Suomen Pankin kirjasto
0000091106 IVA5a Kirjasto: alaholvi
SUOMEN PANKKI D
Yrityksen rahoituspääomien kysynnästä ja tarjonnas
Suomen pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julk
16 1966

YRITYKSEN RAHOITUSPÄÄOMIEN KYSYNNÄSTÄ JA TARJONNASTA

Heikki U. Elonen

Suomen Pankin taloustieteellinen tutkimuslaitos
Sarja D:16 Monistettuja tutkimuksia
Heinäkuu 1966

Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja
Sarja:D. Monistettuja tutkimuksia

1. PERTTI KUKKONEN On the Measurement of Seasonal Variations. 1963. 11 s.
2. The Index Clause System in the Finnish Money and Capital Markets. 1964. 15 s.
3. J.J. PAUNIO Adjustment of Prices to Wages. 1964. 15 s.
4. HEIKKI VALVANNE and JAAKKO LASSILA The Taxation of Business Enterprises and the Development of Financial Markets in Finland. 1965. 26 s.
5. MARKKU PUNTILA Likvidien varojen kysyntä ja yleisön likviditeetin kehitys Suomessa vuosina 1948 - 1962. 1965. 110 s.
6. J.J. PAUNIO Taloudellinen kasvu ja suhdannevaihtelut dynaamisen makrotarkastelun valossa. 1965. 117 s.
7. AHTI MOLANDER Kokonaistaloudelliseen hinta- ja palkkatasoon vaikuttavat tekijät Suomessa vuosina 1949 - 1962. 1965. 159 s.
8. ERKKI PIHKALA Keskinäisen taloudellisen avun neuvoston pysyvät komissiot työnjaon toteuttajina. 1965. 35 s.
9. KARI NARS Statens prispolitiska parametrar. 1965. 118 s.
10. HEIKKI VALVANNE The Framework of the Bank of Finland's Monetary Policy. 1965. 34 s.
11. JOUKO SIVANDER Ulkomaankaupan substituutiojoustojen teoriasta ja mittaamisesta. 1965. 91 s.
12. TIMO HELELÄ- PAAVO GRÖNLUND - AHTI MOLANDER Muistio palkkaneuvotteluja varten. 1965. 56 s.
13. ERKKI LAATTO Suomen ulkomaisen tavarakaupan volyymi-indeksit neljännesvuosittain vuosina 1949 - 1964 eräistä lyhytaikaisista vaihteluista puhdistettuna (English Summary). 1965. 24 s.
14. DOLAT PATEL The Share of the Developing Countries in Finnish Foreign Trade. 1966. 31 s.
15. PEKKA LAHIKAINEN Tuotoksen ja työpanoksen välisen suhteen vaihteluista. 1966. 25 s.
16. HEIKKI U. ELONEN Yrityksen rahoituspääomien kysynnästä ja tarjonnasta. 1966. 88 s.

SUOMEN PANKKI
Kirjasto

Kansantaloustieteen laudaturtutkielma
Helsingin Yliopistossa 1966. Julkaistaan
tiedonantona käynnissä olevasta tutkimuksesta.

SISÄLLYSLUETTELO

I Johdanto 3

II Yritys tutkimuskohteena ja toimintayksikkönä 5

II 1. Yritys kahden tieteen tutkimuskohteena 5

II 2. Yrityksen toiminnan tavoitteista 8

II 3. Yritys ja sen intressentit 13

III Rahoitusongelman syntyminen 18

III 1. Rahoitusongelman yleispiirteet 18

III 2. Yrityksen lyhyt- ja pitkäaikaisen pääoman tarve 23

IV Rahoituksen tarkastelusta taseiden valossa 31

V Rahoituspääomien haluttavuudesta 38

V 1. Tuotantotekniikan valinta 38

V 2. Haluttavuutta lisääviä tekijöitä 42

V 2.1. Vielä yrityksen päämääristä 42

V 2.2. Kannattavuuden mittaamistapoja 43

V 2.3. Vieraan pääoman haluttavuus 46

V 2.4. Oman pääoman haluttavuus 54

V 2.5. Liikevaihdon maksimointi firman tavoitteena 56

V 2.6. Yrityksen maksuvalmiudesta 61

V 3. Rahoituspääomien haluttavuutta rajoittavia tekijöitä 65

V 3.1. Velkautumishaluttomuus 65

V 3.2. Oman pääoman haluttavuuden puute 69

VI Rahoituspääomien saatavuuden ongelma 72

VI 1. Vieraan pääoman saatavuus 72

VI 2. Oman pääoman saatavuus 80

VII Loppuhuomautuksia 83

Lähdeluettelo 85

I JOHDANTO

Tämän tutkielman tarkoituksena oli alunperin selvittää empiirisesti Suomen teollisuuden luottorahoitusta ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Lähtökohdan näennäisestä selväpiirteisyydestä huolimatta aihe näytti sijoittuvan eräänlaiseen monien vastakkaisuuksien väliseen kuiluun, josta ei ollut ylöspääsyä. Tällaisina vastakkaisuuksina tuntuivat olevan kysymys siitä, onko selvitys pelkästään "rahateoreettinen" vai osittain myös reaalitalouden puolelle kuuluva ja toiseksi se, olisiko kysymys erään makrotalouden (kansantalouden) osan vai pikemminkin yritysten muodostaman aggregaatin tutkimisesta. Seurauksena oli, että lähtökohta valittiin "varovaisesti" mikrotasolta. Tämä johti kuitenkin siihen, että rahoitusongelman selvittely muodostui aluksi yrityksen rahaprosessin tajuamisen oppimiseksi. Siihen taas kansantaloustieteen yrityksen teoria ei luo juuri minkäänlaista valaistusta, mikä johti epäröimään, onko kyseisenlainen selvitys luettavissa kansantalous- vai liiketaloustieteeseen. Tähän vastakkaisuuteen vaikutti erityisesti se, että keskeisen lähdeaineiston olisivat muodostaneet Suomen teollisuuden tasetilastot, joiden kunnollinen ymmärtäminen vaatii joltistakin kirjanpidon tuntemusta.

Näihin seikkoihin tutustuminen aiheutti sen, että esitys tarkastelee vain yksittäistä yritystä liikkuen paikoin jopa "millimikrotasolla". On selvää, ettei teoria invarianssien muodostajana voi ottaa huomioon kaikkea, mitä yrityksessä (esim. sen rahaprosessissa) tapahtuu. Eri asia on kuitenkin se, kuinka paljon olisi sitä ennen syytä tietää asioista käytännössä. Kysymys onkin teorian, empirian ja käytännön välisestä "kolmiodraamasta"

mistä ei vähäisimpänä seurauksena ole monet terminologiset vaikeudet. Lisäksi kansantalous- ja liiketaloustieteen yrityksen teorian erilaiset tarkoitusperät johtavat joskus puhumaan samoista asioista eri käsittein (ks.esim. s. 47).

II YRITYS TUTKIMUSKOHTEENA JA TOIMINTAYKSIKKÖNÄ

II 1. Yritys kahden tieteen tutkimuskohteena

Kansantaloustieteen traditionaalinen[1] yrityksen teoria on luonteeltaan erittäin pelkistetty ja yleinen. Perustuen miltei yksinomaan marginalistiselle hinta- ja kustannusteoreettiselle ajattelulle se on yksittäisen yrityksen näkökulmasta varsin ulkokohtainen, ts. siinä tarkastellaan yritystä markkinoiden kokonaisuuden kannalta. Se onkin katsottava laajemman mikroteoreettisen konstruktion osaksi, ja se pystyy yksinkertaisimmassa muodossaan selittämään lähinnä vain tuotantomäärien, hintojen ja kustannusten määräytymistä.[2] Traditionaalista teoriaa hallitseekin tietynlainen "tulostasemainen" ajattelu:[3] yrityksen päämääränä on tietyn tuloksen aikaansaaminen. Voitto syntyy tällöin yrityksen tulojen ja menojen (kassaanmaksujen ja kassastamaksujen) erotuksena. Tavoitteena on tämän voiton maksimointi. Johdonmukaisen yleisesityksen teorian olennaisista piirteistä on kirjoittanut mm. SCHNEIDER.[4]

Jokainen taloustieteen opiskelija ja tutkija, puhumattakaan yrityksestä ja sen toiminnasta käytännön tasolla kiinnostuneesta,

---

1. Tästä nimityksestä ks. F.L. VAIVIO Yrityksen suunnitelmat ja käyttäytyminen, Liiketaloustieteellisen Tutkimuslaitoksen julkaisuja 27, Helsinki 1962, s. 59-60.

2. VAIVIO mt. s. 60 ja seur.

3. Tulostaseen tuotoista ja kuluista ei tässä yhteydessä voida kuitenkaan puhua, koska ne käsitteet viittaavat tulojen ja menojen periodisointiin (ks. s. 31), jota traditionaalisen teorian "ajattomuuteen" ei voi mahduttaa. Vrt. kuitenkin m. VAIVIO mt. s. 76-77.

