

Viime vuosisadan alun suurimman suomalaisen osakesijoittajan sijoitusstrategia ja sen tulokset

Samuli Skurnik ja Daniel Pasternack

Suomessa osakemarkkinoilla 1910-luvun loppupuolella koettu syvä murros on tyypiesimerkki minskyläisestä kupladynamiikasta, niin yleisellä kuin yksilötasolla. Se lähti liikkeelle ulkoisista sokeista, jotka johtivat luottoekspansioon ja osakemarkkinoiden ylikuumenemisen kautta kuplan puhkeamiseen ja romahdukseen. Tekstiili-kaupassa menestynyt yrittäjähenkinen Moses Skurnik lähti kasvaville osakemarkkinoille uskoen, että talouden muutos tarjoaisi hänelle uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja keinon toteuttaa kunnianhimoisia strategioitaan. Hänen markkinaosuutensa Helsingin arvopaperipörssissä nousikin parhaimmillaan jopa yli 40 prosenttiin. Kun markkinatilanne kuitenkin äkillisesti muuttui, niin velkavetoisena ja suureen osakesalkkuunsa jo sidottuna Skurnik ei kyennyt enää kuplan puhjettua estämään taseeseensa kumuloituneiden suurten tappioiden realisoitumista ja näin hänestä tuli yksi murroksen monista häviäjistä – mikä sekkin on osa tyypillistä murrosdynamiikkaa.

Osake- ja kiinteistömarkkinoiden kehitys on tunnetusti markkinatalouden herkkä kuumeittari. Näiden markkinoiden ja yleisemmin markkinatalouden alttius aika ajoin tapahtuviin suoranaisiin mania- ja paniikkireaktioihin sekä niitä seuraaviin romahduksiin on ollut jo pitkään tiedossa (Mises 2013 [1912]; Kindleberger 1978; Galbraith 1994 [1990]; Heikkinen ja Kuusterä 2001; Kindleberger ja Aliber 2005; Reinhart ja Rogoff 2009).¹ Analyttisesti

¹ Ludvig von Mises ja ns. itävaltalainen koulukunta kiinnitti jo varhaisessa vaiheessa huomiota myös keskuspankkien kyvyttömyyteen estää finanssikriisien syntyä (Mises 2013 [1912]). Charles Kindlebergerin teos *Manias, Panics and Crashes* ilmestyi alunperin vuonna 1978. Jukka Pekkarinen kirjoitti siitä arvion *Kansantaloudelliseen aikakauskirjaan* vuonna 1980 (Pekkarinen 1980).

KTT, VTL Samuli Skurnik (samuliskurnik@gmail.com) on Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulun dosentti (strategiain johtaminen) ja KTT Daniel Pasternack (daniel.pasternack@eabgroup.fi) on EAB Group Oyj:n toimitusjohtaja. Monet henkilöt ovat kommentillaan, tiedoillaan ja neuvoillaan sekä helpottamalla lähdemateriaalin ja tiedonkeruuta tukeneet eri kirjoitusvaiheissa tämän artikkelin tekoa. Tästä kiitämme anonyymiä lausunnonantajaa sekä Heikki Bergholmia, Rita Bredefeldtiä, Gunnar Dannbergia, Eero Kasasta, Pamela Skurnikia, Antti Suvantoa ja Solja Uotista.

tähän aihepiiriin paneutui kuitenkin vasta 1950-luvulla Joseph Schumpeterin ohjauksessa Harvardissa tutkijauransa aloittanut Hyman Minsky (1975; 1986; 1991; 1994), tosin vielä siinä vaiheessa vailla enempää huomiota tiedeyhteisössä tai muutenkaan (Friedman, Laibson ja Minsky 1989; Kindleberger ja Aliber 2005). Uusi herääminen Minskyyn esiin nostamaan markkinoiden logiikkaan ja hänen siltä pohjalta tekemäänsä urauurtavaan tutkimustyöhön tapahtui vasta hänen kuolemansa jälkeen, erityisesti 2008 finanssikriisin herättämänä (Rehn 2009; King 2012).²

Taloustieteilijöiden ymmärryksen järjestelmistä ja markkinatalouden muodostamista kannustinjärjestelmien kokonaisuudesta parannuttua, on esiin noussut myös kysymys, miten finanssi- ja osakemarkkinoiden rooli siinä pitäisi ylipäänsä ymmärtää (Minsky 1989; Holmström 2015). Perinteisesti osakemarkkinat on ymmärretty tehokkaana tapana allokoida pääomia ja hinnoitella riskejä. Niiden luomat kannustimet kokonaisuutena ovat kuitenkin jääneet kirjallisuudessa vähemmälle huomiolle.³

Nykyinen laajempi näkökulma osakemarkkinoiden rooliin on nostanut esille myös yhden osakemarkkinatutkimuksen selvän katvealueen. Tutkimustieto näillä markkinoilla eri ai-

koina operoineiden merkittävimpienkään henkilöiden toiminnasta sekä heidän toimintansa lähtökohdista ja tuloksista on nimittäin hyvin puutteellista.

Tässä kirjoituksessa paneudumme 1910-luvun lopun syvään murrosvaiheeseen (Heikkinen ja Kuusterä 2001). Tarkastelemme ajanjaksoa ajan huomattavimman osakesijoittajan Moses Skurnikin (1880–1934) toiminnan pohjalta.⁴ Analyysimme perustuvat pääosin alkuperäislähteistä keräämäämme laajaan primääriaineistoon Skurnikin pörssissä tekemistä osakekaupoista (Helsingin arvopaperipörssi 1916-23). Sen avulla pyrimme selvittämään kahta kysymystä:

- a) Millainen oli Skurnikin osakesijoitustoiminnan strategia?
- b) Mikä rooli 1900-luvun alun murroksella oli Skurnikin sijoitustoiminnassa?

Lähestymistapamme vahvuus on käytösämme olevan aineiston sekä Skurnikin harjoittaman osakekaupan laajuus ja sen edustama merkittävä osuus maassamme kyseisenä aikana käydystä osakekaupasta. Johtopäätösten tekoa rajoittaa kuitenkin – myöhemmin kirjoituksessamme tarkemmin esille tulevilla tavoilla – yksi merkittävä puute: Skurnikin osakesijoitustoiminnasta ei nimittäin ole enää käytettävissä tilinpäätöstietoja. Tästä rajoituksesta huolimatt-

² *Kun Minskyyn tutkimustulokset on löydetty uudelleen laajempaan tietoisuuteen, huomiota on alettu kiinnittää yleisemminkin markkinatalouden sisäsyntyiseen epävakautteen (esim. Stiglitz 2000; Williams 2012). Kindleberger otti analyysinsä lähtökohdaksi juuri Minskyyn teoksen.*

³ *Bengt Holmström on eräissä yksityisluonteisissa keskusteluissa arvellut, että tyypillisesti talouden murrosvaiheisiin liittyneet tulonjaon suuret muutokset ja niihin liittyvät pörssikurssien nousut voisivat hyvin olla osa markkinatalouden yleisempää kannustinmekanismia (Murphy 2013).*

⁴ *Vuonna 1934 vain 54-vuotiaana lento-onnettomuudessa tapaturmaisesti kuollut Skurnik oli kirjoittajien sukulainen, toisen isosetä ja toisen isoäidin setä. Hänen jälkeensä jättämä kirjeenvaihto ja muu aineisto, joka on nykyisin hänen jälkeläistensä (pääosin Skurnikin pojanpojan poikien Benjamin ja Dave Skurnikin sekä pojan pojantyttären Pamela Skurnikin) hallussa, on ollut tämän artikkelin kirjoittajien käytettävissä.*

ta uskomme, että voimme artikkelissamme esitettävillä tiedoilla lisätä merkittävän uuden ja autenttisen taloushistoriallisen näkökulman yhteen historiamme merkittävimpään yhteiskunnalliseen murrosvaiheeseen.

Lähestymme aihetta kolmessa vaiheessa:

- perehtymällä ensin aikaan, jossa Skurnik toimi (millaiset lähtökohdat 1910-luku tarjosi aktiiviselle osakesijoittajalle?);
- kertomalla, mitkä olivat Skurnikin oman toiminnan lähtökohdat (kuka hän oli ja miten hänen harjoittamansa osakesijoitus- ja välitystoiminta liittyi hänen muuhun liikemiestoimintaansa?);
- analysoimalla keräämämme tilastoaineiston pohjalta hänen osakesijoitustoimintaansa.

1. Haastava kymmenluku

Aika, jossa Skurnik eli ja toimi oli mielenkiintoinen ja myös dynaaminen mutta samalla yhteiskunnan voimakkaan muutoksen vuoksi toimintaympäristönä haastava. Elettiin silloin aikaa, jolloin uuden suomalaisomisteisen teollisen rakenteen kehittyminen maahamme oli vasta alkuvaiheissaan. Kehittyviä toimialoja olivat tekstiili- ja konepajateollisuus ja vähitellen myös metsäteollisuus. Näistä ensimmäisessä Skurnikilla oli 1910-luvun alussa jo entuudestaan vahva jalansija.

Tuossa ajassa yhä useamman suomalaisen liikemiehen ajatuksissa oli muun muassa metsäyhtiö Gutzeitin tiimoilla tapahtuneen liikehdinnän herättämänä se, miten maahamme voitaisiin kehittää kotimaista metsä- ja muutakin

teollisuutta, ja miten he voisivat itse olla siinä mukana. Ja kun Suomi oli pääomaköyhä ja sille luontaiset teollisuudenalat varsin pääomaintensiivisiä, niin yksi ensi vaiheen prioriteeteista oli myös omien rahoitusinstituutioiden kehittäminen.⁵

1910-luvun jälkipuoliskolla maamme poliittinen ja taloudellinen tilanne kuitenkin muuttui dramaattisesti. Taustalla oli ensimmäisen maailmansodan aiheuttama kansainvälinen rahaolojen romahdus. Vuosikymmeniä jatkunut vakaiden rahaolojen aika päättyi, kun maa toisensa jälkeen – Suomi muiden mukana 1914 – joutui irtaantumaan kultakannan tarjoamasta ankkurista.

Suomen taloudellista asemaa hankaloitti riippuvuus emämaa Venäjästä. Vuoteen 1917 asti tilanne oli tältä osin hyvin poikkeuksellinen. Samaan aikaan, kun maan elintarvikehuolto vaikeutui, rahoitusjärjestelmää leimasi ylikviditeetti. Keskuspankin kädet olivat kuitenkin sidotut ja hallinnollisesti määrätty ruplan ylikurssi kannusti spekulatiiviseen toimintaan. Spekulanttien sijaan kurssiriskin kanto kuitenkin keskuspankki. Kyseessä ei ollut pelkästään suhdannekäännöksiä, vaan syvä yhteiskunnallinen romahdus, joka merkitsi vanhojen ajattelutapojen ja toimintamuotojen perusteellista uudelleen arviointia (Korpisaari 1926; Suvanto 1982; Schybergson 2007; Kuusterä ja Tarkka 2011).

Ensivaiheessa tämä tilanne toi mukanaan sotaa käyvältä Venäjältä suorastaan ylenpalttisen kysyntävyöryn kaikenlaisille kulutushyödykkeille. Seuraavaksi, kun tähän yhdistyi ra-

⁵ Yksi pienemmistä pankeista oli Helsingfors Aktiebank (HOP), jolla oli, kuten myöhemmin näemme, erityinen merkitys Skurnikin liiketoiminnoissa. Se perustettiin vuonna 1913 ruotsalaisten Wallenbergien tuella.

hataloudellinen ylikviditeetti, se teki osakesijoittamisen ja -välittämisen yrittäjähenkilöille toimijoille aivan uudella tavalla mielenkiintoiseksi. Syntynyt asetelma muodostui kuitenkin kokonaisuutena vaikeasti hallittavaksi. Lopputuloksena tilanne suomalaisilla osakemarkkinoilla löikin pahasti yli (Kuusterä ja Tarkka 2011; Lindström 2017).

Ensimmäisen maailmansodan ravisteltua koko silloista maailmanjärjestystä ja heti sen jälkeen sisällissodan mullistettua Suomea, yhteiskunnan perustan muodostavat ”mannerlaatat”, poliittiset ja taloudelliset rakenteet järkytyivät ennennäkemättömällä tavalla. Tämän seurauksena maassamme vallitsi laaja sääntely ja nälnhätä. Koko ulkomaankauppa lamaan-tui. Tässä asetelmassa myös ennen lähes tuntematon inflaatio yltyi maassamme ennätysvauhtiin ja samaan ralliin tempautuivat myös osakekurssit.

Kun vallitsevana odotuksena kuitenkin säilyi paluu murrosta edeltäneeseen kultakantaan, useimmat taloudenpitäjät eivät uskaltaneet enää investoida rahojaan kiinteään omaisuuteen. Seurauksena tästä epänormaalista tilanteesta oli spekulatioaallon, suoranaisten sijoitusvimman, vyöry maahamme ja sen kana-voituminen valuuttakaupan ohella erityisesti pörssiin ja osakesijoituksiin (Leino 1917; Haavikko 1977; Schybergson 2007; Kuusterä ja Tarkka 2011). 1910-luvun sekavissa oloissa maahamme syntyi myös ennätysmäärä uusia pankkiiriliikkeitä, kun kaikki vähänkin kynelle kykenevät ryntäsivät osakemarkkinoille kokeilemaan onneaan (Klinge 1993).⁶

⁶ Tässä asetelmassa tilanne markkinoilla olleiden toimijoiden osalta kääntyi lähes pääläelleen, kun perinteiset, asemansa jo vakiinnuttaneet toimijat alkoivat pikemminkin vetäytyä ylikuumenemassa olevilta osakemarkkinoilta ja

2. Moses Skurnikin liikemiesroolin kehittyminen

Mutta vaikka tilanne maassa oli vaikea, se tarjosi kuitenkin samalla kasvupohjaa innovatiivisesti ajatteleville rohkeille yrittäjille. Asetelman teki kuitenkin haasteelliseksi se, että nämä liiketoimet edellyttivät uusien ja monesti vasta kehityksessä olevien teknologioiden käyttöönottamista. Ja se ei ole tunnetusti halpaa eikä riskitöntä.

Tällaisessa ajassa ja toimintaympäristössä myös Skurnik kehitteli omaa liikemiesrooliaan. Taustaltaan hän oli Helsingissä 1880 suuren lapsikatraan kolmanneksi nuorimpana syntynyt toisen polven juutalaismaahanmuuttaja (Skurnik 2013).⁷ Jo aivan nuorena hän osoittautui siinä määrin tarmokkaaksi ja matemaattisesti lahjakkaaksi nuorukaiseksi, että vanheneva isä uskoi jo alle kaksikymmenvuotiaana nuorimman poikansa Moseksen vastuulle jo

heidän tilalleen tuli ennen näkemätön määrä aivan uusia, ennen tuntemattomia toimijoita (Suvanto 1982; Klinge 1993; Lindgren 1994).

