,82
Metra	24.3.1994-eräpäivätön	58,87
Metra	24.3.1994-eräpäivätön	58,87
Partek	6.5.1994-eräpäivätön	28,23
Polar-Yhtymä	6.5.1994-31.12.2001	84,09
Repola	25.3.1994-25.3.2004	161,46
SSK Suomen Säästäjien Kiinteistöt	1994-	2,86
Aspoyhtymä	2.5.1995-2.5.2000	2,61
Castrum	17.2.1995-30.4.2000	8,74
Effjohn	29.3.1995-18.2.2004	59,37
Elcoteq Network	19.12.1996-31.5.2002	18,50
HK-Ruokatalo	30.12.1996-30.12.2006	10,51
Okmetic	9.8.1996-30.12.2007	1,68
Polar	27.6.1996-31.12.2001	30,27
Polar	18.11.1996-31.12.2046	71,16
Tampella	20.6.1996-20.6.1999	54,16
Metsä-Serla	15.10.1997-1.10.2002	310,44
Panostaja	29.4.1997-28.2.2002	3,30
Ålandsbanken	2.4.1997-2.4.2007	16,82
Rautaruukki	15.5.1998-15.5.2003	3,36
Santasalo-JOT	3.2.1998-30.4.2003	0,84
Data Fellows	25.3.1999-25.3.2004	5,00
Helsingin Puhelin	24.4.1999-23.4.2003	51,33
Okmetic	28.6.1999-30.6.2006	3,03
Outokumpu	7.4.1999-5.4.2004	18,18
Partek	26.1.1999-31.5.2004	54,16
Sponda	28.4.2000-28.4.2006	0,64
Jippii Group	21.11.2001-21.11.2003	2,00
Menire	24.4.2001-24.4.2004	3,00
SanomaWSOY	31.8.2001-4.7.2007	200,00
Jippii Group	15.2.2002-15.2.2006	3,06
Jippii Group	22.2.2002-22.2.2007	5,10
Jippii Group	15.2.2002-15.2.2007	6,94
Menire	31.8.2002-31.8.2005	1,50
Proha	30.12.2002-30.12.2007	2,81
Benefon	26.6.2003-30.6.2011	4,00
Endero	11.4.2003-11.4.2006	0,20
Ruukki Group	22.12.2003-31.12.2005	0,90
TJ Group	19.6.2003-31.12.2008	4,50
Aspo	4.6.2004-4.6.2009	20,00
Benefon	26.2.2004-31.12.2008	1,13
Biotie Therapies	25.3.2004-31.12.2005	0,67
Biotie Therapies	25.3.2004-31.12.2005	1,85

Panostaja	15.11.2004-1.3.2010	4,20
Ruukki Group	22.12.2004-22.6.2010	7,20
Benefon	10.11.2005-31.12.2007	0,50
Biohit	7.10.2005-7.10.2010	4,05
Componenta	15.3.2005-15.3.2010	19,00
Evox Rifa	21.3.2005-22.3.2010	5,59
Aspocomp	1.12.2006-1.12.2011	10,30
Benefon	7.11.2006-31.12.2012	0,29
Benefon	24.10.2006-31.12.2012	0,30
Benefon	5.10.2006-31.12.2012	0,29
Cencorp	13.10.2006-13.10.2011	5,74
Citycon	2.8.2006-2.8.2013	110,00
Componenta	4.12.2006 - 4.12.2011	19,70