4. ERICH SCHNEIDER Einführung in die Wirtschaftstheorie II, (SCHNEIDER II), 6 p. Tübingen 1960, s. 59 ja seur.

voi pian havaita traditionaalisen teorian kuitenkin tarjoavan varsin vähän välineistöä liikkeenjohdon tarpeita silmällä pitäen. LEHTOVUORI esittääkin jokseenkin "lopullisen" arvioinnin toteamalla, ettei sitä ole koskaan tarkoitettukaan nykyaikaisen monituoteyrityksen tarpeisiin.[1] Siitä huolimatta voiton maksimointi-ajattelua on pidetty hyvänä ja samalla yksinkertaisena "as if"-olettamuksena monia probleemeja selvitettäessä. VAIVIOn näkemys on kuitenkin hyvin pessimistinen hänen pohtiessaan, mitä kansantaloustieteen tarkoitusperiä "the theory of the firm" kussakin tapauksessa lopultakin palvelee.[2]

Liiketaloustieteen lähes yksinomaisena tutkimuskohteena on yritys. Koko tämän tieteen kehitys on kulkenut suuressa määrin lähellä käytäntöä, aluksi lähinnä sen mukaan, kuin yrityksen erilaiset laskentatointa koskevat ongelmat ovat moninaistuneet. Myöhemmin on ollut pyrkimyksenä kuitenkin koko metodiikan systematisointi, missä yhteydessä on luotu myös yhteyksiä kansantaloustieteeseen. Eräät tutkijat ovat pitäneet ns. teoreettista liiketaloustiedettä ja kansantalouden yrityksen teoriaa identtisinä. Tutkimuskentän samaistumisesta huolimatta ero lienee tehtävissä näiden välillä siinä mielessä kuin yleensä voidaan puhua teoriasta apuvälineenä. Kansantaloustieteen pyrkiessä löytämään tiettyjä makroajattelua helpottavia ajatusmalleja mikrotasolta teoreettinen liiketaloustiede suuntautuu ennen muuta "millimikrotasolle": luomaan ajatusrakennelmia paitsi tutkijoille myös käytännön liikkeenjohdolle. Liiketaloustieteen välinein pyritään aina löytämään ratkaisuja huomattavasti monivivahteisempiin ja yksi-

---

1. JOUKO LEHTOVUORI Yrityksen teoria ja sen operatiivisuuden vaatimus kustannusten mittaamiseksi, Liiketaloustiede I:n lisensiaattitutkimus Kauppakorkeakoulussa, Helsinki 1965, s. 36.
2. VAIVIO mt. s. 10.

löllisempiin pulmiin kuin kansantaloustieteen puitteissa on mahdollista. Edelleen voidaan puhua vielä ns. sovelletusta liiketaloustieteestä, joka muita tieteitä ja "oppeja" hyväksi käyttäen luo välineitä yrityksen kaikkien eri toimintakomponenttien menestyksellistä johtamista varten yrityksen tavoitteiden toteuttamiseksi. Tällaisia osatehtäviä ovat tuotteisiin ja tekniikkaan kuuluva suunnittelutyö ja siinä saavutettujen tulosten sovellutus, toiminnan organisointi, henkilökunnan koulutus sekä myynnin edistäminen.[1] Näin liiketaloustieteen näkökulma on lähinnä yrityksen sisäinen.

Yritys organisaationa ja yhteisönä voi tietenkin olla myös esim. psykologisen ja sosiologisen tutkimuksen kohteena. Tällöin taloudellinen aspekti on jo kuitenkin jäänyt täysin syrjään.

Kansantaloustieteen puolella ns. suunnitteluteoria[2] pyrkii projisioimaan koko yrityksen toiminnan mahdollisimman tarkoin taloudelliseen tasoon erilaisten budjettien muodossa. Suunnitelma-aspektin huomioonottaminen luo mahdollisuuksia ilmiöiden tutkimiseen ajassa. Tosin SCHNEIDERkin esittää yrityksen tuloksen synnyn suunnitelma-aspektista mutta ei kiinnitä juuri huomiota odotuksiin liittyvään epävarmuuteen.[3] Yritystä lienee pidettävä ni-

---

1. Tässä kohden SCHNEIDER laajentaa traditionaalista teoriaa (ks. SCHNEIDER II s. 137 ja seur.). Hän ei tyydy olettamaan kysyntää passiivisena, annettuna tekijänä (hinnan funktiona), vaan toteaa yrityksellä olevan mahdollisuuksia vaikuttaa menekkiä lisäävästi. Tällaiset uudet toimintaparametrit, lisäkeinojen käyttäminen yrityksen tuloksen parantamiseksi vaikuttaa sekä tuottoihin että kustannuksiin. Tämä merkitsee siirtymistä "markkinoiden olemassaolo"-ajattelusta markkinointiajatteluun.

2. Ks. VAIVIO mt. s. 110 ja seur., erit. s. 130.

3. Tämä koskee lyhyen ajan suunnitelmia. Pitkän ajan tarkastelussa SCHNEIDER ottaa riskin tavallaan implisiittisesti yrittäjän odottamaan tuottoon vaikuttavana tekijänä, ks. SCHNEIDER II s. 233.

menomaan liikkeenjohdon kannalta kuitenkin erityisesti suunnitelmien ja niihin perustuvan päätöksen teon yksikkönä. Suunnitelmien laadintaa sävyttävät toisaalta kokemukset vanhojen suunnitelmien toteutumisesta ja epävarmuutta sisältävät tulevaisuuden odotukset. Budjettien muodostamasta kehikosta ovat rahoituksen kannalta olennaisia varantosuunnitelma (sekä reaali- että rahavarantojen osalta), johon liittyy toiselta puolen yrityksen rahoitussuunnitelma (omaisuustaseaspekti), eri rahavirtojen synkronisoimissuunnitelma ja tulossuunnitelma, joka osoittaa firman rahana arvioidun tuloksen (tulostaseaspekti).

Traditionaalista "ajatonta" yrityksen teoriaa voidaan pitää myös lyhyen ajan teoriana, jolloin yritys tietyn pääomavarannon turvin valmistaa omia tuotteitaan. Pääoma- ja investointiteorian taas voidaan käsittää kuvaavan yrityksen odotuksia pitkällä tähtäimellä. Rahoitusongelmaa selvitettäessä nämä molemmat on jatkuvasti pidettävä mielessä, mikä johtuu siitä, että toisaalta rahoituspääomien saantivaiheessa kaikki tapahtuu lyhyellä tähtäimellä ja toisaalta rahoituksen suunnittelu edellyttää koko rahoitusrakenteen tarkkailua.

II 2. Yrityksen toiminnan tavoitteista

Traditionaalisen teorian yritykselle asettama päämäärä, voiton maksimointi on ollut jatkuvasti tieteellisen keskustelun kohteena yrityksen teoriaa koskevissa tutkimuksissa. Painavia argumentteja tämän tavoitteen puolesta on Suomessa esittänyt mm. VIRKKUNEN. Hän toteaa sen olevan välttämätön lähtökohta niiden yhteyksien ja puitteiden tutkimiselle, missä yritys toimii. Jos halutaan tutkia yritystä taloudellisena kokonaisuutena, tuotantolaitoksena, ei tavoite voisi olla mikään muu kuin juuri

mahdollisimman hyvän taloudellisen tuloksen aikaansaaminen.[1] Lyhyen tähtäimen teorian kanssa tämä on tavallaan sopusoinnussa. Tämä teoria on kuitenkin luonteeltaan tiettyjä tasapainotiloja esittävä staattinen mallikuva. Voiton maksimoinnin käsite onkin käytännössä (dynaamisessa aspektissa) vaikeasti määriteltävissä. Tällöin tulisi nimittäin asettaa kysymys, kuinka pitkän ajan kuluessa tähän pyritään sekä arvioida kaikki liikkeenjohdon taloudelliseen toimintaan liittyvät ratkaisut tältä pohjalta.[2] Tämä ei kuitenkaan poista sitä käytännön vaatimusta, että johdon tulee arvioida kunkin tilikauden voitto erikseen. Se johtuu voiton ajoittamisvaatimuksesta, jonka takana ovat firmasta kiinnostuneet osapuolet. Liikkeen tulee kyetä maksamaan tietyin välein osingot ja verot. Tämä taas ei ole mahdollista ilman selvitystä siihenastisesta tuloksesta. Täysin eri kysymys on vielä se, miten voitto esitetään (arvostetaan) virallisesti.

Koska firma perustetaan yleensä "toistaiseksi" eikä määräajaksi, ei yhden tilikauden tulos voi po. traditionaalisen päämäärän kannalta kertoa kovin paljon. Yrityksen lopullista tulostahan ei voida kertoa ennenkuin se on lopettanut toimintansa, jolloin kaikki tulot ja menot ovat kertakaikkisesti toteutuneet. Edellä esitetty voittojen ajoittamisvaatimus asettaa itse asiassa rajoituksen sille, että voiton, joka edellytetään olevan varmuudella laskettavissa, maksimointi olisi mahdollista jonain muuna, esim. pidempänä aikavälinä.[3]

---

1. HENRIK VIRKKUNEN Laskentatoimi johdon apuna, Liiketaloustieteellisen Tutkimuslaitoksen julkaisuja 18, Helsinki 1954, s. 21-24.

2. VAIVIO mt. s. 54.

3. WILLIAM BERANEK Analysis for Financial Decisions, Homewood Illinois 1963, s. 12-13.

Nykyaikaisen tuotantotoiminnan pitkäjännitteisyys monilla aloilla edellyttää rahoituspääomien sitomista yrityksiin pitkiksi ajoiksi. Tämä investointien[1], jotka merkitsevät aina tiettyä uhrausta, olemassaolo aiheuttaa sen, että voittoa joudutaan tarkastelemaan niitä vasten, ts. määrittelemään se tuotto, jonka sijoittajat uhrauksistaan saavat. Tämä merkitsee käytännössä kuitenkin vain jonkin suhdeluvun käyttöönottoa voittoa osoittavan absoluuttisen luvun tilalle (ks. läh. sektiota V 2.2.). Pyrkimyksenä on tällöin saada kyseinen suhdeluku kunkin tilikauden puitteissa mahdollisimman suureksi, mikä kuitenkin edelleen osoittajan (voiton) osalta on samaa kuin sen maksimointi ja lisäksi nimittäjän (sijoitusten) osalta sen minimointiongelma. Voiton ajoittamisesta seuraa myös, että on miltei mahdotonta ratkaista kysymystä, minkä sijoitusten johdosta kulloinenkin voitto syntyy. Voidaan täten helposti päätyä ajatukseen, että tietyn tilikauden voitto on osittain aikaisempien sijoitusten ansiosta saatua. Tämä kysymys on aktuelli tarkasteltiinpa asiaa itse tuotantoprosessin pituudesta johtuvana, mistä seuraa, ettei voittoa esim. firman ensimmäisenä tilikautena synny paljonkaan (tähän vaikuttaa usein paitsi tekniikka myös suuri velkautuneisuus), tai pelkkänä arvostuskysymyksenä, jolloin firma päästää esim. piilovarauksiaan purkautumaan jonkin tietyn tilinpäätöksen yhteydessä. Tosiasia tietysti on, että voiton käytöstä päättävät ne, jotka tilinpäätöshetkellä ovat sijoittaneet varojaan yritykseen.[2]

---

1. Investointikäsitteen monimerkityksisyydestä ks. s. 18 , alav. 3 .

2. Tähän liittyy omaisuustaselukujen tyypillisyysongelma, johon palataan vielä myöhemmin (ks. s. 35), ks. mm. JAAKKO HONKO Ulkoisen taseanalyysin edellytyksistä ja mahdollisuuksista, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1956, Helsinki 1956, s. 174.