⁷ *Moses Skurnikin isä Schmuel (Samuel) Skurnik tuotiin Suomeen 1800-luvun puolivälissä tsaarin armeijan mukana ns. kantonistina – tsaarin armeijan ylläpitämään kantonikouluun aivan nuorena poikana pakko-otettuna – nykyisen Ukrainan länsirajalla sijaitsevasta Dubnosta, hän vapautui armeijasta 1872 ja pankki pari ensimmäistä yrittäjävuosikymmentään niukan toimeentulonsa muiden juutalaisten tavoin narinkkakauppiaana, eräänlaisena mikroyrittäjänä. 1800-luvun lopulla hän onnistui kuitenkin perustamaan Helsingin keskustaan oman yrityksensä (ja useampiakin) ja edusti jo vuosisadan vaihteessa ensimmäisten joukossa sitä harvalukuista suomenjuutalaisten joukkoa, joka alkoi menestyä ja vaurastua yrittäjänä jo ennen, kun sen olisi pitänyt olla vallitsevan lainsäädännön puitteissa juutalaiselle ylipäänsä mahdollista – siis ennen, kun juutalaiset saivat maassamme 1918 kansalaisoikeudet (Ekholm 2013; Skurnik 2013).*

varsin suureksi kasvaneen liikkeensä Tmi S. Skurnikin yleisjohdon ja prokuran (virallisen nimenkirjoitusoikeuden).

Moses ei kuitenkaan malttanut jäädä kovin pitkäksi aikaa isänsä palvelukseen vaan ryhtyi jo 1904 itsenäiseksi yrittäjäksi.⁸ Heti alkuun hän perusti kaksi omaa yritystä, tekstiilitukku-liikkeen ja hattutehtaan – ja alkoi menestyä (Skurnik 2013).

Iso askel eteenpäin oli *Ab Textil* -nimisen yrityksen perustaminen 1913 yritysostolla tamperelaisen mahtikauppiaan P.K. Ruuskasen kuolinpesästä.⁹ Ensimmäistä kertaa laajempaan julkisuuteen Skurnik nousi syksyllä 1916 ostettuaan yhdessä maan vanhaa aatelia edustaneen toimitusjohtaja Erik von Frenckellin kanssa ruotsalaisilta Wallenbergeiltä puolet Helsingfors Aktiebankin (HOP) osakkeista (Gindström 1962; Tudeer 1986; Skurnik 2016).¹⁰ Toi- nen, tämän artikkelin kannalta merkittävä askel

⁸ Jo ennen isän kuolemaa (1915) koko hänen yritys toimintansa siirtyi yrityskaupalla perheen kolmen vanhimman pojan omistukseen, eikä Moses ollut enää millään tavalla mukana myöskään sen toiminnassa (Skurnik 2013).

⁹ Tämä yritysosto vaati varsin monimutkaisia juridisia operaatioita ja alkuvaiheessa useiden maan valtaväestöä edustavien arvovaltaisten tamperelaisten henkilöiden (nimien) hyväksi käyttämistä. Juutalaisena Skurnikilla itsellään ei ollut kansalaisoikeuksia (ja hän toimi maassamme vain lyhyiden, kolme kuukautta kerrallaan kestävien oleskelulupien varassa), eikä hän saanut virallisesti omistaa Suomessa mitään, eikä myöskään harjoittaa täällä mitään pienimuotoista narinkkakauppaa mittavampaa liiketoimintaa (Skurnik 2013).

¹⁰ Von Frenckell oli hieman aiemmin nimetty 1915 toimintansa aloittaneen maamme ensimmäisen kehitysyrityksen, *Emissions Ab:n* toimitusjohtajaksi (Kuisma 2016). HOP:n osakekannan, tuolloisissa oloissa mittava, nykyrahassa 3,2 miljoonan euron käteisellä maksettu osto-operaatio tulkittiin yleisesti vibamieliseksi nurkanvaltauksiksi – lajissaan

oli Skurnikin päätös perustaa samoihin aikoihin *Ab Börsförmedling* -niminen yritys. Börsförmedling olikin seuraavat vuodet hänen tärkein työvälineensä osakemarkkinoilla.¹¹

1910-lopun tilanteessa, kuten myös Skurnikin yksityiselämässä, oli useitakin tekijöitä, jotka vaikuttivat siihen, että hän kiinnostui osakesijoittamisesta ja -välittämisestä, samoin kuin hänen sijoitusstrategioihinsa. Näitä olivat muun muassa:

- Industrialismiaallon rantautuminen Suomeen.

Nationalismi ja teollisen kehityksen ottaminen suomalaisiin käsiin ja tämän innostuksen – ja myös tosiasiallisen mahdollisuuden – ulottuminen maassamme yhä laajempiin kansalaispiireihin, myös suomenjuutalaisille.¹²

- Skurnikia jo vuosia kiinnostaneella rahoitustoimialalla tapahtui 1910-luvulla suuria

Suomen ensimmäiseksi (Kuisma ja Keskisarja 2012; Skurnik 2013 ja 2016).

¹¹ Myöskään Börsförmedlingin perustaminen ei ollut Skurnikin juutalaisuuden vuoksi aivan yksinkertaista. Onnistukseen se vaati samantapaisia järjestelyjä kuin *Textilissä* kolme vuotta aikaisemmin. Alkuvaiheessa yhtiön vähemmistöomistajina (550/1200) oli kahdeksan nimekästä tamperelaista (ja yksi helsinkiläinen) henkilöä. Muutamaa yksittäistä osaketta lukuun ottamatta kaikki osakkeet siirtyivät kuitenkin parin seuraavan vuoden aikana Skurnikin omistukseen (Skurnik 2013).

¹² Kansalaisoikeuksien saamismahdollisuus juutalaisille alkoi näyttää 1910-luvun loppupuolella yhä todennäköisemmältä. Ja vuonna 1918 se viimein toteutuikin, kun maamme juutalaiset saivat viimein yli neljä vuosikymmentä jatkuneen kansalaisoikeustaistelun tuloksena oikeuden hakea Suomen kansalaisuutta. (Skurnik 2013).

muutoksia, jotka avasivat alaa tuntevalle uusia liiketoimintamahdollisuuksia.

- Metsäteollisuudessa näköpiirissä oleva teknologinen kehitys avasi uusia mahdollisuuksia yritysten kehittämiseen ja alan konsolidoimiseen. Tämä avasi monia mahdollisuuksia murroskausiin tyypillisiin – ja potentiaalisesti rahakkaisiin – yritysjärjestelyihin.¹³
- Ennen vuotta 1918, jolloin Suomen juutalaisilla ei vielä ollut kansalaisoikeuksia, ja kun useimpien taloudelliset lähtökohdat olivat vielä vaatimattomat, taloudellisen ja yhteiskunnallisen menestyksen tavoittelu oli yleisemminkin yksi keskeinen juutalaisia eteenpäin ajava taustatekijä (Bredfeldt 2008). Skurnikin kohdalla tämä tausta ja yhteiskunnallinen asema yhdistettynä hänen persoonaansa olivat ajureita, jotka vauhdittivat häntä rohkeaan strategiseen ajatteluun ja riskinottoon.

Mutta mikä oli siis se taloudellinen toimintaympäristö, jossa Skurnik osakesijoittajana toimi?

Ensimmäinen asia on ylipäänsä 1910-luvulla tapahtuneiden taloudellisten muutosten valtava mittakaava ja yllätyksellisyys. Yksi hyvin konkreettinen asia oli inflaatio. Kun se oli ollut maassamme aikaisemmin käytännöllisesti katsottuna täysin tuntematon käsite (Heikkilä

2010), niin 1910-luvun puolivälin jälkeen tilanne muuttui suorastaan dramaattisella tavalla, kun talouteen syntyi hetkellisesti koko taloushistoriamme jyrkin ja korkein inflaatiopiikki.

Tämä lisäsi ensi vaiheessa myös pörssin vaihtoa. Se saavutti 1918 ennennäkemättömän huipputasonsa, 18 % suhteessa bruttokansantuotteeseen. Pian sen jälkeen se kuitenkin kääntyi jyrkkään laskuun, jota jatkui aina 1920-luvun alkuvuosiin asti. 1921–1923 oltiinkin jo takaisin samalla noin prosentin tasolla suhteessa bruttokansantuotteeseen, josta nousu edellisen vuosikymmenen puolivälissä oli alkanut (Skurnik ja Pasternack 2007). Ja tämä pörssin aktiviteetin heilahtelu heijastui luonnollisesti myös pörssikursseihin (kuvio 1), jossa saavutettiin aina näihin päiviin asti kaikkein korkeimmat noteeraukset (Lindström 2017).

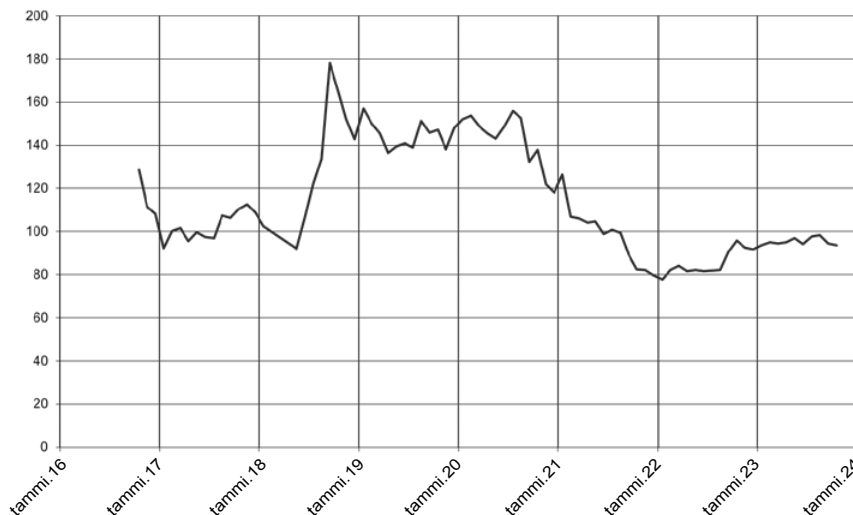
Skurnikin lyhyen, vain vuosikymmenen mittaiseen kauteen osakemarkkinoilla mahtui kolme erilaista jaksoa, jotka vaikuttivat myös hänen sijoitusstrategioihin. Seuraavaksi paneudummekin siihen, millaisia nämä strategiamuutokset olivat, mistä ne johtuivat ja miten ne näkyivät hänen osakesijoitustoiminnassaan.

Börsförmedling pääsi hieman kiemuraisten vaiheiden jälkeen Helsingin Arvopaperipörssin jäseneksi syksyllä 1916 (Helsingin Arvopaperipörssi 1916). Se avasi tärkeän uuden oven Skurnikin strategisille suunnitelmille. Niitä hän oli todennäköisesti hautonut mielessään jo hyvän tovin.¹⁴ Ja kun tämä ovi oli kerran avau-

¹³ *Oma vaikutuksensa Skurnikin ajatteluun osakesijoittajana ja hänen omaksumiinsa sijoitusstrategioihin oli myös sillä, että hänen kolme vuotta vanhempi veljensä Ben-Zion oli samoihin aikoihin mukana maamme metsäteollisuuden ja ulkomaankaupan kehittämiseen tähtäävissä suurisuuntaisissa kaupallisissa operaatioissa holdingyhtiö Handelsbolaget Fren (per. 1917) ja sen tytäryhtiön (Ijo Wood, per. 1920) kautta (Skurnik 2013; 2015a).*

¹⁴ *Skurnikista kehittyi 1910-luvulla moniala- ja sarjayrittäjä. Vuosikymmenen lopulla hän omisti tai oli osakkaana Börsförmedlingin lisäksi monissa muissakin isommissa ja pienemmissä yrityksissä. 1910-luvun lopulla hän toimi ainakin seitsemällä eri toimialalla: tekstiili-, metsä- ja konepajateollisuudessa; varustamo-, pankki- ja pankkiiri-, kiinteistö- ja isännöintitoiminnassa; konkurssiballinnassa.*

Kuvio 1. Osakkeiden kuukausittainen hintakehitys vuosina 1916–1923 (1916=100)



Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923); Skurnik ja Pasternack (2007)

tunut, aloitus myös osakekaupassa tapahtui hänelle tyyppillisellä voimalla.¹⁵

3. Moses Skurnikin osakekaupat

Börsförmedling teki 1916–1923 pelkästään pörssissä kaiken kaikkiaan uskomattomat 22 353 osakekauppaa, 13 123 ostoja ja 9 230 myyntiä (Helsingin Arvopaperipörssi 1916–1923) ja (ilmeisesti Skurnikin omissa nimissä) rahalliselta arvoltaan vähintään toiset mokomat pörssin ulkopuolella (tästä tarkem-

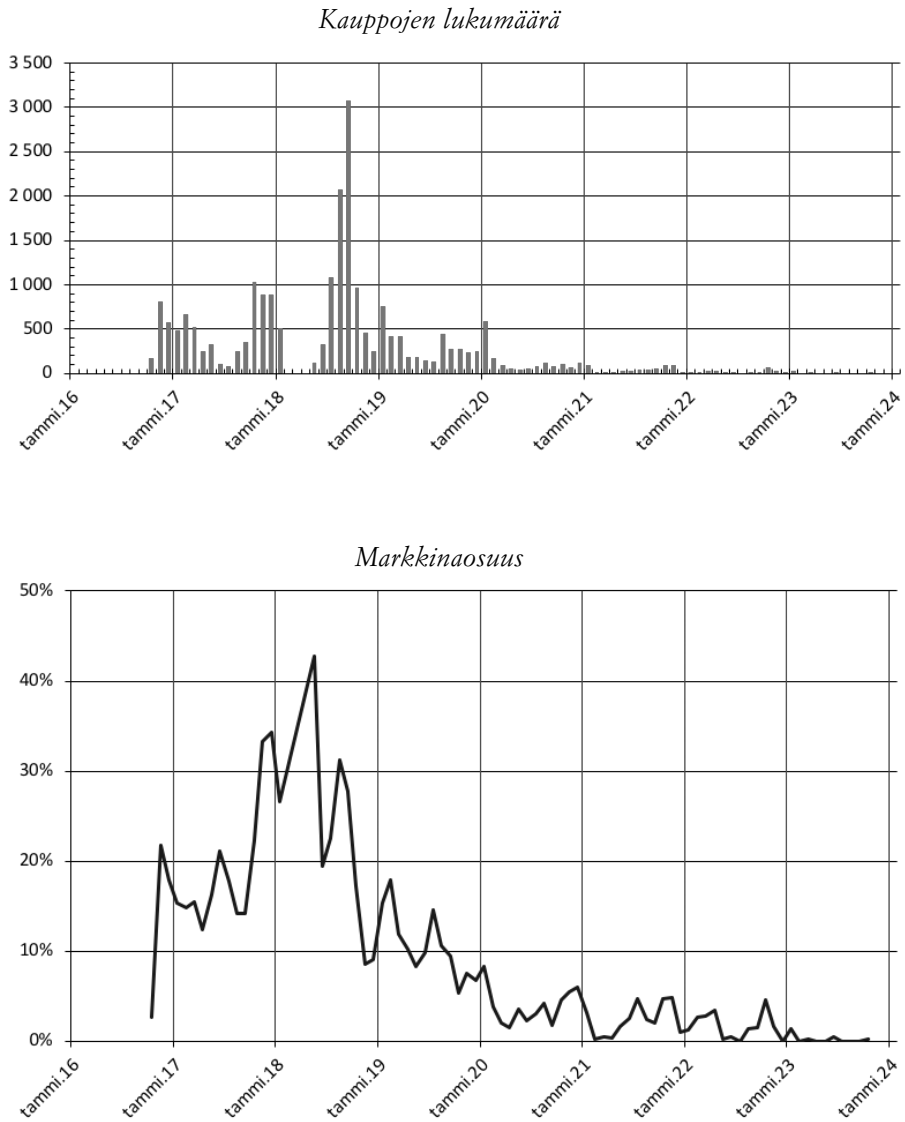
min jäljempänä).¹⁶ Pääosan pörssissä tehdystä osakekaupoistaan Börsförmedling teki 1916–1920 ja aivan erityisen paljon (lähes 8 900 kauppaa) pelkästään 1918 jälkipuoliskolla (kuvio 2).¹⁷ Nykyrahaksi muutettuna Börsförmedlingin kauppojen yhteenlaskettu arvo

¹⁵ Myös HOP:n ”nurkanvaltaus” syksyllä 1916 bieman ennen Börsförmedlingin perustamista voidaan nähdä yhtenä osana Skurnikin strategioita (Skurnik 2013 ja 2016).

