

30.4.2021  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

## Muutama sana sijoitusten käyvistä arvoista

**Kirjoittaja Mikko Sinersalo työskentelee Fivan Vakuutusvalvonnassa johtavana riskiasiantuntijana.**

Miten osakkeen tai vaikkapa joukkovelkakirjalainan arvo määräytyy? Mikä on se mekanismi, joka liikuttaa taloutta ja varallisuusarvoja? Sijoitusinstrumentin markkina-arvossa näkyy, ainakin teoriassa, kaikki sijoittajien käytössä oleva informaatio kyseisestä sijoituskohteesta. Kun sijoittajia on globaalisti valtava määrä, kaupankäyntihinnaksi muodostuu konsensus koko markkinan näkemyksistä. Tämä ns. tehokkaiden markkinoiden oletama on pohjana kaikelle finanssiteorialle, ja sen voidaan ainakin pääsääntöisesti katsoa toimivan myös käytännössä. Tämä ei tarkoita, etteikö markkina jälkikäteen arvioituna olisi ollut useinkin väärässä. Tällaisesta jälkiviisastelun mahdollisuudesta on lukuisia esimerkkejä, kuten subprime-kriisi ja teknokupla 2000-luvun alussa. Jälkivii-saus ei kuitenkaan tarkoita, etteikö markkina olisi ollut oikeassa *suhteessa tarkasteluhetkellä käytävissä olevaan tietoon*.

### Käyvän arvon määritelmä

Jos unohtetaan vivahde-erot eri sektoreiden sääntelyssä, voidaan yleisellä tasolla todeta vakava-raisuussääntelyn edellyttävän sijoitusten arvostamista käypään arvoon, eli todennäköiseen luovutushintaan. Tyypillisesti tämä käypä arvo saadaan markkinalta, esimerkiksi tarkasteluhetken toteutuneesta kaupankäyntihinnasta tai ostolaidan noteerauksista. Jos sijoitus on epälikvidi, eli toisin sanoen toteutuneita kauppia tai ostotarjouksia ei ole saatavilla, joudutaan käypä arvo johtamaan vastaavien instrumenttien hinnoista. Tämä käytäntö on arkipäivää esimerkiksi pienten liikkeeseen-laskuerien joukkovelkakirjalainoissa. Jos vastaavia instrumenttejakaan ei ole saatavilla, voidaan joissain harvoissa tilanteissa käyttää mallihinnoittelua, eli soveltaa finanssiteorian yleisesti käytettyjä hinnoittelumalleja. Näin voidaan toimia esimerkiksi eksoottisten johdannaisten kohdalla, joskin silloinkin malliin syötettävien lähtötietojen tulee olla uskottavia markkinahintoja<sup>1</sup>.

Edellä kuvattu käypien arvojen arvostushierarkia johtaa siihen, että jotain kautta sijoitukselle on aina saatavilla jokin markkina-arvo. Ja jos ei ole, niin tällöin institutionaalisia sijoittajia koskeva sääntely tyypillisesti kieltää tällaiseen kohteeseen sijoittamisen<sup>2</sup>. Riskien mittaaminen ja seuranta on nimittäin jokseenkin mahdotonta ilman tietoa sijoitusten markkina-arvoista, eikä sijoitustoiminnassa otettavien riskien tule missään tilanteessa ylittää riskienhallinnan osaamista. Lisäksi vaikeasti arvostettavan, tai ns. mustan laatikon ostaminen johtaa informaation asymmetriaan, jossa sijoitusinstrumentin rakentanut myyjätaho saa epäreilun aseman ostajaan nähden. Tämä ei ole enää hyvän riskienhallinnan mukaista, eikä ammattimaisen sijoittajan tulisi sortua tällaiseen virheeseen.

### Pääomaturvatut sijoitukset

Osa sijoitusinstrumenteista on pääomaturvattuja, osa paremmin ja osa vähän huonommin. Pääomaturva on terminä hieman harhaanjohtava, joten lienee paikallaan selvittää asiaa. Tyypillinen tapa varmistaa alussa sijoitetun pääoman takaisinmaksu jonain ennalta päätettynä hetkenä tulevaisuudessa, on paketoita varsinainen sijoitus yhteen ns. nollakorkolainan kanssa. Tällä tarkoitetaan sellaista joukkovelkakirjaa, josta on irroitettu kupongit pois, jolloin jäljelle on jäänyt ainoastaan lainan erääntymishetkellä maksettava pääoma. Koska pääoman maksuhetki on vasta

<sup>1</sup> Poikkeuksena näihin arvonmäärityksiin on esimerkiksi kiinteistöjen arvostaminen, jossa voidaan käyttää myös tuottoarvomenetelmää.