Tuotannon pitkäjännitteisyydestä johtuva sijoitusten pitkäaikaisuus aiheuttaa myös jäykkyyttä, joka vähentää rahoituspääomien liikkuvuutta. Traditionaalisen teorian yritys pystyy käyttäytymään varsin joustavasti, kun taas "investoiva yritys" on sitonut itsensä valmistamaan valikoimiaan tuotteita ainakin tietyn ajan. Pääoman liikkuvuudesta on käyty huomattavaa keskustelua maassamme viime aikoina.[1] Se on tosin keskittynyt huomattavalta osin yritysten laajenemiseen, siis lisäpääomien sitomiseen niihin silmällä pitäen niiden kannattavuuden kehittymistä. Eri kokoisissa ja eri toimialan firmoissa lyhyt- ja pitkäaikaisen rahoituksen tarve on myös varsin erilainen.

Tulkoon tässä yhteydessä esille vielä eräs traditionaalisen yrityksen teorian piirre, joka johtuu sen staattisuudesta. Se ei noteeraa mitenkään yrittäjyyteen liittyvää riskiä ja epävarmuutta,[2] vaan yrittäjien toiveet ja odotukset täyttyvät aina "varmasti". Tulokset riippuvat vain heidän valitsemistaan vaihtoeh-

---

1. Ks. lähemmin HEIKKI VALVANNE- JAAKKO LASSILA Yritysten verotus ja rahoitusmarkkinoiden kehittäminen, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1964, Helsinki 1964.

2. BERANEK lähtee siitä, että liikkeenjohto voi tehdä päätöksiä täydellisen tietämyksen (varmuuden) ja epätäydellisen tietämyksen (riskin tai epävarmuuden) vallitessa. Ensimmäisessä tapauksessa kutakin menettelyä (toimintaparametrin arvoa) vastaa vain yksi tavoitteen saavuttamista mittaava tulos. Riskin tapaus merkitsee sitä, että määrätystä toiminnasta voi seurata useampia tuloksia tietyin tunnetuin todennäköisyyksin. Esim. odotettu voitto voidaan esittää satunnaismuuttujana, jolla on todennäköisyysjakautumansa kullakin tuotannon tasolla. Epävarmuus vallitsee silloin, kun nämä todennäköisyydetkin ovat tuntemattomia. Ks. BERANEK mt. s. 31-32 ja 58-62. Tässä esityksessä puhutaan kuitenkin riskistä myös "epävarmuus"-mielessä, mikä johtuu lähdekirjallisuuden terminologiasta (ks. esim. s. 68).

doista. Vaikka esim. SCHNEIDER tarkastelee yrityksen tuotantofunktiota suunnitteluaspektista, on lopultakin kysymys vain vaihtoehtojen valinnasta (päätöksenteosta) varmuuden vallitessa. Varmuus syntyy siitä, että firman käyttäytymismuoto (mode of behaviour) ja asema markkinoilla oletetaan tunnetuiksi. Varma ajattomuus suo näin mahdollisuuden esittää eksplisiittisesti voiton maksimoinnin yrityksen tavoitteena.

Mitä muita tavoitteita firmalle voidaan asettaa, mikäli sitä halutaan kuitenkin tarkastella taloudellisesta näkökulmasta? Tällaisena mainitaan ensiksikin sen reaalinen tehtävä: valmistaa mahdollisimman paljon hyödykkeitä. Tämä vaihtoehto lienee kuitenkin aktuelli lähinnä suunnitelma- ja säännöstelytaloudessa. Toisena voidaan mainita yrityksen koon suurentaminen (jollain tavoin mitattuna) ja siihen liittyvä markkinaosuuden säilyttäminen ja ehkä kasvattaminen.[1] Edelleen voidaan mainita tiettyjä turvallisuustavoitteita kuten maksuvalmiuden ja tietynlaisen rahoitusrakenteen ylläpitäminen. Varmuuden vallitessa maksuvalmiusvaatimus rajoittunee kuitenkin vain liiketoimivaikuttimesta pidettyjen kassojen tarpeeseen. Yrityksen ulkopuolelta tulevan rahan saatavuus voi tällöinkin asettaa omat rajoituksensa.[2] Kaikilla turvallisuustavoitteilla on merkitystä firman toiminnan jatkuvuuden säilyttämiseksi, mitä pitkäjännitteinen tuotanto edellyttää ja mikä on ilmeisesti kaikkien firmasta kiinnostuneiden intressissä.

---

1. VAIVIO mt. s. 56.
2. Ilmeisesti niistäkin ollaan varmuuden vallitessa täysin selvillä, ks. SCHNEIDER II s. 129.

II 3. Yritys ja sen intressentit

Firman ja siitä kiinnostuneiden henkilöiden välisten suhteiden selvittelyvaikeudet johtuvat tämän henkilöjoukon heterogeenisuudesta, mistä on seurauksena firman tavoitteiden ristiriita. Voidaan kysyä, onko yritys itsenäinen talousyksikkö, jolloin sen omistus- ja rahoitussuhteet jäävät taka-alalle. Jos firma toimii ennen muuta liikkeenjohdon alaisena "persoonattomana olentona", voidaan omistuskysymystä sinänsä pitää toisarvoisena. Tästä huolimatta ei yrityksellä voine olla mitään itseisarvoa, vaan on kysymys siitä, miten voimakkaasti eri intressit heijastuvat yrityksen tavoitteiden asettelussa. Rahoittajien kokoonpanoa ei voida kuitenkaan pitää toisarvoisena kokonaistaloudelliseltakaan kannalta (ajatellen firmasta saadun kokonaistuoton (ks. s. 43) jakautumista rahoittajien ja verottajan kesken), mikäli tämä jakautuma määrätyssä vaiheessa aiheuttaa yrityksen toiminnan jatkumisen joutuvan vaakalaudalle. Tällainen tilanne on omiaan heikentämään myös liikkeenjohdon asemaa.

Jos oletetaan, että firman johto ja omistus ovat ainakin suurimmaksi osaksi eri käsissä, saattaa näiden välille syntyä ristiriitaa voiton käytöstä ja maksimointiperiodista. Tämä perustuu voiton kahtalaiseen tehtävään: olla yleisenä toiminnan kiihokkeena sekä tärkeänä rahoituslähteenä.[1] Voitosta voidaan siis osa jättää yrityksen "käytettävissä oleviksi tuloiksi" (olettaen, että verot on jo laskettu kuluihin).[2] Omistajilla,

---

1. EDGAR M. HOOVER - BURTON H. KLEIN Factors Influencing the Demand for Funds by Business Enterprises, and the Problem of Projecting Business Capital Requirements, Conference on Research in Business Finance, NBER, New York 1952, s. 92.

2. Vrt. MARRIS mt. s. 13.

jotka edustavat enimmäkseen kotitalouksia tai ovat muita firmoja, on tällöin firmaan nähden vaatimuksena tasainen ja suhteellisen korkea osinkoprosentti. Liikkeenjohdon ensisijaisena pyrkimyksenä saattaa olla yrityksen kilpailukyvyn parantaminen esim. koulutus- ja tutkimustoimintaa tehostamalla ja siten pyrkiä tuotteiden valmistamiseen mahdollisimman rationaalisella tavalla. Tämä merkitsee, että voittoja pyritään käyttämään ennen muuta rahoituslähteenä tai että ne kustannusten väliaikaisen lisääntymisen vuoksi pienenevät tai siirtyvät tuonnemmaksi, jolloin niiden odotetaan kuitenkin kasvavan. Toiseksi firman johdon tavoitteena voi samalla olla yrityksen kasvun maksimointi.[1] Tämän takana piilevät taas erilaiset prestiišinlisäämismotiivit.

Voitot saattavat toisaalta jaettuinakin parantaa yrityksen rahoitusmahdollisuuksia, sillä ne voivat lisätä uusien osakeantien menestymismahdollisuuksia ja/tai kohottaa osakkeiden markkina-arvoa. Mm. tähän ongelmaan palataan tarkemmin myöhemmin (ks. s. 71).

Seuraavaksi tarkastellaan hieman pelkästään omistajia, erilaisia osakastyyppejä.[2, 3] Heitä pidetään tällöin passiivisina intressentteinä, joille firma on ennen muuta ansaintaväline; jotkut heistä voivat kuulua kuitenkin myös yrityksen johtoon tai olla samalla sen velkojinakin.[4] Ns. perheyhtiön tapauksessa, jolloin osakkeet ovat harvoissa käsissä, firman omistus ja johto usein samaistuu, eikä edellä mainittuja ristiriitoja pääse synty-

---

1. ROBIN MARRIS The Economic Theory of "Managerial" Capitalism, London 1964, s. 47-48.

2. Näistä asioista on Suomessa kirjoittanut mm. Drockila. Ks. LAURI DROCKILA Osakeyhtiön rahastojen merkitys suhteessa osingonjakoon eri etupiirien kannalta, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1961, Helsinki 1961, s. 33-60.

3. Tässä rajoitutaan käsittelemään yritystä pelkästään osakeyhtiönä.

4. VALVANNE-LASSILA ma. s. 296.

mään. Omistajien tärkein tulonlähde firmasta on heidän saamansa palkka. Yleensäkin henkilö, joka pysyväisesti osallistuu firman johtoon (ns. pysyväisosakas) ja jolla on firmasta muita tuloja, ei ole samassa määrin kiinnostunut osingonjaosta kuin passiivinen sijoittajaosakas tai pääasiassa keinotteluun pyrkivä tilapäisosakas. Häntä kiinnostavat kaikki firman toiminnan jatkuvuutta ja laajentamista edistävät toimenpiteet kuten itserahoitusmahdollisuuksien hyväksi käyttö. Osingon tasaisuus firman toiminnan kuvastimena ulospäin on silloin ehkä tärkeämpi kuin sen suuruus.