¹⁶ Tiedot kaupoista on kerätty Pörssissä pidetyistä suurikoisista päiväkirjoista, joihin tiedot jokaisesta tehdystä kaupasta (reaaliaikaisesti) ja päivän päätteeksi jokaisena pörssi-päivänä tehtyjen kauppojen kokonaismäärästä ovat käsin kirjoitettuna merkittyinä.

¹⁷ Vaikka Suomeen oli perustettu 1912 Helsingin Arvopaperipörssi julkiseksi foorumiksi osakekauppojen tekemiselle, ei se kuitenkaan merkinnyt sitä, että kaikki maassamme tapahtuva osakekauppa olisi tehty siellä. Jo sitä ennen ja vielä monia vuosia Pörssin perustamisen jälkeenkin huomattava määrä osakekauppoja tehtiin myös sen ulkopuolella (Schybergson 2007).

Kuvio 2. Börsförmedlingin Helsingin Arvopaperipörssissä kuukausittain tekemien kauppojen lukumäärä ja markkinaosuus vuosina 1916–1923



Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923); Skurnik ja Pasternack (2007)

Taulukko 1. Börsförmedlingin ostojen ja myyntien 10 suurinta yhtiötä (mmk) sekä näiden yhtiöiden yhteenlaskettu prosenttiosuus yrityksen kaikista ostoista ja myynneistä vuosina 1916–1923

Ostot		Myynnit	
1. KOP	16 877 620	HAB	18 699 865
2. Walkiakoski	15 844 565	KOP	17 254 819
3. HAB	14 875 425	Nordiska Aktiebank	13 673 293
4. Nordiska Aktiebank	13 887 232	Kymmene	12 794 860
5. Maskin o. Brobyggnad	13 887 232	Föreningsbanken	11 678 215
6. Privatbanken	11 849 985	Privatbanken	10 434 495
7. Föreningsbanken	11 822 532	Finska Ångfartygs	9 567 179
8. Kymmene	11 461 174	Walkiakoski	7 822 815
9. Nylands Aktiebank	11 196 215	Åbo Aktiebank	7 246 883
10. Åbo Aktiebank	10 221 850	Agros	6 180 900
Yhteensä	131 780 083 (61 %)		115 353 324 (62 %)

Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923)

oli koko sen toiminta-aikana 1916–1923 lähes 230 M€, josta lähes 80 % ajoittui vuosiin 1916–1918.

Börsförmedlingin markkinaosuus pörssin koko vaihdosta oli vuosien 1916–1918 aikana vuositasolla yli 20 % ja yrityksen koko toiminta-aikanakin lähes 11 % (kuvio 2). Markkinaosuuden huippu, kuukausitasolla ylimmillään yli 40 %, oli vuosina 1917–1918, minkä jälkeen se alkoi nopeassa tahdissa hiipua. Vuosina 1920–1923 se pysyttelikin jo pääosin alle 5 prosentissa syistä, joihin palaamme tarkemmin jäljempänä.

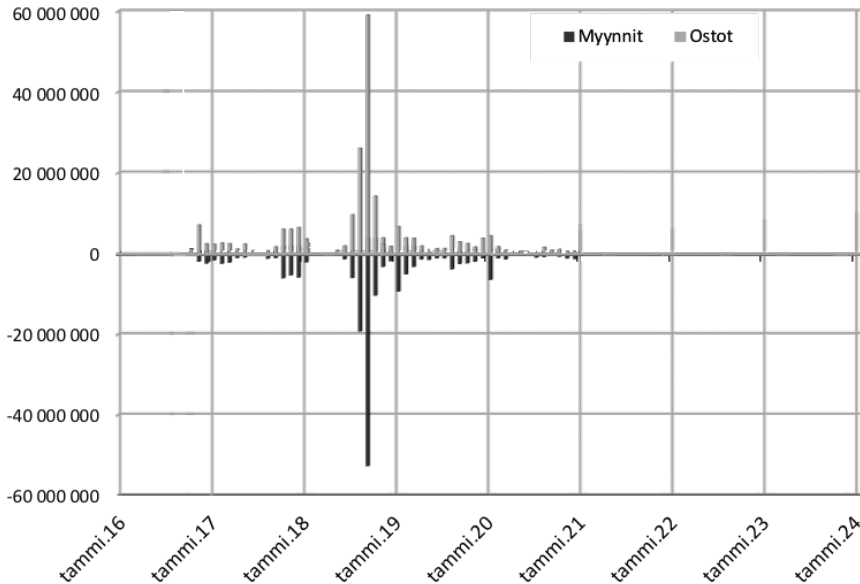
Börsförmedling kävi pörssissä kauppaa laajalla rintamalla, yhteensä 75 yrityksen 112 eri osakesarjalla. Taulukossa 1 on hyvä yleiskuva Börsförmedlingin osakesijoitustoiminnasta ja viitteitä myös Skurnikin omista strategioista.

Top 10:ssä selvästi ostovoittoisia oli vain neljä osaketta: Walkiakoski ja Maskin och Brobyggnad (Kone ja Siltarakennus Oy) sekä Nylands Aktiebank ja Åbo Aktiebank.

Kaupankäyntiä dominoivat pankkiosakkeet. Börsförmedlingin kaupankäynnissä (ja ilmeisesti varsinkin Skurnikin omassa sijoitustoiminnassa) eri osakkeilla oli kuitenkin selvästi toisistaan poikkeava rooli. Vain muutamilla harvoilla, lähinnä teollisuusosakkeilla (ja ehkä joillakin pankkiosakkeilla) näyttää olleen varsinaisia omistusstrategisia tavoitteita.¹⁸

¹⁸ KOP:n ja HOP:n (HAB) osakkeissa kokonaismyyntit ovat olleet ostoja suuremmat, mikä tarkoittaa sitä, että Börsförmedling kuten muutkin, teki kauppooja myös pörssin ulkopuolella (vrt. Stjernschantz 1987, Wilhelm Bensow/Pörs-sikomitea 1918).

Kuvio 3. Kaupankäynnin kuukausittainen osto- ja myyntiaktiiviteetti vuosina 1916–1923, mmk



Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923)

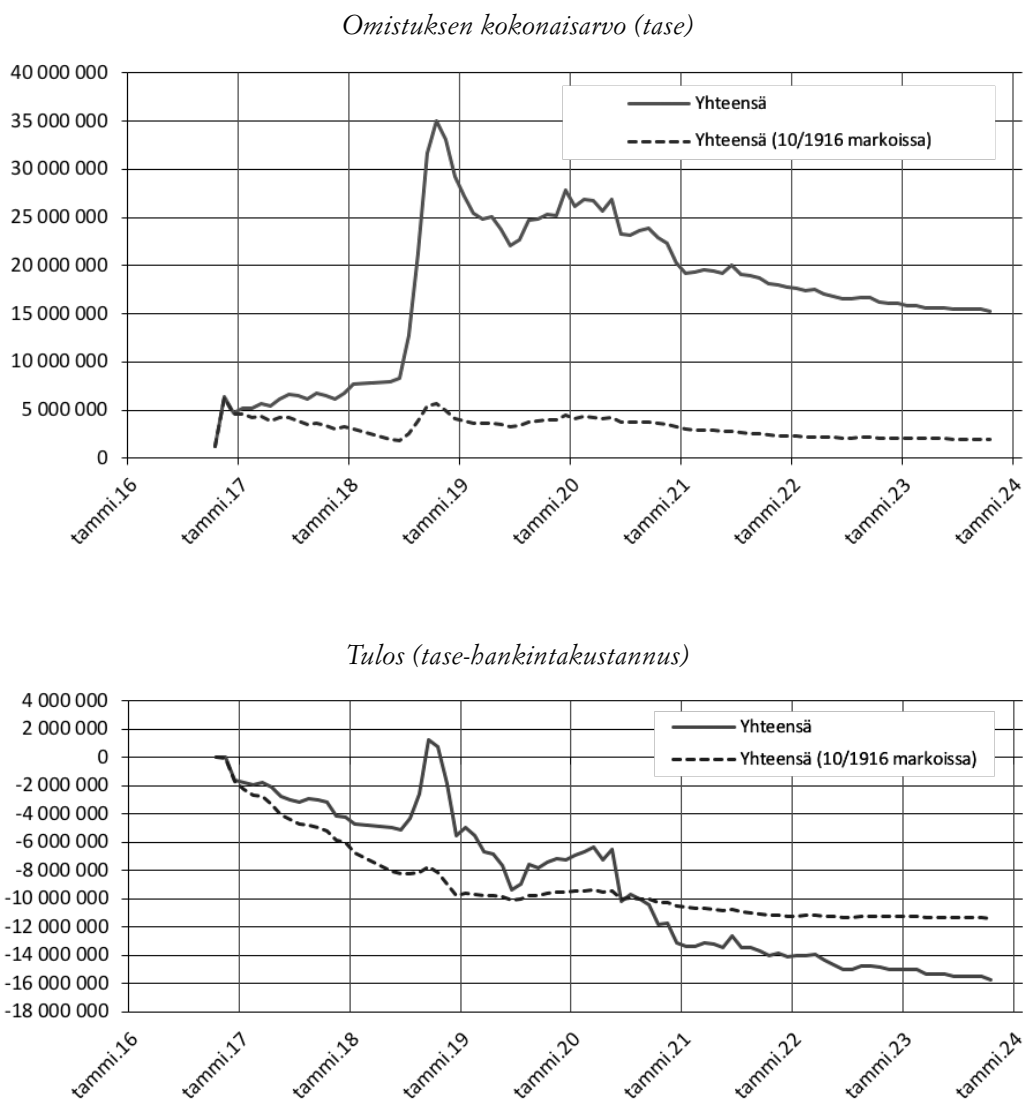
Useimmilla muilla, pääosin pankkiosakkeilla on sen sijaan käyty jatkuvasti kauppaa molempiin suuntiin.¹⁹ Kaiken kaikkiaan nopeampoinen kaupankäynti molempiin suuntiin oli aina 1920-luvun alkuun asti leimallista Börsförmedlingin toiminnalle (kuvio 3).

¹⁹ Vuoden 1918 lopulla Börsförmedlingin ostojen ja myyntien subteessa tapahtui mielenkiintoinen muutos kun kaupankäynti muuttui myyntivoittoiseksi. Lyhyen kaupan käyminen saattaa ilmentää kahtakin asiaa. Siinä saattaa olla kysymys asiakkaiden nimissä tapahtuneesta kaupankäynnistä ja siten Börsförmedlingin välityspalkkioiden kasvattamisesta. Mutta siihen voi liittyä myös pyrkimystä yrittää parantaa Börsförmedlingin salkun kokonaistuottoa ja siten varmistaa omissa nimissä tapahtuvan sijoitustoiminnan taloudellista jatkuvuutta.

Pörssin ulkopuolisissa kaupoissa Skurnikilla oli ilmeisesti kahtalaisia tavoitteita. Yhtäältä tavoitteena oli tukea valittua teollista omistusstrategiaa, kuten kasvattamalla Walkiakosken sekä Kone ja Sillan omistusosuuksia sekä hankkimalla osuus laivanvarustamo Atlanticisissa. Toisten yhtiöiden osalta tavoite oli ilmeisesti tukea muiden, Skurnikin itse jo aiemmin perustamien yritysten toimintaedellytyksiä vahvistamalla niiden toimitusketjua.²⁰

²⁰ Tällaisia hankintoja olivat Suomen Vanutehdas (tilaisuus siihen tarjoutui vuoden 1918 sodan jälkimainingeissa) sekä Bennäs Yllespinneri, jotka molemmat vahvistivat hattu- ja takkitehtaan bankintaketjua.

Kuvio 4. Börsförmedlingin omistuksen kokonaisarvon ja osakesijoitusten tuloksen kehitys



Omistuksen kokonaisarvo: viimeinen kaupankäyntihinta kuukauden lopussa kerrottuna samana ajankohdana jäljellä olevien osakkeiden lukumäärällä. **Laskennallinen kumulatiivinen tulos:** osakeomistusten yhteenlaskettu markkina-arvo miinus bankintakustannus lisättyinä/vähennettyinä kaupankäynnin realisoituneella tuloksella.

Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923); Skurnik ja Pasternack (2007)

Vahvimmat omistaja-asetat Skurnikilla oli metsäyhtiö Walkiakoskessa sekä konepajayhtiö Kone ja Siltarakennus Oy:ssä (Maskin och Brobyggnad Ab) sekä muutamissa pörssissä noteerattomissa yrityksissä (Suomen Vanu ja Bennäs Yllespinneri). Walkiakoskessa Skurnikin omistusosuus oli aina 1924 alkupuolelle asti yli 50 %, millä perusteella hän oli myös yhtiön hallituksessa (Pajunen 2004) ja Suomen Vanussa 85 %, jossa hän toimi hallituksen puheenjohtajana. Myös Kone ja Sillassa omistusosuus oli 1919 lopulle asti samaa suuruusluokaa kuin Walkiakoskessa (ks. jäljempänä).

Nämä muutamat perustiedot piirtävät jo varsin hyvän yleiskuvan sekä Börsförmedlingin että myös Skurnikin oman osakesijoitustoiminnan suuruusluokasta, suuntautumisesta ja myös joistakin sen erityispiirteistä. Kuva kuitenkin tarkentuu, kun huomio kiinnitetään vielä tarkemmin joihinkin keskeisiin yrityksiin sekä sijoitustoiminnan taseeseen ja kannattavuuteen.