<sup>2</sup> Esimerkiksi vakuutus- ja jälleenvakuutusyritysten on Solvenssi II:n mukaan tehtävä sijoituksia ainoastaan sellaiseen omaisuuteen ja sellaisiin välineisiin, joihin liittyviä riskejä kyseinen yritys voi tunnistaa, mitata, seurata, hallita ja valvoa asianmukaisesti.

30.4.2021  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

tulevaisuudessa, saadaan pääomaturvan tämänhetkinen arvo selville diskonttaamalla tuleva kasvavirta nykyhetkeen<sup>3</sup>. Diskonttaustekijä taas riippuu yleisestä korkotasosta sekä pääomaturvana toimivan nollakorkolainan liikkeeseenlaskijan riskimarginaalista. Mitä heikompi luottoluokitus liikkeeseenlaskijalla on, sitä suuremmaksi muodostuu riskimarginaali, ja vastaavasti sitä pienempi on pääomaturvan nykyinen markkina-arvo.

Tyypillinen väärinymmärrys on, että pääomaturva tarkoittaisi ettei sijoituksen arvo voi missään tilanteessa laskea alle sen nimellisarvon. Tämä ei pidä paikkaansa, kuten tekstin alaviitteeseen kätkeystä laskuesimerkistä voi päätellä. Pääomaturvan arvo liikkuu markkinamuutosten myötä siinä missä muidenkin sijoitusinstrumenttien, eikä sen myötä voi millään unohtaa sijoittamiseen liittyvää varovaisuusperiaatetta ja hyvää riskienhallintaa. Ja pääomaturvasta huolimatta tulee jatkuvasti huolehtia sijoitusriskien tärkeimmästä hallintakeinosta, eli tehokkaasta hajautuksesta.

### Valvojan rooli

Finanssivalvonnalla ei ole kykyä eikä mandaattia lähteä itse arvostamaan valvottavien salkuissa olevia sijoitusinstrumentteja. Tämän työn tekee finanssimarkkina, jonka arvostushinnat näkyvät valvojalle tyypillisesti markkinatietojärjestelmien kautta. Valvoja tukeutuu sääntelyn edellyttämällä tavalla finanssimarkkinan tarjoamiin markkinahintoihin, eikä edes yritä tehdä omia tulkintojaan. Tämä on objektiivinen toimintamalli, jolla turvataan kaikkien osapuolten etu.

Sijoitusten käypää arvoa koskeva sääntely on rakennettu turvaamaan sekä sijoitusten edunsaajien että sijoitusmarkkinan vakauden etuja. Institutionaalisilta sijoittajilta edellytetään, että sijoituksia tehdään ja arvostetaan toisistaan riippumattomilla tahoilla. Nyt kun korkotaso on jo pitkään ollut negatiivinen, on riskinä että tuottoa haetaan kohteista, joiden arvoja ei kaikissa tilanteissa kyetä kunnolla määrittämään. Tämän vuoksi valvonnalla on tärkeä rooli, on kyse sitten yrityksen sisäisestä riskienhallinnasta tai viranomaistahosta.

---

<sup>3</sup> Esimerkki: sijoitus erääntyy kymmenen vuoden kuluttua, ja sen pääomaturvan arvo erääntymishetkellä on 100. Kymmenen vuoden riskitön korko on 3 % ja pääomaturvan myöntäjän riskimargi-naali on 2 %, jolloin kokonaiskoroksi saadaan 5 %. Tällöin pääomaturvan nykyarvo on  $100/1,05^{10} = 61,40$  euroa. Kun sijoitettavan pääoman määrä on 100, menee siitä 61,40 euroa pääomaturvan oston ja loput 38,60 euroa varsinaiseen sijoitukseen, joka tyypillisesti on jokin johdannaisinstrumentti. Kaikki muutokset riskittömässä korossa ja pääomaturvan myöntäjän riskimarginaalissa vaikuttavat pääomaturvan nykyarvoon, vaikka todellista pelkoa pääoman menettämisestä ei olisikaan.