Mikäli perheyhtiö menestyy ja laajenee huomattavasti, sillä on usein taipumus perustajasukupolven väistyessä tulla yhä "persoonattomammaksi", jolloin sen omistussuhteet muotoutuvat uudelleen entistä laajemmalle pohjalle, samalla kun omistajien ainakin osittaisesta vaihtuvuudesta voi tulla pysyvä ilmiö. Tällaisessa yrityksessä esiintyy silloin pysyväisosakkaiden ohella passiivisia mutta pitkäaikaisia ns. sijoittajaosakkaita, jotka ovat kiinnostuneita mahdollisimman hyvästä tuotosta pääomalleen ja sitä kautta yhtiön kannattavuudesta. Heidän asemansa on taloudellisessa mielessä samantapainen kuin pitkäaikaisten luottojen antajien. Tuoton lisäksi on toiminnan jatkumisen varmuus ja se, ettei osakkeiden kurssi pysyvästi laske, olennaisia etunäkökohtia.

Ns. tilapäisosakkaat taas hankkivat osakkeita ennen muuta keinottelumielessä toivoen, että osakkeiden kursseissa tapahtuisi nopea ja huomattava nousu, koska heitä kiinnostaa näin tiedossa oleva pääomavoitto. Vaihtoehtoisesti kuitenkin tilapäisen korkea osinko voi tämän korvata, koska heille on itse asiassa samantekevää, miten he saavat tuoton pääomalleen.[1] Tällöin on kuitenkin

1. MARRIS mt. s. 21-22.

oletettava, ettei verotus aiheuta tässä suhteessa erilaisia preferenssejä. Yrityksen kannattavuus pitkällä tähtäimellä ei heitä varsinaisesti kiinnosta.

Kolmannen tärkeän intressiryhmän muodostavat yrityksen velkojat. Kuten edellä mainittiin, heihin saattaa kuulua myös yrityksen omistajia samoin kuin liikkeenjohtoa. Tavanmukaista onkin suorittaa jako omaisuustaseen passiivapuolen erien mukaisesti. Muodollinen pääjako tehdään tällöin lyhyt- ja pitkäaikaisiin velkojiin. Näiden intressit eroavat toisistaan siinä suhteessa, että lyhytaikaisia velkojia ei juuri kiinnosta yrityksen kannattavuus vaan sen maksuvalmius velkojen erääntymishetkellä, kun taas pitkäaikaisia velkojia voidaan verrata sijoittaja-omistajiin, joten heitä kiinnostaa ennen muuta pääomalle saatava tuotto.[1]

Firman toiminnan turvaamisesta on luonnollisesti kiinnostunut koko sen henkilökunta, varsinkin, jos toiminnan lakkaaminen merkitsee sille ilmeistä työttömyyttä. Julkiselle vallalle firmat taas merkitsevät tärkeää verotuskohdetta toisaalta sekä niiden toiminnan jatkuvuus työllistämisvelvollisuuksien vähenemistä.

Edellä yritystä on tarkasteltu sekä rationalistiselta että behavioristiselta kannalta.[2] Rationalistisuus viittaa lähinnä yrityksen käsittämiseen itsenäiseksi talousyksiköksi, jolla on oma käyttäytymistapansa yhtenä kokonaisuutena, kun taas behavioristiseen tarkasteluun kuuluvat eri intressipiirien suunnitelmista ja päätöksistä johtuvat ilmiöt. Kansantaloustieteen traditionaalinen yrityksen teoria on katsottava rationalistiseksi, kun taas liiketaloustieteelliseen yrityksen sisäiseen tutkimi-

---

1. SANDOR ASZTÉLY Finansiell planering, Stockholm 1963, s. 74.
2. Ks. läh. LEHTOVUORI ma. s. 29 ja VAIVIO mt. s. 48 ja seur.

seen ovat behavioristiset ajatukset alkaneet yhä enemmän vaikuttaa. Erityisesti ns. liikkeenjohdon tiede ("management science") ja sen sovellutusten leviäminen käytäntöön on tästä esimerkkinä. Myös kansantaloustieteen puolella on yrityksen teoria viime aikoina kehittynyt liikkeenjohdon asemaa korostavaan suuntaan.[1] Ilmeisestikin rahoitusongelmien tutkimisen lisääntyminen, joka on toisaalta seurausta edellä esitetystä kehityksestä yrityksen luonteessa, on omiaan johtamaan tutkimusta tähän suuntaan. Rahoitusongelman taustaksi nämä molemmat ajatustavat ovat kuitenkin välttämättömiä, koska rahan (rahoituksen) kysyjänä on pidettävä itse firmaa ja rahoittajia vastaavasti tarjoojina. Yritys on näille lähinnä pääomapanos, joka on pyritty sijoittamaan mahdollisimman edullisesti.

---

1. Edellä mainittu MARRISin teos on huomattavimpia tältä alalta.

III RAHOITUSONGELMAN SYNTYMINEN

III 1. Rahoitusongelman yleispiirteet

Yrityksen rahoitusongelma piilee siinä tosiasiassa, että sijoituksia joudutaan suorittamaan, ennenkuin niistä saadaan tuottoa. Itse rahaprosessin (meno- ja tulovirtojen) kannalta tämä merkitsee sitä, että yrityksellä on menojen tarve ennen tulojen saantia. Reaalipuolelta katsoen voidaan analoogisesti sanoa, että panoksia tarvitaan ennen tuotosten aikaansaamista.[1] Voidaankin todeta, että huomattavin rahoitusongelman syntyyn vaikuttava tekijä on aika.

Tältä kannalta katsoen rahoitusongelman ilmeneminen edellyttää aina "investoivaa yritystä".[2] Investointien[3], joihin laajimmassa mielessä (varantona) voidaan sisällyttää niin rahoitus- ja vaihto- kuin käyttöomaisuuskin, saatetaan sanoa edustavan kaikkia yritykseen tavalla tai toisella sidottuja varoja. Ne muodostavat tällöin kokoelman "uses of funds". Niiden vastakkaisina elementteinä ovat erät "sources of funds", jotka

---

1. GARDNER ACKLEY Macroeconomic Theory, New York 1961, s. 467.
2. Ks. s. 8 ja 10 . Vrt. m. VAIVIO mt. s. 100-101.
3. "Investointi"-käsite on varsin monimerkityksinen. Englanninkielessä sana "investment" tarkoittaa ajassa tapahtuvaa sijoitustoimintaa ja on siis virtakäsite. Sana "investments" taas merkitsee varantoa. Tässä tapauksessa käytetään tosin usein "pääoma"-nimitystä (ks. ACKLEY mt. s. 6), joka taseista puheen ollen taas suomenkielessä tarkoittaa rahoituslähteitä (sources of funds) eli omaisuustaseen passiivapuolta. Yksittäisen yrityksen kohdalla voidaan edelleen kysyä, tarkoitetaanko investoinneilla (varantomerkityksessä) sijoituksia yksinomaan kiinteään reaalipääomaan (!) vai yleensä kaikkia omaisuustaseen aktiivoja (kuten yllä tekstissä). Viimeksi mainitussa mielessä sitä käytetään eräissä liiketaloustieteellisissä lähteissä ("kokonaisinvestoinnit"),ks. JAAKKO HONKO Investoinnin tuottoprosentti liikkeenjohdon tehokkuuden mittana, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1961, Helsinki 1961, s. 7. Tämä taas merkitsee sitä, ettei varantotarkastelussa voida puhua muusta kuin "investointien rahoituksesta" myöskään esim. lyhytaikaisten saatavien rahoituksen yhteydessä. Paremman puutteessa termiä "kokonaisinvestoinnit" käytetään tässä esityksessä.

kertovat sen, miten edellä mainitut reaalierät on rahoitettu. Investointipäätösten tekemistä seuraa aina kiinteästi rahoituspäätösten teko, ja investointisuunnitelmien täytäntöönpano edellyttääkin aina vastaavien rahoituspääomien saatavuutta (availability of funds). Investointiteoriassa on esitetty tavallaan oikotietä se, miten lisäinvestoinnit tietystä vaiheesta alkaen aiheuttavat kasvavia tuotantokustannuksia, jotka lopulta vaikuttavat sen, että fyysisistä pääomaesineistä saatu tuotto painuu markkinakoron alapuolelle. Tämä on omiaan tukahduttamaan investointihalukkuutta.[1] Tietyssä korkeasuhdanteen vaiheessa saattaa kuitenkin käydä niin, että investointitavaroita tuottava kapasiteetti ei riitä enää niiden valmistamiseen, jolloin jo ennen tätä tilannetta syntyy "saatavuuskatto".[2] Rahoitusongelma iskeytyy nyt tavallaan tähän väliin, jolloin tarkastelu muuttuu rahoituksen haluttavuus- ja saatavuusongelmien, jotka eivät ole kuitenkaan yhteneväisiä vastaavien investointiongelmien kanssa, pohtimiseksi.

GURLEY ja SHAW taas lähtevät siitä, että rahoitusongelma syntyy taloudellisesta erikoistumisesta. Tähän spesialisoitumiseen perustuu lopulta koko yrityssektorin eksistenssi, jolloin siis hyödykkeiden tuotanto on keskittynyt erilaatuisiin yritystalousyksikköihin. Spesialisoitumista on sitten seurannut jatkuva teknillistyminen ja tuotannon pääomavaltaistuminen, mikä edellyttää vastaavan lisärahoituksen järjestymistä. Taloudellisen toiminnan erilaistuminen on täten edellytyksenä luottojen, yritysten rahoitusomaisuuden ja myös rahalaitosten olemassa-

---

1. ACKLEY mt. s. 483.
2. ACKLEY mt. s. 485.

ololle.[1]

Tämä näkemys on kuitenkin pikemminkin kokonaistaloudellinen, jonka taustalla on yleinen työnjaon periaate. Yksittäisen yrityksen kohdalla voi liiallinen erikoistuminen aiheuttaa sen kasvun tyrehtymisen, mikäli se pitäytyy jatkuvasti samojen tuotteiden, joiden markkinat alkavat kyllästyä, valmistamiseen. Jos liikkeenjohdon päämääränä on markkinaosuuden laajentaminen, ei se ole tällöin mahdollista muuten kuin fuusion kautta. Näin tulee aktuelliksi kysymys firman optimikoosta (mitattakoon sitä tässä kokonaisinvestointien määrällä). Kullakin alalla muodostaa tässä suhteessa alarajan tuotantotekniikan vaatima vähimmäiskoko. Viime aikoina on yleisessä käytössä alkanut levitä termi "toimialarationalisointi"[2], joka periaatteessa merkitsee tuotantolaitosten optimikoon tutkimista ja käytännössä yleensä firmojen yhdistämistä laajemmiksi yksiköiksi tai erilaisten yhteistyömuotojen kehittämistä niiden välillä. Rationalisointi voi merkitä yksittäisen yrityksen rahoitusongelman helpottumista, jos toimenpiteillä lisätään yritysten välistä työnjakoa esim. tuotevalikoimaan nähden. Yrityksen tuotantopäätöksille se kuitenkin aiheuttaa samalla rajoituksia.