Omistuksen kokonaisarvolla mitattuna Börsförmedlingin osakesalkun kartuttaminen pörssissä tehdyillä kaupoilla tapahtui hyvin nopeasti (kuvio 4). Pääosin se tapahtui 1918 jälkipuoliskolla vain muutaman kuukauden aikana. Sitten salkun tasearvo hieman notkahiti 1919 puoliväliin. Ja vielä senkin jälkeen tasearvon laskusuunta edelleen jatkui, mutta selvästi hitaampana.²¹

²¹ *Kumulatiivisesti laskien (mitattuna ostojen ja myynnin kuukausittaisena erotuksena) Börsförmedlingin sijoitusten kokonaismäärä jatkui kuitenkin korkealla, runsaan 30 miljoonan markan kuukausitasolla vielä vuoden 1918 jälkeenkin ja aina yrityksen lopettamiseen asti. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Skurnik yritti koko ajan osakehintojen laskun jatkuessa saada vaihdetuksi korkeamman hintatason aikana salkkuun bankittuja kalliimpia osakkeita halvempiin ja siten parantamaan sijoitussalkkunsu kannattavuutta.*

Markkinatilanteessa vuoden 1918 jälkeen tapahtuneiden suurten muutosten varsinainen liiketaloudellinen ongelmallisuus Börsförmedlingille paljastuu yrityksen (laskennallisesta) taseesta. Se nimittäin osoittaa, että sijoitusten kannattavuus oli alusta lähtien, muutamaa 1918 loppukuukautta lukuun ottamatta kasvavassa määrin miinusmerkkinen, reaalisesti tosin vähemmän kuin nimellisesti. Seuraava kysymys kuuluukin, että mistä tämä oikein johtui ja miten Skurnik siihen reagoi?

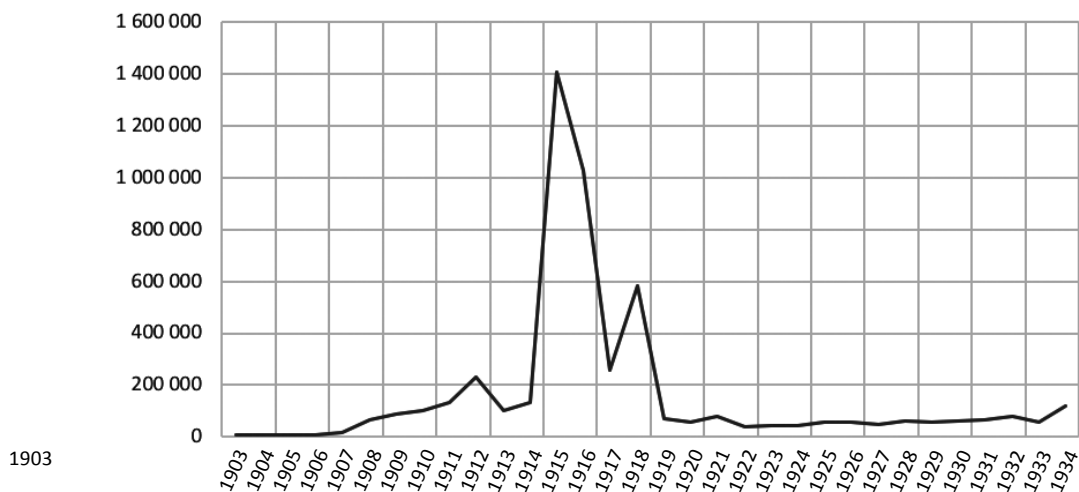
Mutta ennen kuin vastaamme tähän kysymykseen, on syytä luoda katsaus Börsförmedlingin (ja Skurnikin oman) toiminnan rahoitukseen. Erityisen mielenkiintoista on luonnollisesti se, mistä hän sai varat mittavaan osakesijoitustoimintaansa. Hänhän ei kuulunut maan niin sanottuihin vanhoihin rikkaisiin sukuihin, eikä hänen toimintansa siten perustunut perittyyn varallisuuteen.

4. Millä rahoilla?

Moses Skurnikin toiminta yrittäjänä oli kasvanut 1910-luvun lopulle tultaessa sellaisiin mitasuhteisiin, että sen pyörittäminen oli myös rahoituksellisesti vaativa harjoitus. Kun maamme rahoitusmarkkinat olivat vielä kehittymättömät, herää siis kysymys, että miten hän, monella tapaa rajoitteisista lähtökohdista ponnistavana juutalaisyrittäjänä kykeni ylipäänsä rahoittamaan näin laajoja liiketoimintoja.

Erityisen merkittävä rahoituskysymys on Börsförmedlingin/Skurnikin mittavan oman osakesijoitustoiminnan osalta. Börsförmedlingin alkuperäinen 1,2 miljoonan markan (2,4 M€) osakepääoma ei ole voinut tähän mitenkään riittää. Taselaskelmiemme mukaan (Skurnik ja Pasternack 2007) pelkästään pörss-

Kuvio 5. Moses Skurnikin elinikäiset verotettavat tulot nykyeuroissa



Lähde: Helsingin kaupunginarkiston verotustiedot; Skurnik 2013.

sissä Börsförmedlingin osakesijoitustoiminnan rahoitustarve oli 1918 lähtien usean vuoden ajan käyvin hinnoin 30–40 miljoonaa markkaa (10–15 M€).

Kun kaikki nämä tiedot yhdistetään omaan tutkimustietoomme Börsförmedlingin pörssi-liiketoiminnan 30–40 mmk:n laskennallisesta rahoitustarpeesta (Skurnik ja Pasternack 2007), päädytään kokonaisarvioon, että Skurnik on saattanut rahoittaa hyvinkin puolet pörssissä harjoittamastaan osakesijoitustoiminnasta omilla varoillaan ja toisen puolen (45–60 %) lainarahalla, päärahoittajanaan HOP (4/5) ja toisena rahoittajanaan (1/5) Pohjoismaiden Yhdyspankki (PYP). Kolikon toinen puoli on sitten se, että jos ja kun Skurnikin oma osuus näiden jättisatsausten rahoituksessa oli suuruusluokaltaan puolet, niin se tarkoittaa,

että hän satsasi 1910-luvun lopulla ja 1920-luvun alussa hyvin merkittävän osan siihenastisilla varsin menestyksellisillä liiketoiminnoilla ansaitsemastaan varallisuudesta osakesijoitustoimintaansa.²²

Luultavasti tällaisen velkaantumisen, pelkästään pankkisektorista yhteensä yli 25 mmk eli 8 miljoonaa nykyeuroa (Börsförmedling 5,4 M€ ja Textil 2,6 M€), teki mahdolliseksi ensiksikin ajankohta. Suomihan suorastaan

²² Verottajan tietojen mukaan Skurnikille oli kertynyt 1903–1918 henkilökohtaisia verotettavia tuloja (yhteenlaskettuna ja 2017 euroissa) noin 4,4 M€. Erityisen hyviä ansaintavuusia olivat 1915 ja 1916, joina Skurnikin vuositulot olivat nykyeuroissa yli miljoonan suuruiset. Sen lisäksi hänen yritystensä (Textil ja Börsförmedling) yhteenlasketut verotettavat tulot 1916–1918 (aikaisemmilta vuosilta tietoja ei ole saatavissa) olivat noin 3,4 M€ (Skurnik 2013).

pullisteli tuolloin rahaa. Toinen puoli oli Skurnikin 1900-luvun alussa hankkima perusvarallisuus, johon HOP:n nurkanvaltaus 1916 antoi kertaluonteisesti varsin mukavan lisän, mikä näkyy hyvin hänen elinikäisessä tuloprofiilissaan (kuvio 5). Samoin muutamat hänen suur-yrityksomistuksensa tuottivat vielä 1920-luvun alussa merkittäviä osinkotuloja.²³

Kolmas tekijä olivat Skurnikin hyvät pankki- ja muutkin suhteet, jotka lisäsivät hänen liikkumavaraansa lainarahoituksen osalta.

Neljänneksi Skurnikin ajattelussa liiketoimintojen soliditeetin ja vakavaraisuuden suhteen tapahtui 1910-luvun aikana selvä muutos lisävelkaantumisen sallivaan suuntaan (Skurnik 2013).

Börsförmedlingin koko toimintakaudella pörssissä tekemien osakekauppojen laskennalliset tappiot olivat noin 23 miljoonaa markkaa ja inflaatiokorjattuna noin 40 % alhaisemmat (kuvio 3). Viisi osaketta selittävät tästä yksin noin 70 prosenttia (taulukko 3).²⁴

Kaikki tähän asti kerrottu koski siis pörssikaupan tappioita. Tiedot pörssin ulkopuolella tehtyjen suuruusluokaltaan huomattavan suurten osakekauppojen tuottamista tappioista eivät siis sisälly näihin lukuihin. Eikä tietoa niistä ole juurikaan saatavissa. Koneesta ja Sillasta sekä Walkiakoskesta löytyy kuitenkin jotain hajatietao.

²³ Esimerkiksi Walkiakoski maksoi vielä 1920-luvun alussa omistajilleen suuria noin 20 prosentin osinkoja (Pajunen 2004, 131).

²⁴ Ja jos myös Gutzeit luetaan Skurnikin strategisten teollisuussijoitusten joukkoon, niin jo yksin nämä kolme tuottivat pääosan, lähes 13 miljoonaa markkaa, viiden tappiollisimman osakkeen 16 miljoonan markan yhteenlasketuista tappioista, ja siten yli puolet koko pörssikaupan tuottamista tappioista.

Joulukuussa 1919 lehdissä kerrottiin, että Skurnik oli myynyt enemmistöosuutensa yhtiöstä (“runsas 4000 osaketta”) Maskin och Brossa (Kone ja Silta) kauppaneuvos Robert Mattsonille (Svenska Tidningen 1919).²⁵ Tältä osin taulukossa 3 ilmenevä lähes 7 miljoonan markan suuruinen laskennallinen tappio ei siten realisoitunut.

Lehtien julkaisukynnyksen ylittämä jättikauppa Kone ja Sillan osakkeilla oli kahdella tavalla merkittävä. Ensiksikin se merkitsi Skurnikin sijoitusstrategiassa merkittävää siirtoa puolustuskannalle ja samalla myös linjavaihtoa Walkiakosken hyväksi, jossa hänellä oli jo hallituspaikka. Toiseksi tällä yksittäisellä kaupalla Börsförmedling/Skurnik onnistui selviämään Kone ja Silta -sijoitusten osalta jättitappion sijaan jokseenkin omilleen.

Ja toinen tiedon “murunen” koskee Walkiakosken osakekauppoja. HOP:n otettua Walkiakosken osakkeet 1924 alussa velkojaan vastaan haltuunsa, Skurnikilla ja hänen lähipiirillään oli niitä hallussaan kaiken kaikkiaan noin 35 000, joista siis vain noin 7 000 eli viidennes oli hankittu “virallisesti” pörssin kautta (Juva 1957, 275; Autio ja Nordberg 1985, 139–140).²⁶

²⁵ Tämän tiedon perusteella voidaan päätellä kaksi oleellista asiaa: 1) Skurnik oli hankkinut pörssistä ostamiensa, nettomääräisesti vajaan 3000 osakkeen (4894 ostoa ja 2061 myyntiä) lisäksi yli tuhat Kone ja Sillan osaketta pörssin ulkopuolelta. 2) Kun uutisessa mainittu kauppahinta “yli 12 miljoonaa markkaa” (lähes 5 M€), tarkoitti se sitä, että myyntihinta oli ollut tässä kaupassa noin 15 % pörssikauppoja korkeampi (vrt. taulukko 2).

²⁶ Sinänsä tämä ajankohta, jolloin HOP teki tämän päätöksensä väliintulosta, on mielenkiintoinen ja herättää kysymyksiä. Olivathan Suomen talous ja myös metsäteollisuus silloin jo selvinneet yli pähimpien vaikeuksien ja kehittymässä kopti uutta tervettä kasvuvaihetta (Pajunen 2004). Tiedossamme ei ole, miksi HOP päätyi juuri tuona ajankohdana

Taulukko 2. Viisi eniten (laskennallista) tappiota tuottanutta osaketta Ab Börsförmedlingin pörssi-kaupoissa, kumulatiivisen kaupankäynnin tulos, tmk

Kokonais- tappio, tmk	Osake	Kaupankäynti	Keskihankinta- hintaa, mk/osake	Osakkeen arvo kaupan- käynnin lakatessa, mk
6 807	Kone ja Silta	Hankittu vajaa 3000 osaketta 1918/8 ja 1919/10 välillä	2 636	745 mk (1921/7)
3 253	Walkiakoski	Hankittu vajaa 7000 osaketta 1920/10 mennessä	580	109,6 mk (1923/10)
2 668	Gutzeit	Hankittu 100 (88 pörssin ulkopuolelta) osaketta	25 912	Myyty 100 kpl hintaan 1700 mk (1919/9)
1 518	KOP	Hankittu n. 4000 1918/8 ja 1919/9 välillä	658	350 mk (1921/10)
1 481	Privatbanken	Hankittu n. 5000 osaketta 1918/8 ja 1919/1 välillä	325	12,06 mk (1921/12)

Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923); Skurnik ja Pasternack (2007).

Tämä Walkiakosken osakkeita koskeva lisätieto tarkoittaa samalla myös sitä, että aiemmin esittämämme rahasummat pörssi-kaupan tuottamista jättiläistappioista saattoivat tosiasia-