Toisena vaihtoehtona, joka ei kuitenkaan sulje pois edellistä ja joka myös ilmentää erikoistumisesta johtuvaa rahoitustarvetta, on suorittaa jatkuvia menetelmä- ja tuoteinnovaatioita. Pitemmällä tähtäimellä ne on tarkoitettu parantamaan kannattavuutta, mutta lyhyellä tähtäimellä ne vaikuttavat ennen muuta firman koon kasvuun. A priori ei voida tietenkään sanoa, onko pienen ja suuren firman kannattavuudessa ja varantorakenteessa

1. JOHN G. GURLEY - EDWARD S. SHAW Money in a Theory of Finance, Baltimore Maryland 1960, s. 17.

2. Ks. esim. Talousneuvoston mietintö lähiajan kasvupolitiikasta, komiteanmietintö 1964 B:93, Helsinki 1964, s. 120-121.

toisaalta ja rahoituksen saatavuudessa toisaalta olennaisia eroja.

Erikoistuminen merkitsee edelleen sitä, että säästämis- ja sijoituspäätökset tehdään suureksi osaksi eri tahoilla. On tietysti kussakin tapauksessa erityisesti todettavissa, tehdäänkö nämä päätökset samojen vai eri henkilöiden toimesta. Se riippuu siitä, ovatko rahoittajat liikkeen johdossa vai eivät. Olennaista on se, että päätökset tehdään eri talousyksikköjen puitteissa. Tämä koskee ns. ulkoisen rahoituksen tapausta, jolloin yritys saa rahoituspääomia joko lisää omistajiltaan tahi pitkä- tai lyhytaikaista luottoa. Alkavan yrityksen kaikki rahoitus on ulkoista. Toiminnassa olevan yrityksen mahdollisuutena on käyttää myös itserahoitusta, joka syntyy jakamattomista voitoista, poistoista ja piilovarauksista. Voittojen käyttöön yrityksen omistajat voivat kyllä olennaisesti vaikuttaa, mutta tällöin rahoituspäätökset tehdään yhden talousyksikön puitteissa.

KUZNETS taas näkee rahoitusongelman synnyn piilevän siinä, että yritysten investointitarve on yleensä suurempi, kuin sitä itserahoitusta käyttäen kyetään tyydyttämään. Kotitalouksien kulutus on taas alimpiin tuloluokkiin kuuluvia lukuunottamatta pienempi kuin disponiibeli tulo, josta siis osa voidaan säästää. Näin tuotantotoiminnan keskittyminen on muodostunut käytettävissä olevien pääomien allokointiprobleemaksi mahdollisten pääomankäyttäjien eli investoijien ("would-be capital users") ja säästäjien ("savers") kesken.[1]

Yrityksen toiminnan alkaminen ei siis ole mahdollista "it-

---

1. SIMON KUZNETS Capital in the American Economy, NBER, Princeton 1961, s. 19-20.

sestään". Jos taas oletamme yritykset historiallisina tosiseikkoina annetuiksi, tulee kysymys niiden toiminnan laajenemisesta ajankohtaiseksi. Tähän ekspansioon vaikuttavat sekä ulkoiset että itserahoitusmahdollisuudet. Mikäli yritys joutuu rajoittumaan vain jälkimmäisiin, jää ulkoisen rahoituksen suoma kasvumahdollisuus käyttämättä, eikä talousyksiköiden spesialisoitumisen hyväksi käyttö ole enää tehokasta.

Edellä mainittua allokointiprobleemaa seuraa välittömästi rahoituspääomien kanavointiongelma. Ulkoinen rahoitus voidaan jakaa paitsi edellä esitetyllä tavalla velkojien ja omistajien rahoitukseen myös välilliseen ja välittömään. Yrityksen rahalaitoksilta saadut luotot ovat välillisiä, kaikki muu on välitöntä rahoitusta. Mm. kulutus- ja yritystalouksien lukuisuus kansantaloudessa vaatii käytännössä rahalaitosjärjestelmän olemassaoloa institutionaalisena koneistona, jonka avulla säästämisestä ja investoimisesta syntyvä pääomanmuodostusprosessi suurelta osalta saadaan aikaan. Tämä systeemi siis auttaa pääomien tarjonta- ja kysyntäpuolta kohtaamaan toisensa. Tosin jo itse yhtiömuoto tähtää pienemmissä puitteissa samaan, ts. useiden säästämisalttiiden pääomien tarjoojien kokoamiseksi yhteen.

Firman sanotaan lisärahoitusta hankkiessaan (rahoituspääomia kysyessään) myyvän (tarjoavan) markkinoille ns. ensisijaisia velkasitoumuksia (primary securities)[1], joista tulee näiden rahoitus- eli finanssiobjektien haltijoiden vaateita yritystä kohtaan. Niiden ulkonaisina merkkeinä ovat useimmiten osakkeet,

---

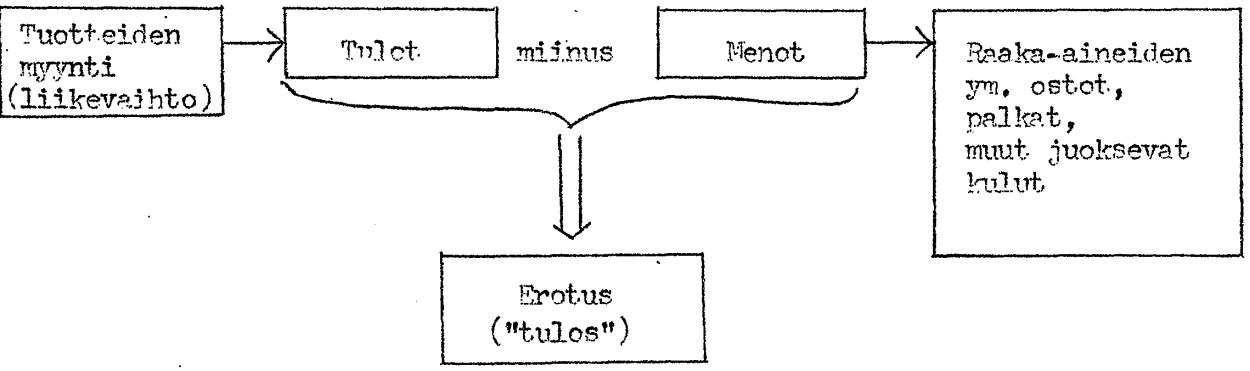
1. GURLEY - SHAW mt. s. 93. He nimittävät keskuspankin velkasitoumuksia (rahaa) toissijaisiksi (indirect securities), joita voidaan pitää homogeenisina "hyödykkeinä". Firman velkasitoumukset eivät suinkaan ole toistensa täydellisiä substituutteja. - Sana "velkasitoumus" lienee osakkeiden osalta hieman outo, mutta muutakaan "security"-sanan vastinetta ei tähän yhteyteen liene löydettävissä.

obligaatiot, velkakirjat, vekselit yms. Ne voivat olla vaihdannan kohteina kuten reaaliobjektitkin. Siinä tapauksessa niille muodostuu markkinahinta, joka voi huomattavastikin poiketa niiden nimellisarvosta sekä muuttua ajankohdasta toiseen. Tässä hinnanmuodostusprosessissa kohdataan uusi ongelma, nimittäin arvostusongelma (oik. eräs osa siitä; vrt. IV lukua). Yrityksen rahoitusobjektien arvostuksella on oma vaikutuksensa rahoituspääomien haluttavuuteen ja saatavuuteen.

III 2. Yrityksen lyhyt- ja pitkäaikaisen pääoman tarve

Tässä sektiossa sekä seuraavassa luvussa on tarkoitus lähinnä teknillisessä mielessä selvittää yrityksen rahoitusmekanismia ja yrityksen eripituisen rahoituksen tarvetta. Edellä on jo todettu kaksi perusasiaa: yrityksellä on ensiksikin sijoitustarve, ennen kuin se pystyy saamaan sijoitetulle pääomalle tuottoa sekä toiseksi meno- ja tulovirtojen synkronisointiongelma. Voidaan myös sanoa, että kirjanpidon perussääntönä on saada "meno tulon kohdalle" (staattinen näkemys), kun taas yrittäjyyden perustana on "meno ennen tuloa", mihin liittyvät epävarmuus ja voitonmahdollisuus.

Yrityksen toimintaa voidaan traditionaalisen teorian pohjalta kuvata seuraavalla kaaviolla:



Kaavio 1.

Yritys pyrkii maksimoimaan syntyvän "tuloksen". Menot eivät sisällä mitään pääomasta johtuvia kuluja kuten korkoja. Rahoitusongelmaa ei siinä esiinny; näkökulma on reaalitaloudellinen: tarkastellaan ainoastaan yrityksen "merkantiilifunktiota"[1], ostoja ja myyntejä.[2] Implisiittisesti voidaan kyllä ajatella rahaprosessiin liittyvän synkronisointiongelman olevan aktuellina, rajoittavana tekijänä, jolloin yrityksellä tulisi aina olla rahaa ostojensa suorittamiseen ja ostajilla vastaavasti firman myydessä

---

1. ERICH SCHÄFER Produktionswirtschaft und Absatzwirtschaft, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1963, Helsinki 1963, s. 324.

2. Tällaiseen yritykseen pätee hyvin määritelmä: "Yritys on riippumaton, yksittäinen organisaatio, joka mobilisoi tuotannontekijät tuottamaan tavaroita ja palveluksia markkinoilla myytäväksi ja kattaa kustannuksensa pääasiassa myyntituotollaan." Ks. HOWARD R. BOWEN The Business Enterprise as a Subject for Research, New York 1955, s. 2.

heille.[1] Kaikki liiketoimet olisivat reaaliliiketoimia. Kaaviossa mainittu tulos ei voisi tässä tapauksessa olla millään hetkellä negatiivinen.

Jotta erotus voisi olla negatiivinenkin, olisi yrityksellä mahdollisuus suorittaa menoja (ehkä ennalta sovittuun rajaan asti) välittämättä koko ajan tulovirrasta. Tämä ilmenee välittömästi ylimääräisenä rahan tarpeena, joka jonkin toisen talousyksikön on tyydytettävä. Jos yrityksen tarkoituksena on voida rahoittaa vain kaaviossa 1 esiintyviä "menoja" ja sen oletetaan saavan pian tuloja, joita se käyttää velkojen maksuun, voidaanyrityksellä sanoa olevan lyhytaikaisen (liikkuvan)[2] pääoman tarpeen. Sillä ei olisi näistä veloista myöskään korkomenoja, joihin osa tuloksesta olisi käytettävä. Se, ettei yritys "koko ajan välitä tulovirrasta", voi myös ilmetä siten, että se ei vaadi asiakkailtaan maksuja heti myynnin yhteydessä.

---

1. Rahan kysyntä perustuisi tällöin vain sen ominaisuuteen toimia vaihdon välineenä. Jäljelle jää vain epäselvyys siitä, missä muodossa tulos syntyy: jääkö yritykselle prosessin loputtua "ylimääräisiä" reaaliobjekteja vai rahaa, josta tulisi nyt myös omaisuuserä?

2. Nimitystä liikkuva pääoma (rörelsekapital, (net) working capital) käytetään kirjallisuudessa merkityksessä rahoitusomaisuus + vaihto-omaisuus - lyhytaikaiset velat, joka siis ilmaisee sen, mikä osuus nopeakiertoisesta omaisuudesta on rahoitettu omalla tai pitkäaikaisella vieraalla rahoituspääomalla. Ks. esim. ASZTÉLY mt. s. 40 ja VIRKKUNEN mt. s. 105. Tällöin koko "pääomantarve"-käsite on rajoitettu koskemaan vain näihin ryhmiin kuuluvia pääoman osia. Koska tässä esityksessä pyritään periaatteessa tarkastelemaan koko kokonaisinvestointien rahoitusta, ei lyhytaikaisten velkojen tarvetta ole haluttu jättää ulkopuolelle semminkin, kun niihin on empiirisessä taseaineistossa sisällytetty esim. "pankkilainat".

Todellisuudessa firman lyhytaikaisen pääoman tarve ei ole mitenkään poikkeusluonteista vaan nopeasti uusiutuvaa, jolloin rahoituslähteet myös usein vaihtuvat.

Mitä pienempi on ostoista ja myynneistä syntyvä marginaali toisaalta sekä mitä suurempi on niiden kummankin määrä, ts. mitä suuremmaksi kasvaa yrityksen liikevaihto toisaalta, sitä helpommin yritykselle syntyy tällaisen lyhytaikaisen pääoman tarve. Tästä aiheutuu firmalle taas ongelma, miten se kykenee maksamaan velkansa takaisin. Kukaan ulkopuolinen ei ole halukas rahoittamaan sen jatkuvasti negatiivista tulosta.

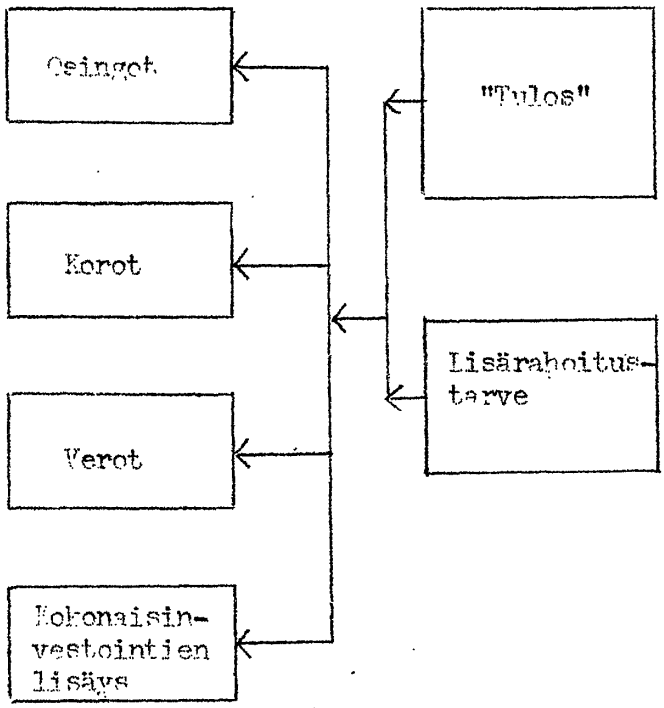
Edellä (ks. s. 19) todettiin tuotantotoiminnan spesialisoitumisesta johtuva "pääomavaltaistuminen", mistä seuraa yritysten suunnittelu- ja investointitarve. Sektiossa V 1. selvitellään lyhyesti sitä taloudellista valintaprosessia, mikä muodostuu keskeiseksi tässä suunnittelussa. Erikoistuminen merkitsee nimittäin käytännössä useimmiten uusia mentelmäinnovaatioita. Niinikään tuoteinnovaatiot edellyttävät tavallisesti uusia tuotantomenetelmiä. Näissä tapauksissa firman pitkäaikaisen pääoman tarve lisääntyy.[1] Samoin lisätarvetta esiintyy silloin, kun firma kasvaa kokonaisinvestoinneilla mitaten tuotannon kasvua myötäillen.[2] Pitkäaikaisen pääoman tarve säilyy taas entisellään silloin, kun firma uusii kulunutta kapasiteettiaan täysin entisenlaiseksi ja -suuruiseksi.

Investoivassa yrityksessä syntyy uusia rahavirtoja, joita voidaan kuvata kaavion 2 avulla. Se on tavallaan jatkoa kaavioon 1, jonka "tulos" on siinä eräänä osana.

---

1. Usein on tällöin kyse pääoman syvenemisestä (capital deepening), mikä merkitsee tuotannon pääomaintensiteetin lisäystä ja pääomahyödykkeiden keskimääräisen iän pitenemistä. Ks. esim. ACKLEY mt. s. 503 ja ERICH SCHNEIDER Einführung in die Wirtschaftstheorie III (SCHNEIDER III), 5.p., Tübingen 1959, s. 222, alav. 1.

2. Kyseessä on pääoman leveneminen (capital widening), ks. edellisen alaviitan lähteet.



Kaavio 2.

Tämä kaavio, joka on luonteeltaan tasemainen, tuo olennaisen lisän yrityksen rahoitusmekanismin kuvaukseen. Siinä esitetään tuloksen käyttö eri tarkoituksiin. Mikäli tulos ei yksin riitä, on yrityksen saatava lisää pääomaa muualta. Firman kassahan ei voi olla koskaan negatiivinen. Huomattakoon vielä, että verot olisivat voineet sisältyä jo kaavion 1 menoihin, jolloin tulos olisi ollut vastaavasti pienempi. Kokonaisinvestointien lisäys merkitsee tässä firman omaisuustaseen loppusummalla mitattua koon kasvua. Lisärahoitustarve voidaan jakaa yllä selvitetyllä tavalla lyhyt- ja pitkäaikaisen pääoman tarpeen kesken. Todellisuudessa yritys tarvitsee yleensä samanaikaisesti kummankinlaista lisärahoitusta, sillä koon kasvu merkitsee yleensä myös liikevaihdon lisäystä (investointisuunnitelmathan perustuvat suureksi

osaksi myyntisuunnitelmiin[1]). Liikevaihtoa voidaankin pitää myös eräänä yrityksen koon mittana. V luvussa selvitetään tarkemmin näiden kahden koon mitan ja yrityksen kannattavuuden välistä yhteyttä.

Pääoman tarpeen arviointia vaikeuttaa usein mm. se, että yrityksen on useinkin hankalampaa ennustaa tuloja kuin menoja, koska viimeksi mainituista osa on kiinteistä kustannuksista johtuvia, kun taas kiinteitä tuloja ei mahdollisia tilauksia lukuunottamatta, joista sitä paitsi on jo voitu saada ennakkoja, yleensä ole. Tulojen ajoittuminen odotettua myöhempään ajankohtaan taas vaatii vastaavasti pitempiaikaista pääomaa.[2] Taas tilanteessa, jossa on runsaasti käyttämätöntä kapasiteettia ja jolloin menekki esim. noususuhdanteen vuoksi alkaa lisääntyä, yritys voi toimia pelkästään lyhytaikaisen pääoman lisäyksen turvin niin kauan, kunnes kapasiteetin täyskäyttö saavutetaan.

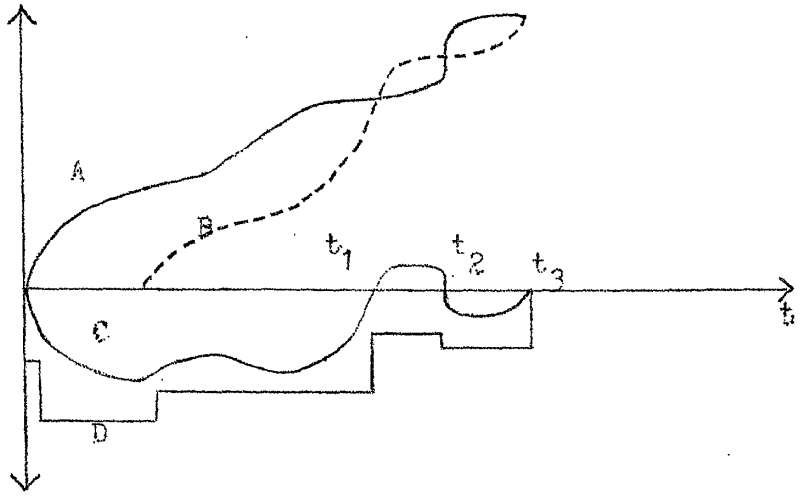
Seuraavassa kuviossa[3] esitetään vielä yhteenveto firman pääomantarpeen kehityksestä siten, että myös aikatekijä otetaan eksplisiittisesti mukaan. Siitä ilmenee, että silloin kun pitkäaikaista rahoituspääomaa saadaan, se on synkronisoitava muihin rahavirtoihin.