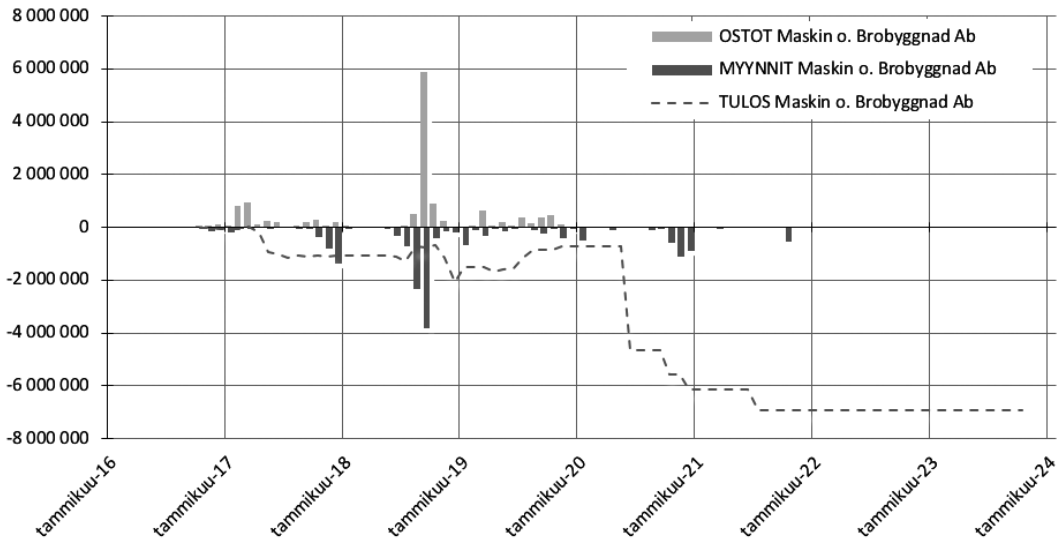
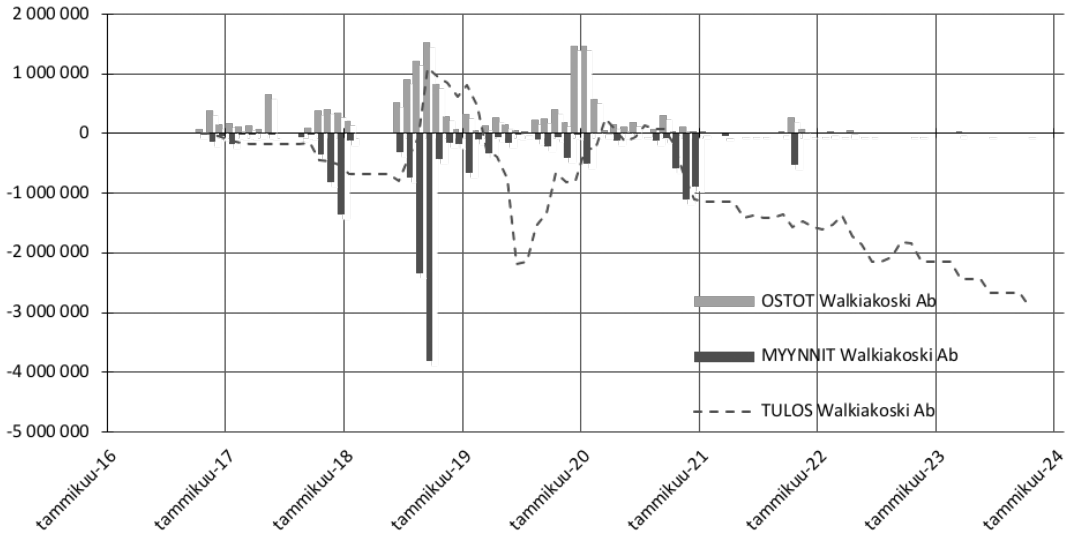
tähän johtopäätökseensä. Myöhemmät tutkimukset ovat kyllä tuoneet esille Walkiakosken 1920-luvun alun vaikeudet, mutta samalla myös sen, että niiden syvyys tuli yllätyksenä myös HOPille itselleen (vrt. Pajunen 2004). Ei ole poissuljettua, että myös Skurnikin persoona ja juutalainen tausta – myös 1916 nurkanvaltaus – ovat saattaneet vaikuttaa. Jo HOP:n nurkanvaltausprosessin yhteydessä tuli esille Skurnikin vastaisia asenteita. Helsingin Pörssiklubin historiikki vahvistaa ainakin käsityksen, että Skurnikia ei hyväksytty Helsingin niin sanottuihin ”vanhan rahan” piireihin. Hänen jäsenanomuksensa nimittäin hylättiin Pörssiklubissa arvovaltaisista suosittelijoista (Wilhelm Bensow ja M.E. Fazer) huolimatta kaikkien aikojen murskaavimmalla äänten enemmistöllä 18-1. Klubin historioitsija toteaaakin, että ”häntä ei yksinkertaisesti haluttu Klubille” (Suvikumpu 2012).

assa olla vain osa, ehkä puolet, osakekauppojen Börsförmedlingille/Skurnikille tuottamista kokonaistappioista.

Mutta mistä nämä jättiläistappiot sitten johtuivat? Paitsi se, että ”sijoituskelii” oli muuttunut 1910-luvun loppupuolella kaiken kaikkiaan hankalammaksi, yksi syy Börsförmedlingin sijoitustoiminnan tappiollisuuteen löytyy yhtiövalinnasta. Börsförmedlingin valitsemat osakkeet olivat yksinkertaisesti huonoja. Esimerkiksi taulukon 1 listan kärjessä olevien KOP:n ja HOP:n hinnat kehittyivät selvästi yleisindeksiä hitaammin, ja aivan erityisen heikkoja olivat Walkiakoski sekä Kone ja Silta.

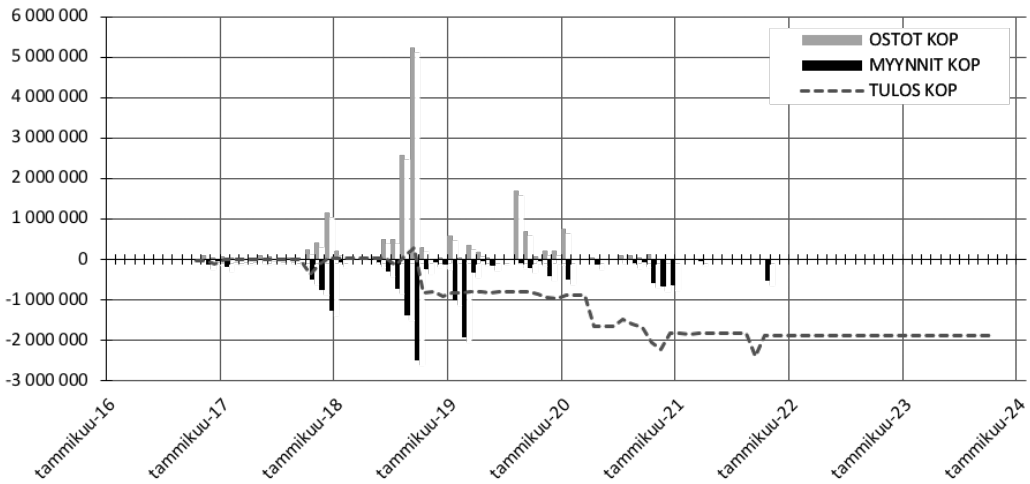
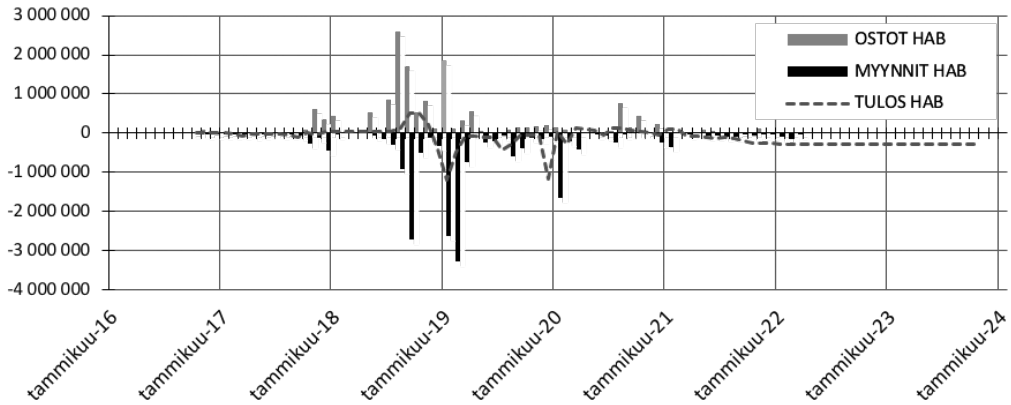
Vaikka Börsförmedlingin (ja tältä osin ilmeisesti Skurnikin itsensä) strategisten teollisten osakesijoitusten tuloskehitys oli ajallisesti hieman toisistaan poikkeavaa (Walkiakoski oli

Kuvio 6. Börsförmedlingin pörssissä tapahtunut kuukausittainen kaupankäynti ja sen tuloskehitys Walkiakosken sekä Kone ja Sillan osakkeilla



Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923); Skurnik ja Pasternack (2007)

Kuvio 7. Börsförmedlingin pörssissä tapahtunut kuukausittainen kaupankäynti ja sen tuloskehitys Helsingfors Aktiebankin (HAB) ja KOP:n osakkeilla



Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923); Skurnik ja Pasternack (2007).

1918 hetken jopa plussan puolella), niin 1920/1921 tienoilla se kääntyi jyrkkään laskuun (kuvio 6).²⁷ Siitä huolimatta – tai kenties senkin vuoksi – varsinkin Walkiakosken kauppa jatkui pörssissä aivan 1920 lopulle aktiivisena molempiin suuntiin ja vielä niin, että Walkiakosken osakkeissa kauppa oli siihen asti selvästi ostovoittoista.

Pankkiosakkeista HOP:n sijoitustulos sinnteli pitkään plus-miinus-nollan tienoilla ja ylipäänsäkin tappiot olivat selvästi teollisuusosakkeita vähäisemmät (kuvio 7). KOP:n osalta kaupankäynti oli kuitenkin jo 1918 lopulta lähtien selvästi tappiollista ja tulos kaiken kaikkiaan huomattavasti HOP:n tulosta heikompi.

5. Kenen tappiot – millaisen tarinan suuret luvut kertovat

Seuraava ja koko tämän tarinan kannalta ratkaiseva kysymys on nyt se, kenelle nämä valtavat tappiot koituivat, Börsförmedlingin asiakkaille vai Skurnikille itselleen. Vastaus riippuu siitä, kenen lukuun Börsförmedling kauppvoja teki, Skurnikin itsensä vai Börsförmedlingin asiakkaiden. Kysymys on tässä yhteydessä relevantti, sillä kuten jo aiemmin totesimme, ajan tapa oli, että kauppaa tehtiin samaan aikaan sekä asiakkaiden että omissa nimissä. Ja jälkimmäisen osuus saattoi olla hyvinkin merkittävä.²⁸

²⁷ *Kuvion 6 Kone ja Siltaa koskevassa osassa ei ole voittoa huomioon Skurnikin 1919 loppupuolella tekemää suurta osakekauppaa, jolla hän möi pörssin ulkopuolella koko Kone Sillan omistuksensa (ilmeisesti 50,4 %, ks. Pörssitieto.fi:n verkkosivu) Robert Mattsonille (Svenska Tidningen 1919).*

Valitettavasti käytettävissämme ei ole tarkempaa tietoa siitä, mikä tämä osuus oli Börsförmedlingissä. On kuitenkin vahvat perusteet olettaa, että Skurnikin omiin nimiin tekemien kauppojen osuus on saattanut olla suurikin. Välitystoiminnan vähäiseen osuuteen viittaavat muun muassa seuraavat kolme tekijää: 1) Kansalliskirjaston digitoimissa sanomalehdissä ei ole julkaistu yhtä ainoaa Börsförmedlingin välitysilmoitusta, kun muut tuon ajan toimijat mainostivat omaa välitystoimintaansa runsaasti²⁹, 2) Börsförmedlingin jäämistössä ei ole lainkaan välitystoimintaan liittyvää dokumentaatiota³⁰ sekä 3) lainojen vakuutena olevien osakkeiden suuri määrä (taulukko 3).

On kuitenkin myös toiseen suuntaan viitattavia tekijöitä. Yksi sellainen on Börsförmedlingin verotettava vuositulo, joka oli koko sen toiminnan ajan ja muutamina vuosina (1916, 1917 ja 1919) varsin huomattavankin (nykyrassassa suuruusluokkaa 200 000-400 000 €/v) positiivinen. Verotettavia tuloja ovat saattaneet kerryttää osakevälitystoiminnan välityspalkkiot. Mutta eivät kuitenkaan välttämättä. Myös kurssivoitot, joita runsas lyhyt kaupankäynti on saattanut tuottaa paljonkin, ovat voineet olla

²⁸ *Pörssikomitean hallituksen pöytäkirjaan on kirjattu 15.11.1918 (3 §) hallituksen jäsenen ja itsekin osakevälittäjänä toimineen kauppias Wilhelm Bensowin atkalaisarvio, että noin puolet pörssissä solmituista kaupoista olisi tehty välittäjien omaan laskuun.*

²⁹ <https://digi.kansalliskirjasto.fi/sanomalehti/search> (esim. Hufvudstadsbladet nro 249, 3.12.1918)

³⁰ *Skurnikilta jälkeensä jääneessä, huolellisesti dokumentoidussa asiakirjamapissa, jossa on mm. kaikki hänen 1910-luvun lopun kirjeenvaihtonsa, on ainoastaan yksi osakevälitykseen liittyvä kirje.*

Taulukko 3. HOP:n Börsförmedling Ab:lle myöntämien lainojen vakuudet vuonna 1922

Kontokurantti no 124 (9,5 mmk)			Laina no 77 (9,852 mmk)		
Vakuuslaji	Lkm	Osakkeen arvo mk	Vakuuslaji	Lkm	Osakkeen arvo mk
Walkiakosken osakkeet	25 000	215	PYP:n osakkeet	1 890	297
Skurnikin oma takaus			Länsi-Suomen osakepankin osakkeet	450	105
			Kiinteistöpankin osakkeet	106	30
			Unionbankin osakkeet	11 373	70
			Walkiakosken osakkeet	8 700	215
			Suomen Vanun osakkeet	11 618	100
			Käsityöläispankin osakkeet	3 500	83
			Dalsbrukin osakkeet	20	200
			Högforsin osakkeet	750	150
			Ulkomaankauppapankin osakkeet	1 800	68
			Talletustodistus		50 000

Lähde: PTV 1922a.

merkittäväkin tulolähde.³¹ Mutta kun varsinainen tieto puuttuu, niin taulukossa 4 on esitetty laskelmat Börsförmedlingin kokonaistulokses-

ta kolmella eri oletuksella oman kaupankäynnin osuudesta (25 %, 50 % ja 75 %).³²

³¹ Tilinpäätöstietoja ei ole käytettävissä sen paremmin yksityisissä kuin julkisissakaan lähteissä (Kansallisarkiston vastaus tiedustelumme 22.10.2017; "KA/20440/2017: Tilinpäätösasiakirjat Ab Börsförmedling – Pörssivälitys Oy, rek.nro 34.937, 1916–1923. Patentti- ja rekisterihallituksen kaupparekisterin tilinpäätösasioiden arkistoon sisältyvät yritysten tilinpäätökset ovat vuosilta 1928–1976 [Ea. Yritysten tilinpäätökset]. Tilinpäätöksiä ei ole tätä varhaisemmalta ajalta").

³² Jos kaupankäynti olisi tehty kokonaisuudessaan asiakkaiden nimiin, niin tällöin Börsförmedlingin palkkiotulot – olettamalla välityspalkkioksi maltillisesti 0,5 % – olisivat olleet koko toiminnan ajalta noin 1,75 miljoonaa markkaa (noin miljoona nykyeuroa). Ja tällöin rahoituksesta olisivat luonnollisesti vastanneet sen toimeksiantajina olleet Börsförmedlingin asiakkaat. Tässä tapauksessa Börsförmedlingin toiminnan rahoitukseksi olisi todennäköisesti riittänyt yhtiön 1,2 mmk:n osakepääoma ja sen tulos olisi ollut varmuudella positiivinen.

Taulukko 4. Omien kauppojen osuuden vaikutus Börsförmedlingin kokonaistulokseen, mk

Taustatiedot			Kokonaistulos		
Vuosi	Palkkiot (jos kaikki kaupat asiakkaiden nimissä)	Börsförmedlingin kaupankäynnin kokonaistulos	Oman kaupan-käynnin osuus 25 %	Oman kaupan-käynnin osuus 50 %	Oman kaupan-käynnin osuus 75 %
1916	75 790	-1 732 302	-376 233	-828 256	-1 280 279
1917	306 693	-2 610 351	-422 568	-1 155 1829	-1 881 090
1918	1 091 837	-1 872 831	350 670	-390 497	-1 131 664
1919	185 451	-5 212 058	-1 163 926	-2 523 303	-3 863 680
1920	71 355	-6 851 092	-1 659 257	-3 389 869	-5 120 480
1921	11 755	-2 678 710	-660 861	-1 333 478	-2 006 094
1922	12 298	-1 162 589	-281 424	-575 146	-868 867
1923	1 368	-557 926	-138 456	-278 279	-418 102
Yhteensä	1 756 457	-22 677 859	-4 352 054	-10 460 656	-16 569 257

Lähde: Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923); Skurnik ja Pasternack (2007).