---

1. Muina rajoituksina ovat kustannustekijät ja rahoitusmahdollisuudet (saatavuus).

2. ASZTÉLY mt. s. 41.

3. Vrt. ASZTÉLY mt. s. 92 ja JAAKKO HONKO Investointien suunnittelu ja tarkkailu, Porvoo 1963, s. 118.



Kuvio 1.

Käyrä A tarkoittaa kumuloituneita menoja (kassastamaksuja) ja käyrä B tuloja (kassaanmaksuja) lukuunottamatta niitä, jotka johtuvat lisärahoitustarpeen tyydyttämisestä (lainoista ja niiden kuoletuksista sekä mahdollisesti omistajilta saadusta lisärahoituksesta). Lisärahoitustarvetta kuvaa näiden käyrien erotus (käyrä C) alakoordinaatistossa. Todellisuudessa rahavirrat eivät voi olla aivan jatkuvia; vielä vähemmän jatkuvia voivat olla lisärahoituksesta saadut pääomat. Niinpä tämä tarve tulee katetuksi diskreetin käyrän D tapaan. Käyrien C ja D pystysuora etäisyys toisistaan kunakin ajankohtana kuvaa firman maksuvalmiutta (vrt. s. 63-64 ja 68-69). Käyrän C nouseminen (ajankohtana t_1) aika-akselin yläpuolelle merkitsee periaatteessa, ettei firma enää kaipaa lisärahoitusta, vaan se kykenisi "tuloksellaan" rahoittamaan itseään ja/tai muita talousyksikköjä. Ottaen huomioon, että käyrä A sisältää kaavion 2 tuloksen käyttöä koskevat erät, ei käyrä C voi olla kovin kauan tai ainakaan huomattavasti aika-akselin yläpuolella (ellei firma tesauroi huomattavia

rahamääriä). Näiden varojen sijoittaminen tavalla tai toisella tuo käyrän C aina lähelle aika-akselia, ja sen joutuessa akselin alapuolelle käyrä D:n on mukauduttava siihen (ottaen huomioon tietyn maksuvalmiusvaatimuksen). Esim. ajankohtana t_2 voidaan firman olettaa suorittavan huomattavan sijoituksen. Käyrän D taas on oltava vähintään omistajien sijoittamien pääomien suuruisen matkan päässä aika-akselista. Jos se nousee sen tasolla (ajankohtana t_3), merkitsee se (investoivan) firman toiminnan loppumista, jolloin käyrät päättyvät kuvion osoittamalla tavalla. Siitä ei käy selville firman lopullinen tulos, koska voitonjako sekä firman realisoimisesta saadut tulot sisältyvät käyriin A ja B.

Käyrät A, B ja C ovat luonteeltaan firmaa itsenäisenä talousyksikkönä kuvaavia, käyrä D taas ilmaisee sen, miten muiden talousyksikköjen intressit siihen muuttuvat.

IV RAHOITUKSEN TARKASTELUSTA TASEIDEN VALOSSA

Tässä luvussa tarkastellaan ns. ulkoisen taseanalyysin kannalta yritysten tulos- ja omaisuustaseiden luonnetta, niiden sisältöä ja laatimisperiaatteita, jolloin joudutaan koskettelemaan mm. vaikeaa arvostusongelmaa. Taseet - tavallaan tulostasekin - ovat silmänräpäyskuvia tilikausien (tavallisesti vuosien) vaihteesta. Ne ovat tilannekatsauksia, joiden pohjalta on perinteellisesti suoritettu lähinnä kannattavuus-, maksuvalmius- ja vakavaraisuusmittauksia erilaisia suhdelukuindikaattoreita käyttäen.

Traditionaalisen yrityksen teorian sanottiin olevan "tulostasemainen"; se kuvaa - jos oletamme rahaa käytettävän vaihdon välineenä - yrityksen kassaan- ja kassastamaksuja (receipts and payments).[1] Edellä käytettiin tosin yleisiä termejä tulot ja menot (revenue and expenditure). Kassamaksujen tapaus vastaa juuri sitä edellä esitettyä tapausta, jolloin kaikki myynnit ja ostot suoritetaan käteisellä. Jos ne tapahtuvat velaksi, katsotaan tulojen ja menojen syntyvän jo velvoitteen syntymishetkellä. Firman lopullinen tulos taas saadaan selville vasta, kun sen toiminta päättyy. Koska yrityksestä halutaan saada tietoja tilikausittain, on ratkaistava, mitkä kassaanmaksut kirjataan kunkin kauden tuloiksi ja mitkä kassastamaksut menoiksi, ts. jaksottamaan eli periodisoimaan ne eri tilikausille. Toinen mahdollisuus on nimittäin aktivoida menot omaisuustaseen vasemmalle puolelle, mikä merkitsee sitä, että yritys on vain muutta-

---

1. Käytetyistä termeistä ks. JAAKKO HONKO Tuloslaskennan terminologiaa, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1959, Helsinki 1959, s. 178-187.

nut varantorakennettaan rahan ja muiden omaisuuserien välillä. Tämän rahan saanti rahoittajilta tai yrityksen omana säästönä on rahoitusongelma omaisuustaseaspektista nähtynä. Tulostaseeseen lopullisesti merkittyjä jaksotettuja menoja sanotaan kuluiksi (expense). Vastaavasti kaikkia kassaanmaksuja ei voida merkitä lopullisesti tuloiksi, vaan nimenomaan rahoittajilta ilman reaalista suoritetta saadut varat passivoidaan omaisuustaseen oikealle puolelle. Tulostaseen oikealle puolelle lopullisesti merkittyjä kassaanmaksuja sanotaan tuotoiksi (myös näistä käytetään englanninkielessä usein nimitystä "revenue").

Edellä olevasta ilmenee, ettei tulostaseessa näy kaikkia eriä, jotka aiheuttavat rahavirtoja. Siitä voidaan jo päätellä, että yrityksellä on mahdollisuus säädellä tuottojen ja kulujen erotuksena syntyvää voittoa. Tulostaseessa on kuitenkin vielä kuluerä "poistot", jota taas eivät vastaa mitkään kassastamaksut. Periaatteessa niiden tehtävänä on kuvata pitkävaikutteisten tuotannontekijöiden kulumista, rappeutumista tai taloudellista vanhanaikaistumista. Niiden avulla muutetaan aikaisemmin aktivoituja menoja lopullisiksi kuluiksi, ja niitä vastaa omaisuustaseessa samansuuruinen aktiivojen pieneneminen.[1]

Poistojen toinen tarkoitus on se, että ne osaltaan pienentävät voittoa ja siten mahdollistavat varojen säilymisen yrityksessä uusien omaisuusesineiden hankintaa varten. On kuitenkin huomattava, etteivät poistot muodosta mitään lisärahoituslähdettä yritykselle, vaikka se suorittaisi niitä jossain vaiheessa huomattavastikin, vaan ne ainoastaan varmentavat sen, ettei yrityksen toiminnasta saadusta tuloksesta merkitä liian suurta osaa

---

1. Tavallisesti poistot kohdistuvat kiinteään reaalipääomaan, mutta niitä voidaan suorittaa myös esim. saatavista ja varastoista.

voitoksi, joka taas on alttiina sekä osingonjaolle että verotukselle.[1] Sen sijaan poistot ovat omiaan sitomaan pääomia yritykseen ja vähentämään niiden liikkuvuutta, etenkin silloin, kun niitä suoritetaan enemmän kuin pääomaesineiden kuluminen arvonvähennyksenä edellyttäisi. Vasta sitten kun esineen todellinen käyttöikä ylittää poistokauden (jolloin siis poistoja ei enää voida suorittaa), alkavat peitetyt voitot paljastua. Käytännössä poistovaroja ei yleensä säilytetä rahaston muodossa, vaan yritys käyttää niitä itserahoituksen tapaan muiden omaisuusesineiden hankintaan. Siten se voi pitkittää varausten esille tuloa miltei loputtomasti. Etenkin silloin, kun yrityksen voitto - jakamatonkin - on ankaran verotuksen kohteena, on tällainen ymmärrettävää.[2] Voidaan kuitenkin epäillä, että yritys tällaisessa tilanteessa suorittaa investointeja, jotka eivät vastaa sen tuotteiden menekkiin perustuvia luontaisia kasvumahdollisuuksia, vaan hankkii esim. uusia koneita, joille on vain vähän käyttöä, mutta jotka mahdollistavat taas uusien poistojen suorittamisen. Tästä ilmiöstä on joskus käytetty nimitystä "ylikapitalisointi".[3]

---

1. TAUNO KALLINEN Avskrivning, investering och finansiering (Osmo V. Jaskarin teoksen "Depreciation Allowances and the Real Capital" kritiikki), Ekonomiska Samfundets Tidskrift 1961, Helsingfors 1961, s. 117.

2. VALVANNE - LASSILA ma. s. 296.

3. Ks. DROCKILA ma. s. 45 ja 56, jossa yhteydessä on tosin puhe näkyvien rahastojen liiallisesta muodostamisesta ja niiden käytöstä; vrt. m. HARRY G. GUTHMANN Analysis of Financial Statements, 4. p., New York 1953, s. 153 ja 155.

Koska tulostaseen laadinnassa on käytössä osittainen nettoperiaate, jonka mukaan esim. raaka-ainekustannuksia ei tarvitse ilmoittaa erikseen kuluina[1], ei tulostaseesta pystytä tältäkään osin saamaan selvyyttä kaikista rahavirroista. Taseessa esiintyykin tuottojen puolella erä "tuotot liikkeen harjoittamisesta", joka on suuri, heterogeeninen, nettoutettu aggregaatti.[2] Ilmoitetun liikevaihdon sekä eräiden omaisuustase-erien avulla voidaan kuitenkin päästä melko yksityiskohtaiseen rahavirtojen tarkasteluun.[3]

Mitä suuremmat ovat tuotot kuluihin (poistoja lukuunottamatta) nähden, sitä suuremmassa määrin firma kykenee kattamaan niillä poistoja ja suurentamaan voittoa. Nämä taas ovat firman itserahoituksen lähteitä. Omaisuustaseen tarkastelun yhteydessä tulevat esille vielä kolmas itserahoituksen muoto, piilovaraukset.