Vuosien 1916–1923 aikana Börsförmedlingin kaupoissa ostot ylittivät myynnit lähes 31 miljoonalla markalla ja yksinomaan 1918 ostot olivat noin 24 miljoonaa markkaa myyntejä suuremmat. Mikäli Börsförmedlingin kaupankäynnistä esimerkiksi puolet käytiin Skurnikin omaan lukuun, niin sen rahoittamiseen tarvittiin 12 miljoonaa markkaa. Rahoituskustannukset tämän suuruudesta lainasta asettuvat tuon aikaisilla koroilla vuositasolla todennäköisesti miljoonan ja kahden miljoonan markan välille.

Oman kaupankäynnin huonon tuloksen johdosta sen tappioiden lisääminen tulokseen huonontaa joka tapauksessa ajanjakson kokonaistulosta niin paljon, että oman kaupankäynnin osuudesta riippuen Börsförmedlingin tappiohaarukka on reilusta viidestä miljoonasta

yli 17,5 miljoonaan markkaan, todennäköisimmin yli 10 miljoonaa markkaa (paremman tiedon puuttuessa oletusarvona Skurnikin omiin nimiin tehdystä kaupasta voidaan tässä käyttää Bensowin mainitsemaa puolta kaikesta kaupankäynnistä).³³ Laskelmiin liittyvistä mo-

³³ Kokonaistuloksen arviointia vaikeuttaa kuitenkin myös se, että kaupankäynnin tulos sisältää realisoimattomia eriä, emmekä voi varmuudella tietää, millä hinnalla osakkeita myytiin toiminnan lopettamisen jälkeen tai jo toiminnan aikana pörssin ulkopuolella. Lisäksi ainakin osa omistuksista käytettiin velkojen kuittaamiseen, minkä vaikutusta kokonaistulokseen on saatavilla olevilla tiedoilla mahdotonta arvioida. Tuloksen arvioinnissa ei myöskään ole huomioitu yrityksen mahdollisesti maksamia osinkoja. Voidaan kuitenkin olettaa, että osinkojen vaikutus kokonaistulokseen on vähäinen.

nista oletuksista huolimatta kokonaisuutena voidaan siis sanoa, että Börsförmedlingin toiminta oli viimeistään 1919 jälkeen yleisen kurssilaskun alkaessa suuresta markkinaosuudesta ja omistusten suuresta arvosta huolimatta kannattamatonta.

Virallisesti Börsförmedlingin toiminta päättyi 1926. Skurnik jätti itse allekirjoittamansa ilmoituksen yrityksen toiminnan lakkauttamisesta kaupparekisteriin kesäkuussa 1926.³⁴ Suurista tappioista huolimatta Börsförmedlingiä ei siis haettu konkurssiin, kuten ei mitään muutakaan niistä lukuisista yrityksistä, joita Skurnik ehti lyhyeksi jääneen elämänsä aikana perustaa ja johtaa (Skurnik 2013).

6. Skurnikin sijoittajatarina jälkikäteistarkastelun valossa

Tähän mennessä olemme nyt läpikäyneet kaiken oleellisen siitä, mitä käytettävissä olevan tiedon perusteella Skurnikin sijoitustoiminnasta on sanottavissa. Läpikäyty aineisto antaa kohtuullisen vahvoja viitteitä hänen ajattelusta ja toimintamalleista osakesijoittajana.

Lähtiessään heti 1910-luvun puolivälin jälkeen mukaan osakesijoittamiseen tavoitteet olivat kahtaalla. Ensiksikin monialayrittäjänä ja rahoitusmaailmaan jo aiemmin perehtyneenä, hän mitä ilmeisemmin näki nousussa olleessa osakevälityksessä uuden houkuttelevan liiketoimintamahdollisuuden, jossa hän voisi hyödyntää aiemmin hankkimaansa osaamista ja suhteitaan.

Toiseksi Börsförmedling oli hänelle uusi hyödyllinen työväline (myös) oman osakesijoitustoi-

minnan harjoittamiseen. Omissa nimissään harjoittamassaan sijoitustoiminnassa Skurnikin ilmeisenä strategisena tavoitteena oli pyrkiä pääsemään aggressiivisilla osakesijoituksilla muutamissa valituissa teollisuusyrityksissä (ainakin Kone ja Sillassa ja Walkiakoskessa) riittävään vahvaan omistaja-asemaan voidakseen olla mukana näiden yritysten edustamien tuolloin vielä varsin pirstaleisten toimialojen konsolidoimisessa.

Vaikka tämä perustavoite ei varmaan matkan varrella muuttunut, hän joutui kuitenkin toimintaympäristön nopeiden ja syvällisten muutosten seurauksena arvioimaan 1910-luvun loppua kohden sekä omaa että Börsförmedlingin tilannetta uudelleen. Yksi osoitus tästä oli luopuminen jo 1919 lopussa Kone ja Sillan osakeista. Ja viimeistään 1920 lopulla, kun tappiot alkoivat kasvaa myös Walkiakoskessa, hänen strategiaansa tuli muutoinkin selvästi aikaisempaa enemmän puolustuksellisia kaappoja.

Näin jälkikäteen tarkasteltuna on kuitenkin selvää, että Skurnikin/Börsförmedlingin lyhyt vierailu osakemarkkinoilla – sitä kai voisi nimittää “sijoitusseikkailuksi” – oli liiketaloudellisesti täysin epäonnistunut. Mutta sitä, että hänen strategiansa olisi tällä perusteella ollut väärä, tämä ei kuitenkaan välttämättä vielä tarkoita.

Keskeinen vastaamaton kysymys, kun tiedossamme nyt on Börsförmedlingin toiminnan alusta lähtien tappiollinen ja jatkuvasti heikentyvä tulos, on kuitenkin se, mikä sai Skurnikin pysymään siinä mukana niinkin pitkän aikaa? Tilanteen muutoshan alkoi tulla esille jo 1910-luvun lopussa ja viimeistään 1920-luvun alussa.

Yksi syy saattoi olla se, että kun hän oli siihen mennessä ehtinyt jo tehdä myös omissa nimissään suurimmat strategiset satsauksensa, niin hän jäi nyt odottamaan tilanteen parane-

³⁴ Huhtikuussa 1924 Börsförmedling oli jo jättänyt raastuvanoikeuteen yhtiön velkojille ns. vuosibaasteen.

mista – tähän on tunnetusti yksi vaikeuksiin joutuneiden sijoittajien ikaikainen “helmasynti”. Tai ainakin hän halusi viivyttää jättitappioiden realisoimista niin pitkään kuin mahdollista. Eikä kysymys ollut tältä osin mistään toiveajattelusta vaan siitä, että vahvasti velkaantuneena hänellä ei tosiasiallisesti ollut varaa taseensa kertyneiden jättitappioiden realisointiin. Näin ollen hänen tavoitteensa oli mitä ilmeisimmin yrittää “istua sitkeästi taseensa päällä” niin kauan, kun hänen rahoittajilla riitti uskoa ja/tai pitkämielisyyttä tai, kun tilanne alkaisi muutoin helpottaa.

Mutta mitä Skurnikin olisi pitänyt liikemiehenä tietää enemmän jo 1916 lopulla, kun hän lähti mukaan osakesijoitusbisnekseen, jotta tulos ei olisi muodostunut näin katastrofaalisen heikoksi?

Yksi kysymys, jonka tekemämme laskelmat herättävät on myös se, että muokkasivatko Skurnik ja muutamat muut suursijoittajat väärillä arvioillaan osakemarkkinoiden kokonaiskehityksen sellaiseksi, millaisena sen nyt taloushistoriallisten tosiasioiden perusteella näemme? Vai oliko pikemminkin niin, että taloudelliset olosuhteet muuttuivat tuona aikana tavoilla, joihin he eivät kyenneet yksittäisinä – suurinakaan – toimijoina vaikuttamaan? Vai oliko niin, että Börsförmedlingin toiminnan mittavuus toimi tässä tilanteessa vain eräänlaisena vipuna, joka monisti Suomen osalta taloudellisen ja yhteiskunnallisen murroksen vaikutuksia?³⁵

³⁵ Esimerkiksi tiedot Euroopan finanssikeriisien vaikutuksista Rothschildien sijoitustoiminnan kannattavuuteen, samoin kuin tiedot Ruotsista 1900-luvun alkuvuosikymmeninä – ja Wallenbergien silloisesta toiminnasta –, ovat tässä subteessa mielenkiintoisia (Ferguson 2008; 1999; Lindgren 1994). Ne viittaavat ensiksikin siihen, että toisin kuin usein kuvitellaan, osakemarkkinoiden kasinovaiheet eivät ole suinkaan

Pörssin suhteellisen aktiiviteetin vertailu tuona aikana Suomessa ja Ruotsissa osoittaa, että ainakin yleinen kehityskuva oli molemmissa maissa hyvinkin samatapainen. Bruttokansantuotteeseen suhteutettuna pörssin vaihtokävi molemmissa maissa 1918 huipussaan lähellä 18 prosenttia, josta se sitten palasi taas 1920-luvun alussa normaalille muutaman prosentin tasolle (Skurnik ja Pasternack 2007). Tämä evidenssi puhuu siis sen puolesta, että taloudellisen kehityksen osalta kysymys ei ollut pelkästään suomalaisesta poikkeusilmiöstä vaan pikemminkin jostakin toimintaympäristössä tapahtuneista yleisemmistä niin Suomen kuin Ruotsin osakemarkkinoille heijastuneista taloudellisen “suursäätilan” muutoksista. Ja myös se tiedetään, että eivät Skurnik ja Börsförmedling olleet ainoat, jotka 1910-lopulla epäonnistuivat.³⁶ Päinvastoin Börsförmedling onnistui näistä tulokkaista sinnittelemään mukana kaikista pisimpään.

Mitä talouden yleisten olosuhteiden muutoksiin tulee, niin se, mitä nyt jälkikäteen niistä tiedämme, ei suomalaisten – tai ruotsalaisten – olosuhteiden osalta välttämättä ollut helposti 1900-luvun alkuvuosikymmenien toimijoiden ennakoitavissa, eikä edes heidän

aikoja, jolloin suuria voittoja laajassa mitassa tehdään (Skurnik ja Pasternack 2007). Tämä ei sulje pois sitä, etteikö myös voittajia olisi ja etteikö juuri näinä aikoina tapahtuisi myös joitakin hyvinkin mittavia ja kauaskantoisia varallisuuden siirtymiä.

³⁶ Helsingin Arvopaperipörssin jäseniksi hyväksyttiin Börsförmedlingin perustamisvuonna 1916 kaikkiaan 36 pankkiriilikettä tai muuta vastaavaa uutta toimijaa (Klinge 1993). Niistä vain neljän toiminta jatkui (jossakin muodossa) pidempään. Kaikki muut joutuivat lopettamaan toimintansa ja ajallisesti tämä tapahtui seuraavasti: 1917 (5), 1918 (11), 1919 (3), 1920 (5), 1921 (5), 1924 (2) ja 1926 (1 = Börsförmedling).

jokapäiväisessä toiminnassaan ymmärrettävissä. Markkinataloushan oli tuolloin maassamme vasta kehityksessä, ja 1910-luvun valtava inflaatio ja heittelehtivät valuuttakurssit olivat vielä aivan uusia ilmiöitä, joista ei juuri kellään tuolloisella toimijalla, tutkijoilla tai viranomaisilla, liikemiehistä puhumattakaan, ollut tietoa sen paremmin teoriassa kuin käytännössä (Korpisaari 1918; Heikkilä 2010). Tältä pohjalta on kohtuullista todeta, että taloudelliset olosuhteet muuttuivat 1910-luvun jälkipuoliskolla tavalla, jota silloiset osakemarkkinoiden toimijat – suuretkaan, kuten Skurnik – eivät osanneet suunnitelmissaan ja toiminnassaan ottaa huomioon.

Sen sijaan se, että Skurnik lähti nyt nähdyltä tavalla mukaan osakemarkkinoiden nousuun ja pysyi siellä mukana niin pitkään, onkin sitten jo toinen asia. Ehkä juuri tässä kriittisessä asiassa ja kehitysvaiheessa asiaan saattoi Skurnikin osalta vaikuttaa ratkaisevasti hänen kokemattomuutensa osakesijoittajana. Hänhän oli liikemies, joka oli aloittanut hyvin menestyneet tekstiilialan liiketoimintansa vuosisadan vaihteessa käytännössä tyhjästä – jos lähtöeväiksi ei lueta hänen kodistaan saamaa juutalaista kauppiasperinnettä ja sen mukanaan tuomaa kansainvälisyyttä kielitaitoineen – ja joka oli tullut osakemarkkinoille vailla aikaisempaa alan kokemusta vasta aivan 1916 lopulla eli vaiheessa, jolloin osakekaupan ja -kurssien nousuvaihe oli jo alkanut.³⁷

³⁷ Osakemarkkinoiden muutosten nopeutta ja mittasubteita kuvaa hyvin Helsingin Arvopaperipörssin kokonaisvaihdon kehitys 1910-luvun alkupuolella ja puolivälissä (mmk): 1912 1,6 mmk (6 M€), 1913 2,6 mmk (9,7 M€), 1914 2 mmk (7,5 M€), 1915 4,2 mmk (13 M€), 1916 190,2 mmk (445 M€), ks. *Stjerschantz* 1987.

Toinen ilmiselvä virhe on se, että hän valitsi omiin strategisiinsa sijoituksiinsa väärät yhtiöt, etunensä Walkiakoski sekä Kone ja Silta. Sen sijaan siihen, missä vaiheessa hänen olisi pitänyt tämä tietää ja miten hänen olisi pitänyt toimia esimerkiksi Walkiakoskessa, on vaikea ottaa nykytiedoilla kantaa (Pajunen 2004).³⁸

Se on kuitenkin selvää, että menestyksellisen sijoittajan tarvitsema onni häneltä sijoitustoiminnassaan puuttui. Myös hänen aggressiivinen sijoitusstrategiansa ja sijoitusten suuruus omiin resursseihinsa nähden, kuten myös niiden keskittyneisyys vaikuttavat huomattavan kunnianhimoiselta, jopa uhkarohkealta.

Finanssikriisit ja muut talouden murrosvaiheet ovat juuri niitä käännekohtia taloudellisessa kehityksessä, jolloin uutta varallisuutta uusiin käsiin voi syntyä ja myös syntyä. Vaurastumisen edellytyksenä kuitenkin on, että joko onnistuu – kokemuksen antamalla tietämyksellä tai onnella – välttämään murroskaudelle

³⁸ *Vaikka erityisesti Walkiakosken toiminnassa oli jo 1910-luvun lopulla suuria laatuongelmia (Pajunen 2004), tiedossa ei kuitenkaan ole näin jälkikäteenkään mitään selkeää käänteentekevää faktamateriaalia, jonka perusteella Skurnikin olisi pitänyt silloin vallinneissa olosuhteissa toimia toisin. Kysymys on tässä myös sekä toimenpiteiden ajoituksesta että resursoinnista. Esim. se, että Walkiakoskesta saneerattiin Rudolf Waldenin johdolla 1920-luvun puolivälistä lähtien vielä aivan elinkelpoinen yritys, ei merkitse välttämättä sitä, että saneeraus olisi voitu – tai että nimenomaan Skurnik omista lähtökohdistaan olisi voinut – suorittaa huomattavasti tapahtunutta aikaisemmin. Tältä osin asiaan saattoi vaikuttaa myös se, että Skurnikin taloudelliset resurssit perustuivat 1910-luvun lopulla ja vielä sitäkin enemmän 1920-luvun alussa velkarahoitukseen, jonka hoitaminen Börsförmedlingin tasekehitys huomioon ottaen asetti 1920-luvulle tultaessa mitä ilmeisemmin yhä abtaamat rajat Skurnikin halulle ja kyvylle suuriin manöövereihin esim. Walkiakoskessa, vaikka hän niiden tarpeen olisi ekkä tunnistanutkin.*

ominaiset riskit tai vaihtoehtoisesti, että omaa riittävän vakavaraisuuden antaman riskinsietokyvyn, jolla ohimenevistä vastoinkäymisistä selvittää.³⁹

Lopputulos Skurnikin lyhyestä vierailusta suomalaisilla osakemarkkinoiden 1910-luvun lopun erityisen liukkaalla pelikentällä ja huonossa “sijoituskelissä” on kuitenkin selvä ja yksiselitteinen: se yksinkertaisesti epäonnistui, hän oli siellä aivan väärään aikaan. Tämä johtopäätös vahvistaa osaltaan sitä kuvaa, jonka taloustieteellinen kirjallisuus on 1900-luvun kuluessa hahmottanut talouden murroksista ja niiden dynamiikasta. Myös Skurnikin, kuten ilmeisesti myös monen muun hänen aikalaiskollegansa tien katkaisi länsinaapurissamme hyvin tunnettu “*depressionens stålbad*” (Lindgren 1994). Se viittaa siihen, että murroksen nousuvaihetta seuraa luonnonlain kaltaisella varmuudella ennemmin tai myöhemmin talouden lamavaihe, joka testaa, pysyvätkö murrosvaiheen myllerryksessä uusiin käsiin siirtyneet pääomat näiden otteessa vai palaavatko ne takaisin asemansa jo aikaisemmin vakiinnuttaneille ja siten paremman riskinkantokyvyn omaaville toimijoille.

Tämä tosiasia näkyy erityisen selvästi tarkastelemalla muutamien 1900-luvun alun keskeisten toimijoiden elinikäistä tulokehitystä

³⁹ Toisin kuin Skurnik, joka kiihdytti ostojaan osakehintojen noustessa, esimerkiksi muutamia vuosikymmeniä aikaisemmin kovia kokeneet Wallenbergit, jotka kävivät 1870- ja 1880-lukujen vaihteessa läbellä suoritusilaa, alkoivat niiden kokemustensa ansiosta samassa kehitysvaiheessa voimakkaasti jarruttamaan omaa kaupankäyntiään. Oikeaikainen pidättyvyys yhdessä vahvan riskinkantokyvyn kanssa olivatkin jälkikäteen arvioituna juuri ne tekijät, joiden ansiosta Wallenbergit pelastuivat sillä kertaa pahemmilta kolhuilta (Lindgren 1994).

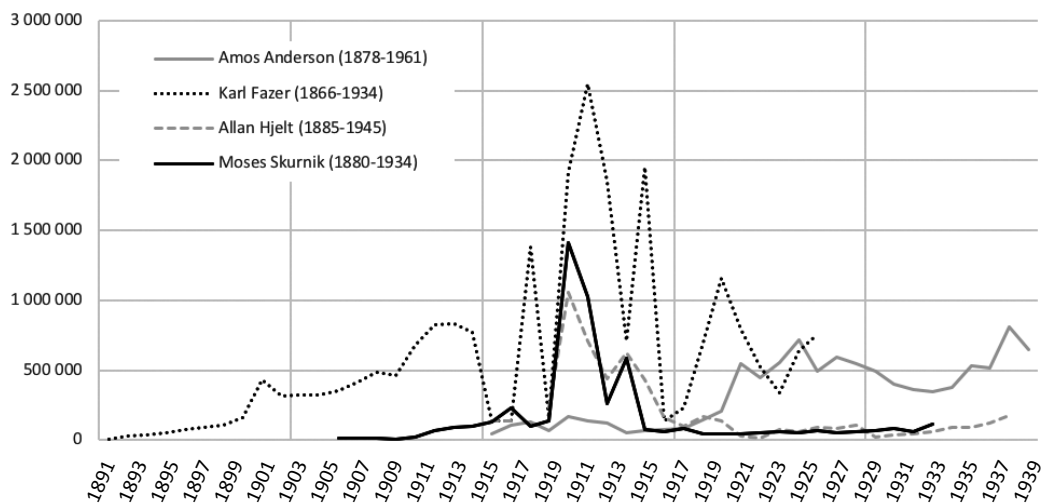
(kuvio 8). Siitä käy hyvin kouriintuntuvasti ilmi 1910-luvun valtavan keskeinen merkitys Skurnikin ja monen muunkin aikalaistoimijan tulokehityksessä. Noina vuosina Skurnik pärjäsi tuloissa hyvinkin tuon ajan toiselle osakesijoittajalle ja tuon ajan “pörssimatadorille”, muun muassa Gutzeit-kaupat junaillelle Allan Hjeltille (von Frenckellin seuraajalle Emissioonyhtiössä). Sen sijaan maamme merkittävimmän konditorialiikkeen kehittäjän Karl Fazerin tuloille, niin sanotun “vanhan rahan” edustajista puhumattakaan (Dahlberg ja Mickwitz 2014)⁴⁰, nämä kumppanukset eivät kuitenkaan pärjänneet edes elinkaaritulojensa huippuvuosina. Ja koko elinkaaren tulokertymien vertailussa myös hitaasti kiihuhtanut 1900-luvun alun toisinajattelija, kiinteistösjoihtuksiin satsannut Amos Anderson pesi nämä molemmat osakekeinoittelijat (Skurnik 2013 ja 2015b).

Lopullisen naulan Skurnikin sijoitusseikkailun arkkuun naulasi Börsförmedlingin päärahoittaja HOP, joka veti vuoden 1924 alussa rahoituksensa pois häneltä ja otti pankin tappioiden kattamiseksi haltuunsa merkittävän osan Skurnikin vielä siinä vaiheessa valtavista osakeomistuksista.

Tosin nyt käytössä olevan tiedon perusteella ja jälkiviisaana voi kyllä todeta, että ei Skurnikin ajatus “taseen päällä istumisesta” mahdollisimman pitkään ollut sinänsä niinkään epärationaalinen ajatus siinä tilanteessa, mihin hän oli 1920-luvun alussa joutunut. Viranomaisdokumentit nimittäin osoittavat, että se

⁴⁰ 1917 tulolistan kolmen kärki oli Helsingissä henkilöverotuksen osalta nykyeuroissa (2017) seuraava: 1) liikemies S. Nikolajeff jr. 5,0 M€; 2) kauppias Julius Tallberg 4,1 M€; 3) kauppaneuvos Victor Ek 3,1 M€ (Veckobladet 1917).

Kuvio 8. Moses Skurnikin ja eräiden hänen aikalaisliikemiesten elinikäiset verotettavat tulot vuoden 2011 euroissa



Lähde: Helsingin kaupunginarkiston verotustiedot.

“melkein” onnistui.⁴¹ Eikä Skurnikin strateginen satsaus nimenomaan metsäteollisuuteen ja Walkiakoskeen – kuten ei myöskään Kone ja Siltaan –, jotka olivat oman aikansa nousevilla

teollisuudenaloilla, ollut sekään välttämättä ajatuksena lainkaan huono.⁴²

⁴¹ Pankkitarkastusviraston (PTV 1927) HOP:n arvopaperiosastolla tekemän tarkastuksen 27.1.1927 päiväystä tarkastuskertomuksesta käy nimittäin ilmi, että pankki oli sittemmin (ilmeisesti lokakuussa 1926) myynyt ainakin Skurnikilta halpaan hintaan lunastamansa Walkiakosken osakkeet jo eteenpäin 2,8 miljoonan markan (lähes 800 000 €) voitolla (ostajana ilmeisesti liikemies J. Th. Lindroos) (Pajunen 2004, 139).

⁴² Kun Rudolf Walden tuli 1924 Skurnikin jälkeen Walkiakoskeen ja pian hänen paikalleen yhtiön hallitukseen, niin vähitellen Walkiakoski sulautettiin Waldenin johdolla Yhtyneisiin Paperitehtaisiin. Ja sitä kautta siitä tuli osa Waldenin suurta, aina nyky-UPM:ään kantanutta metsäteollisuuden kehittämisstrategiaa. Ja vähän samalla tavoin kävi myös Kone ja Sillan osalta. Kun Mattson kuoli 1930-luvun puolivälissä, hänen yrityskauppojaan rahoittanut PYP möi hänen Skurnikilta ostamat Kone ja Sillan osakkeet Wärtsilälle (ks. Wikipedia/Robert Mattson).

Taulukko 5. Sara ja Moses Skurnikin perunkirjoitukset 1920 ja 1934

Sara Skurnik 10.12.1920			
Varat	1000 mk	Velat ja muu vastattava	1000 mk
Bembölen kiinteistöt (235-401-8-12,13 ja 14)	390	Ab Wilhelm Bensow	638
<i>Osakkeet ja arvopaperit</i>		A/S Hugo IBach	166
Villa Sara (50)	180	Rudolf Rozetzky	50
Ab Börsförmedling (1 200)	1200	Ab Textil Oy	440
Ab Textil Oy (600)	600	Ab Börsförmedling	9 000
Bennäs Yllespinneri Ab (2 728)	409	HOP	1 200
Suomen Vanutehdas Oy (1 000)	200	HOP konttokurantti	1 000
Ab Atlantic (150)	75	Nordiska Föreningsbanken (NFB)	400
Industribanken Ab (100)	10	Ym.	
Ab National Kappfbriken (200)	200		
Ab Walkiakoski (31 250)	10 937		
HOP (2000)	270		
Käteinen ym.	50		
<i>Kiinteistöt</i>			
Osuus Korkeavuorenkatu 4	20		
Jääkärintähti 1 (tontti ja kartano)	100		
Yhteensä	14 356	Yhteensä	13 792
Verottajan arvio	16 931		
<i>Nettovarallisuus (verottajan arvio)</i>	<i>3 139</i>		
<i>Nykyrahassa (2017) (1000 €)</i>	<i>1 200</i>		
Moses Skurnik 20.12.1934			
Varat	1000 mk	Velat ja muu vastattava	1000 mk
<i>Kiinteistöt</i>		Laina NFB*	800
Osuus (139/192) Jääkärintähti 1	871	Ym.	250
<i>Käteisvarat, talletukset, saatavat ja arvopaperit</i>			
Textil (2500)	1 500		
NFB juokseva tili	23		
NFB pääomatili (rva ES)	37		
Villa Sara (50)	694		
Valtion obligaatiot	11		
Yhteensä	3 312	Yhteensä	1 050
<i>Nettovarallisuus</i>	<i>2 262</i>		
<i>Nykyrahassa (2017), 1000 €</i>	<i>900</i>		

Lähde: Kansallisarkisto.

7. Välitilinpäätös ja loppusaldo

Mitä sitten tämä kaikki merkitsi yleisemmin Moses Skurnikin elämässä ja taloudessa? Valittavasti tietoa sen paremmin Skurnikin henkilökohtaisesta kuin hänen yritystensäkin taloudesta ei ole juurikaan käytettävissä sen enempää kuin mitä edellä olemme kertoneet.

Verottajan vuotuisten tulotietojen lisäksi Kansallisarkistossa on kuitenkin säilössä kaksi mielenkiintoista perunkirjoitusta, jotka tarjoavat mielenkiintoiset kurkistusaukot ja tarkistuspisteet tähän asiaan. Ensimmäinen niistä on laadittu Moses Skurnikin Sara-vaimon kuoleman jälkeen vuonna 1920 – ikään kuin Skurnikin sijoittajavaiheen välitilinpäätöksenä – ja toinen hänen oman kuolemansa jälkeen vuonna 1934, joka kertoo hänen elämänsä taloudellisen loppusaldon (taulukko 5). Molemmat siis kylminä lukuina.

Kiintein hinnoin vuoden 2017 euroissa näissä perunkirjoituksissa arvioitujen nettovaroallisuuksien loppusummat, 1,2 M€ (1920) ja 0,9 M€ (1934), ovat yllättävän lähellä toisiaan. Vaikka taseen loppusumma oli vuonna 1934 kertaluokkaa pienempi kuin vuonna 1920, niin silloin pienempiä varoja vastaan taseen toisella puolella olivat myös huomattavasti pienemmät velat. Tällä perusteella voi ehkä sanoa, että niin huikeita kun Skurnikin osakesijoitusseikkailun tappiot 1920-luvun alkupuolella olivatkin, niin sitä ennen muutamana vuonna 1910-luvun lopulla ansaitsemillaan suurilla tuloilla ja lyhyen loppuelämänsä aikana harjoittamallaan muilla liiketoiminnoilla hän kykeni varsin tehokkaasti kompensoimaan suuria sijoitustappioitaan.

Lopputaseessa arvokkaimpina omaisuus-erinä jäljellä olivat Eiran kiinteistöt (koti Villa Sara ja osuus Jääkärintkadusta) sekä arvok-

kaimpana kaikista Textil. Sitä paitsi kaikkien näiden jäljellä olevien omaisuuserin reaaliarvotkin olivat ehtineet merkittävästi nousta näiden kahden perunkirjoituksen välisenä reilun vuosikymmenen mittaisena aikana. Hinnat vuoden 2017 euroina 1920/1934: Villa Sara 71 000/262 000 €, Jääkärintkatu 40 000/328 000€, Textil 238 000/565 000 €.

Suvussamme kulkee perimätieto, jonka mukaan Textil oli Moses Skurnikin liiketoiminnoissa kivijalka ja perusyritys, jota hän ei asettanut koskaan spekulatioille alttiiksi. Sen hän jättikin elinvoimaisena jälkeensä ja yrityksen toiminta jatkui vaihtelevalla menestyksellä aina 1990-luvun lopulle asti, jolloin se neljännen polven aikana ajautui epäonnistuneiden kiinteistösijoitusten ja huonojen johtajavalintojen seurauksena konkurssiin.

Ja vielä aivan lopuksi hieman toisenlainen, pehmeämpi aikalaisnäkökulma esillä olevaan elämän loppusaldo -teemaan. Sellaisen tarjoaa tunnetun juutalaisten kansalaisoikeustaistelijan ja sosialistin Santeri Jacobsonin (Max Jakobsonin sedän) laatima Moses Skurnikin muistikirjoitus Helsingin Sanomissa kesällä 1934 (Jacobson 1934). Se laajentaa mielenkiintoisella tavalla tähän mennessä pelkkien lukujen valossa kerrottua Skurnikin bisnestarinaa:

“En kuulunut Sinun seurapiiriisi, siitä huolimatta tunsin Sinut hyvin. Seurasin elämäsi kaukaa ja annoin sille tunnustusta. Sinä olit ihmeteltävän tarmokas ja liike-elämässä reilu, rehti liike-mies, jonka sanaan saattoi luottaa. Sinä toteutit elämässäsi periaatteen ‘Leben und leben lassen’, ja kiivastuessasi lepyit Sinä nopeasti. Sinä olit pohjaltaan hyvä ihminen sanan täydessä merkityksessä ja olit valmis kieltäytymään aineellisista eduista, jos oma tai kansasi kunnia siitä jollakin tavoin joutui kärsimään. Sinä olit esimerkillinen

liikemies, jossa yhteiskunnallinen vaisto, ihmissyys ja omat intressit vuorottelivat toisiaan kaikissa Sinun edesottamuksissasi. Suomen juutalaisgetto oli Sinun kehtosi, sen tähden ei Sinusta voinut kehittyä koko tämän maan huomattavin ta liikemiestä, johon Sinulla oli kaikki luontaiset edellytykset. Siipesi eivät kantaneet Sinua pienen piirisi ulkopuolelle, niiden kantavuuden rajoitti juutalaisen oikeudeton asema Suomessa takavuosina [...] Itsellesi ei liene siitä ollut vahinkoa, sillä Sinä tunsit velvollisuutesi heimolaisiasi kohtaan, olit heille kaikessa apuna ja teit työtä enemmän heidän, kun itsesi tähden. Ympäristösi oli Sinulle rakasta ja Sinä kohdistit rakkautesi siihen, vaikkakin toisissa olosuhteissa syntyneenä olisit voinut onnellistuttaa laajempainkin ympäristöä. Tietoisuutesi siitä, että Sinä et toiminut ja elänyt yksinomaan itseäsi varten, vaan toisten auttamiseksi, kannusti Sinua työhön ja innoitti Sinua väsymättömästi kehittämään likeyrityksiäsi. Ja minä luulen, että Sinua itseäsi ei kuolemasi katkeroittanut, vaan se katkeroitti Sinua toisten tähden, niiden, jotka jäivät vaille Sinun turvaasi, apuasi ja neuvojasasi. Ja niitä kun on vielä niin paljon. [...]

Skurnik ei siis ollut liikemiehenä pelkääntään osakesijoittaja, oman aikansa “pörssimata-dori”, vaan mukana monessa muussakin – nykytermein hän oli varsinainen moniala- ja sarjayrittäjä. Eikä hän ollut myöskään pelkkä liikemies, vaan hänellä oli monia muitakin näkyviä ja tärkeitä yhteiskunnallisia rooleja niin omassa elämänpiirissään kuin myös sen ulkopuolella (Skurnik 2013). □

Lähdeaineisto

Alkuperäislähteet

- Helsingin Arvopaperipörssi (1916–1923), päiväkirjat (Fondbörs kursbok) nrot 3–23.
- Helsingin Arvopaperipörssi (1916, 1918 ja 1923), pörssikomitean pöytäkirjat 29.2.1916; 2.11.1916; 14.5.1918; 23.5.1918; 15.11.1918 ja 11.12.1923.
- Kansallisarkisto (kaupparekisteritiedot, kansalaisoikeusanomus- ja oleskelulupapaperit, Pankkitarkastus).
- Moses Skurnikin yksityisarkisto (osa, mm. kirjeenvaihdon sisältävä asiakirjamappi, sisältyy Moses Skurnikin pojanpojan Hillel Skurnikin kokoamaan sukututkimusmateriaaliin, joka on hänen poikiensa Benjamin ja Dave Skurnikin hallussa; toinen osa, johon sisältyvät mm. Skurnikin yritysten osakaskirja, on Skurnikin pojanpojan tyttären Pamela Skurnikin hallussa).
- Nordean (HOP) arkisto (tiedot yritysten rahoituksesta).
- Pöytäkirja, joka tehtiin K.P. Ruuskanen Osakeyhtiön perustavassa kokouksessa 23.5.1913 (kopio Samuli Skurnikin hallussa).

Viranomaisdokumentit

- Börsförmedling (1916 ja 1926), ilmoitukset kaupparekisteriin Ab Börsförmedling (suomeksi Pörssivälitys Osakeyhtiö) perustamisesta, 26.10.1916 (yrityksen rekisterinumero 34 937) ja lakkaamisesta 8.6.1926.
- Helsingin kaupunginarkiston säilyttämät verotusrekisterit.
- Pankkitarkastusvirasto (1922a), PTV:n HOP:n tarkastuskertomus 1922 (Osäkra krediter).
- Pankkitarkastusvirasto 1922b), PTV:n Pohjoismaiden Yhdyspankin (PYP) vuoden 1922 tarkastuskertomus (Svagare kredittagare).
- Pankkitarkastusvirasto (1927), PTV:n HOP:n arvopaperiosasto tarkastuspöytäkirja 27.1.1927.

Sanomalehdet

- Svenska Tidningen (1919): “Skurnik har sålt aktiemajoriteten i Maskin och Bro”, *Svenska Tidningen*, no 288, 13.12.1919, s.2.
- Veckobladet (1917): “De högst taxerade i Helsingfors”, *Veckobladet* 17.3.1917, no 22, s. 2.

Julkaisemattomat lähteet

- Kärkönen, Orvo (julkaisuvuosi ei tiedossa), K.P. Ruuskanen 1848–1909. Omintakeinen kaupallinen yrittäjä, (suvun hallussa vain yksi kopio K.P. Ruuskasen pojantyttäreillä Kaarina Tiitolalla, osoite: Kolunkyläntie 389, 33680 Tampere).
- Pörssitieto ky ja G. Koch: 1912–72 lakanneet pörssi-yhtiöt/Maskin och Brobyggnads Ab, <https://www.porssitieto.fi/1912k.html#konesilta>
- Wikipedia/Robert Mattson: https://fi.wikipedia.org/wiki/Robert_Mattson

Kirjallisuus

- Ahvenainen, J. Pihkala, E. ja Rasila, V. (toim.) (1982), *Suomen taloushistoria, Osa 2; Teollistuva Suomi*, Tammi.
- Autio, M. ja Nordberg, T. (1985), *Vuosisata paperiteollisuutta I. Valkeakosken, Simpeleen, Myllykosken ja Jämsänkosken paperiteollisuuden vaiheet Yhtyneet Paperitehtaat Osakeyhtiön perustamiseen saakka, Yhtyneet Paperitehtaat Oy*.
- Bredfeldt, R. (2008), *Judiskt liv i Stockholm och Norden. Ekonomi, identitet och assimilering 1850–1930*, Monografier utgivna av Stockholms stad, Stockholmia Förlag.
- Dahlberg, J. ja Mickwitz, J. (2014), *Havet, handeln och nationen. Släkten Donner i Finland 1690–1945*, Svenska litteratursällskapet i Finland, Bokförlaget Atlantis.

- Ekholm, L. (2013), *Boundaries of an Urban Minority: The Helsinki Jewish Community from the End of Imperial Russia until the 1970s*, Publications of the Department of Political and Economic Studies 11, University of Helsinki.
- Ferguson, N. (1999), *The House of Rotschild*, Penguin.
- Ferguson, N. (2008), *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, The Penguin Press.
- Friedman, B., Laibson, D. ja Minsky, H. (1989), “Economic Implications of Extraordinary Movements in Stock Prices”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1989(2): 137–189.
- Galbraith, J. K. (1994 [1990]), *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books.
- Gindström, E. (1962), *Helsingin Osakepankki puolen vuosisadan taipaleella*, Helsingin Osakepankki.
- Haavikko, P. (1977), *Kansakunnan linja. Kommentteja erään tuntemattoman kansan tuntemattomaan historiaan 1904–1975*, Otava.
- Heikkilä, H. (2010), *Alfred Kordelin: Mesenaatti ja hänen säätiönsä*, Suomalaisen Kirjallisuuden Seura.
- Heikkinen, S. ja Kuusterä, A. (2001), “Down from the Heavens. Finnish Economic crisis of the 1990s”, teoksessa Kalela, J. Kiander, J. Kivikuru, U., Loikkanen, H. ja Simpura, J. (toim.), *Up from ashes. The Finnish economic crisis of the 1990s in the light of economic and social research*, VATT-julkaisuja 27:6.
- Holmström, B. (2015), “Understanding the role of debt in the financial system”, BIS Working Papers No 479.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Macmillan, 1978.
- Kindleberger, C. ja Aliber, R. (2005), *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, John Wiley and Sons.
- Jacobson, S. (1934), “In memoriam. Moses Skurnikin muistokirjoitus”, *Helsingin Sanomat* 1.7.1934.

- Juva, E. (1957), *Rudolf Walden 1878–1946*, Yhtyneet Paperitehtaat.
- King, J. (2012), “Hyman Minsky and the Financial Instability Hypothesis”, teoksessa Harcourt, G. ja Kriesler, P. (toim.), *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics, Volume 1: Theory and Origins*, Oxford University Press.
- Klinge, R. (1993), “Pankkiboomi – Vuosina 1916–1920 perustetut liikepankit ja niiden kohtalot”, Suomen Pankki tutkimusosaston työpaperi 5/93.
- Korpisaari, P. (1918), *Rahaolojemme uudistaminen*, Yhteiskuntataloudellisia kirjoituksia 15, Helsingin Uusi Kirjapaino Oy.
- Korpisaari, P. (1926), *Suomen Markka 191–1925*, Kansantaloudellinen yhdistys, Taloustieteellisiä tutkimuksia XXXIV, WSOY.
- Kuisma, M. (2016), *Valtion yhtiöt. Nousu ja tuho*, Siltala.
- Kuisma M. (2009), *Suomen poliittinen taloushistoria 1000–2000*, Siltala.
- Kuisma, M. (2006): *Metsäteollisuuden maa. Suomi, metsät ja kansainvälinen järjestelmä 1620–1920*, Suomalaisen Kirjallisuuden Seura.
- Kuisma, M. (2004): *Kahlittu raha, kansallinen kapitalismi. Kansallis-Osake-Pankki 194–1995*, Suomalaisen Kirjallisuuden Seura.
- Kuisma, M., Henttinen, A., Karhu, S. ja Pohls, Marita (1999), *Kansan talous. Pellervo ja yhteisen yrittämisen idea 1899–1999*, Pellervo-Seura ja Kirjayhtymä.
- Kuisma, M. ja Keskisarja, T. (2012), *Erehtymättömät. Tarina suuresta pankkisodasta ja liikepankeista Suomen kohtaloissa*, WSOY.
- Kuusterä, A. (2002), *Läbellä ihmistä. Osuuspankki-toiminta 100 vuotta*, Otava.
- Kuusterä, A. ja Tarkka, J. (2011), *Suomen Pankki 200 vuotta. Osa 1. Keisarin kassasta keskuspankiksi*, Otava.
- Leino, E. (1917), “Hän ‘pörssi’, eli eräs nykyajan aapiskukko”, *Suomen Kuvalehti* 3.2.1917 (julkaistu myös kirjassa Leino, E. (1960), *Pakinat, Osa II*, WSOY: 257–260
- Lindgren, H. (1994), *Aktiivt ägande. Investor under växlande konjunkturer*, Institutet för ekonomisk-historisk forskning vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Lindström, K. (2017), “Sata vuotta vuoristorataa Helsingin pörssissä”, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 113: 312–319.
- Minsky, H. (1975), “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard Theory’”, Hyman Minsky Archive 88, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/38 (viitattu 15.5.2018).
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.
- Minsky, H. (1989), “Economic Implications of Extraordinary Movements in Stock Prices: Comments,” *Brookings Papers on Economic Activity* 1989 (2): 173–182.
- Minsky, H. (1991), “Financial Crises, Systemic or Idiosyncratic”, Levy Economic Institute of Bard College Working Paper 51.
- Minsky, H. (1994), “Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies”, Levy Economic Institute of Bard College Working Paper 155.
- Mises von, L. (2013 [1912]), *The Theory of Money and Credit*, Skyhorse Publishing.
- Murphy, K. (2013), “Executive Compensation: Where We are, and How We Got There”, teoksessa Constantinides, G., Harris, M. ja Stulz, R. (toim.), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier: 211–356.
- Ojala, J., Eloranta, J. ja Jalava, J. (2006), *Road to Prosperity – An Economic History of Finland*, Suomalaisen Kirjallisuuden Seura.
- Pajunen, K. (2004), *Explaining by Mechanisms. A Study of Organizational Decline and Turnaround Processes*, Tampereen teknillisen yliopiston julkaisu 510.
- Pekkarinen, J. (1980), “Charles Kindleberger: Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises”, kirja-arvostelu, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 76: 87–88.

- Pihkala, E. (2001), *Suomalaiset maailmantaloudessa keskiajalta EU-Suomeen*, Suomalaisen Kirjallisuuden Seura.
- Rehn, O. (2009), “Kuka hidastaisi kyytiä?”, *Helsingin Sanomat* 8.3.2009.
- Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Schybergson, P. (2007), *Förvärv och fördärv, Finlands ekonomi i brytningsskedet 1914–1924*, Schildts.
- Skurnik, S. (2013), *Narinkkatorilta Kiestingin mottiin – Juutalaissuvun selviytymistarina*, Paasilinna.
- Skurnik, S. (2014), “Johdon palkkioiden tulee nousta murroksissa”, *Kanava* 2/2014: 36–38.
- Skurnik, S. (2015a), “Iin suurhanke päättyi mahalaskuun. Iin Praavanlahteen piti tulla 1920-luvun alussa iso metsäteollisuuskompleksi”, *Kaleva* 20.9.2015, K2: 40–41
- Skurnik, S. (2015b), “Toisinajattelija Amos Anderson”, *Arvopaperi*, marraskuu: 38–40.
- Skurnik, S. (2016), “Suomen ensimmäinen nurkanvaltaus”, *Kanava* 6/2016: 55–57.
- Skurnik, S. ja Pasternack, D. (2007), “Uusi näkökulma 1900-luvun alun murroskauteen ja talouden murrosvaiheiden dynamiikkaan – liikemies Moses Skurnik osakesijoittajana ja -välittäjänä”, Helsinki School of Economics, Working Papers w-417.
- Stjernschantz, G. (1987), *Pörssin vuoristoradalla. Helsingin Arvopaperipörssi 1912–1987*, Helsingin Arvopaperipörssi.
- Stiglitz, J. (2000), “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, *World Development* 28: 1075–1086.
- Suvanto, A. (1982), “Raha ja luottomarkkinat”, teoksessa Ahvenainen, J. Pihkala, E. ja Rasila (toim.), *Suomen taloushistoria, Osa 2, Teollistuva Suomi*, Tammi.
- Suvikumpu, L. (2012), *Helsingin herrat: sata vuotta Pörssiklubilla*, Helsingin Pörssiklubi.
- Tudeer, E. (1986), *Helsingin Osakepankki 1913–1986*, Helsingin Osakepankki.
- Vihola, T. (2000), *Rahan ohjaaja. Yhdyspankki ja Merita 1950–2000*, Merita.
- Williams, N. (2012), “Financial Instability via Adaptive Learning”, University of Wisconsin Department of Economics, <https://www.ssc.wisc.edu/~nwilliam/FIH2.pdf> (viitattu 15.5.2018).