Kaavioissa 1 ja 2 esitetyistä menoista on vähennettävä kokonaisinvestointien lisäys sekä niihin lisättävä poistot, jotta saadaan esiin tulostaseen kulut. Kaavion 2 kokonaisinvestointien lisäys taas vastaa kahden peräkkäisen omaisuustaseen loppusummien erotusta.

Yrityksen muut rahoituslähteet nähdään siis omaisuustaseesta. Sitä voidaan luonnehtia toisaalta varojen ja velkojen luetteloksi ja toisaalta aktivoitujen menojen ja passivoitujen tulojen kokoamispaikaksi. SAARIOn meno-tulo-teorian mukaan voidaan jokainen meno käsittää sijoitukseksi vastaisuudessa saata-

---

1. I.V. KAITTILA - PAULI PALOMÄKI - JORMA JALAVA Uusi kirjanpitolaki selityksineen, 6.p., Helsinki 1964, s. 86-88 ja LEO PAUKKUNEN - TAUNO KALLINEN - JOHN SUNDGREN Teollisuuden kokonaistilinpäätös ja kustannusrakenne toimialoittain vv. 1948-60, Taloudellinen Tutkimuskeskus, sarja B:13, Helsinki 1962, s. 45.

2. Teollisuuden tasetilaston vastaavan käsitteen selitys, ks. Tilastokatsauksia 1962,N:o 5,Tilastollinen päätoimisto,Helsinki 1962, s. 88, ohje 15.

3. EERO ARTTO Tasearvostelu ja kassavirta-analyysit, Talouselämä 1966, N:o 5, Helsinki 1966, s. 94-98.

vaa tuloa silmällä pitäen. Eri omaisuusesineiden ja vaateiden ostaminen ei vielä merkitse voittoa eikä tappiota, vaan ne jäävät yritykseen sijoituksina, jotka odottavat katetta myöhemmin saatavista tuloista. Ostot merkitsevät siis lisärahoituksella saatujen varojen käyttöä tai rahavarojen muuttamista toiseen muotoon. Sekä omaisuustaseen aktiivat että tulostaseen kulut ovat siis menoja, joista aktiivat on rahoitettu rahoituspääomilla ja kulut taas tuotoilla.[1]

Yrityksen osto- ja myyntitoiminta aiheuttaa jatkuvasti lyhytaikaisten saatavien ja velkojen (kauppaluottojen) syntymistä ja häviämistä. Niiden määrä voi runsaasti vaihdella ajankohdasta toiseen, ja niiden täydellinen seuraaminen edellyttäisi omaisuustaseen laadintaa jokaisen muutoksen jälkeen. Koska näin ei voida käytännössä menetellä, syntyy tase-erien tyypillisyysongelma[2], ts. kysymys siitä, miten hyvin tilinpäätöstiedot ku vastavat yrityksen "keskimääräistä" asemaa. Kuten edellä (ks. s. 25) mainittiin, rajoitetaan yrityksen rahoituspääomien tarve usein pitkäaikaisen pääoman tarpeen tarkasteluun. Tällöin juuri maksuvalmius erottuu täysin erilliseksi ongelmaksi. Tässä esityksessä katsotaan kuitenkin rahoitusongelman (pääomantarpeen) syntyvän heti, kun mikä tahansa osto tai myynti tapahtuu luotoilla, olkoon maksuaika kuinka lyhyt tahansa.[3]

---

1. MARTTI SAARIO Realisointi ja tilinpäätös, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1961, Helsinki 1961, s. 154-155.

2. HONKO Ulkoisen taseanalyysin ...., s. 174.

3. Huomattakoon tässä yhteydessä, että tili- ja vekselivelat eivät tietenkään ole esiintyneet yritykseen tulleina rahavirtoina kuten yleensä muut omaisuustaseen passiivapuolen erät. Vastaavasti tili- ja vekselisaatavat eivät edusta menneitä rahavirtoja siinä mielessä kuin muut omaisuuserät. Nämä seikat on muistettava tarkasteltaessa kuviota 1 (s. 29). Mainittakoon vielä, että velkavekselien osalta rahoituslähde voi olla yritykselle tuntematon, jos alkuperäiset velkojat ovat esim. diskontanneet vekseleitä rahalaitokseen. Yrityksen saamavekselien diskonttaaminen taas merkitsee saatavien vähenemistä ja firman rahoitusongelman helpottumista.

Sivulla 23 viitattiin siihen omaisuuden arvostusongelmaan, joka aiheutuu firman omaisuuteen kohdistuvien vaateiden hinnanmuodostusprosessista. Se koskee vain sellaista yritystä, jonka velkasitoumuksia noteerataan markkinoilla (esim. pörssissä).[1] Tämän arvostuksen vaikutus ei näy omaisuustaseessa, mutta sillä on ilmeinen yhteys pääomien saatavuuteen (ks. s. 71). Välittömästi taseen rakenteeseen vaikuttaa firman oma arvostus. Poistojen avulla se voi alentaa lähinnä käyttöomaisuutensa arvoa, niin että vastaavasti oma pääoma tulee aliarvostetuksi. Vaihto-omaisuuden aliarvostus, joka suoritetaan kirjanpitolain varovaisuusperiaatteen nojalla, luo taas ns. piilovarauksia, jotka muodostavat firman kolmannen ja näkymättömän itserahoituksen lähteen (jakamattomien voittojen ja poistojen lisäksi). On kuitenkin huomattava, että piilovarauksetkin vain lykkäävät voittojen paljastumista. Tällaisella voiton periodisoimisella pyritään kyllä toisaalta myös sen tasaamiseen, mikä on omiaan pitämään myös osingonjaon tasaisena. Rahoitusomaisuutta ei sen sijaan voi aliarvostaa juuri muuten kuin olettamalla todellista suurempi määrä saatavista epävarmoiksi, jolloin niitä ei voida ottaa täysiarvoisina taseeseen.

Jos firman johto katsoo tarpeelliseksi, se voi tietenkin suorittaa aliarvostuksesta vapaat laskelmat, jotka ilmaisevat firman todellisen tuloksen ja kannattavuuden sekä maksuvalmiuden ja -kyvyn. Tällöin on mahdollista arvostaa eri omaisuusesineet esim. sen mukaan, mikä arvo niille annetaan tuotannontekijöinä ajatellen firman jatkuvaa toimintaa. Tähän sisältyy

---

1. Erikseen ovat olemassa vielä esim. niiden verotusarvot.

kuitenkin taas subjektiivisista odotuksista johtuvaa epävarmuutta. Erikseen voidaan puhua arvostuksesta, joka suoritetaan silloin, kun firman omaisuus joudutaan likvidoimaan[1]; tällöin on otettava huomioon eri omaisuusesineiden myyntiarvo tai yleisemmin rahaksimuuttovarmuus. Koko firman "arvo" riippuu ratkaisevasti siitä, myydäänkö se sellaisenaan yhdelle ostajalle vai joudutaanko se esineittäin jakamaan monien kesken.

Edellisen perusteella voidaan todeta, että taseet voidaan laatia aina käyttötarkoituksen mukaan. Ajallisen vertailukelpoisuuden ylläpitämiseksi on kunkin vaihtoehdon kohdalla noudatettava jatkuvuuden periaatetta, ts. tase-erien arvostus on aina suoritettava samalla tavoin. Vertailtaessa saman alan yrityksiä toisiinsa tai yhdistettäessä yritysten taseita kokonaistaseiksi on lisäksi edellytettävä, että arvostusperiaatteet ovat samat kaikissa firmoissa.[2]

---

1. HENRIK VIRKKUNEN Taseanalyysistä, erityisesti luottokyvyn arvostelun apuna, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1956, Helsinki 1956, s. 154.

2. Tässä ei ole onnistuttu myöskään teollisuuden tasetilastoa laadittaessa, ks. Tilastokatsauksia 1962, N:o 5, s. 58.

V RAHOITUSPÄÄOMIEN HALUTTAVUUDESTA

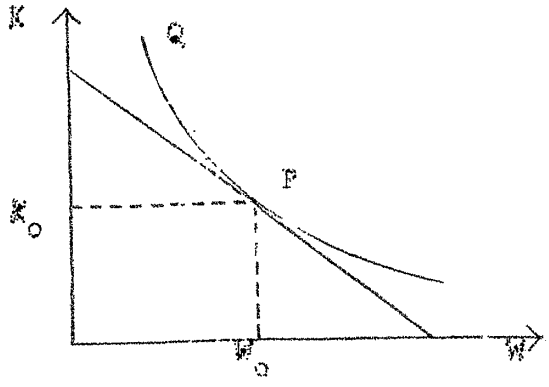
Seuraavana tarkastelun kohteena ovat rahoituspääomien kysyntä ja tarjonta. Kysyntää voidaan luonnehtia myös haluttavuudeksi (willingness).[1] Siihen vaikuttavat tekijät ovat yrityksestä itsestään lähtöisin, esim. sen tuotantopäätöksistä. Tietyissä tilanteissa voidaan otaksua, että firma saa todella käyttöönsä kaikki haluamansa pääomat, jos se vain maksaa niiden aiheuttamat kustannukset. Näitä seikkoja käsitellään tässä V luvussa. Tarjontapuolta taas edustaa edellä sektiossa II 3. kuvattu heterogeeninen rahoittajajoukko. Kysyjän kannalta katsoen näiden intressit vaikuttavat rahoituspääomien saatavuuteen (availability). Tältä puolen voi kysyjää kohdata "saatavuuskatto" jo ennen kuin hänen oma halukkuutensa on tyydytetty huolimatta siitä, että hän olisi valmis maksamaan vaadittua korkeammankin koron. Tarjontapuolta käsitellään pääasiassa VI luvussa.

V 1. Tuotantotekniikan valinta

Oletetaan aluksi, että liikkeenjohto on päättänyt valmistaa jotain hyödykettä määrän Q niiden tietojen ja/tai odotusten perusteella, jotka sillä on tuotteen menekistä. Tällöin on ensin ratkaistava päätuotannontekijöiden, työvoiman ja reaalipääoman yhdistäminen tuotantoprosessissa. Jos oletetaan vielä, että on olemassa lukemattomia teknillisiä tuotantomahdollisuuksia, joiden puitteissa tuotannontekijöitä saatetaan substituoida, voidaan niitä kuvata jatkuvalla samatuotoskäyrällä eli iso-

---

1. Lindbeck rajoittuu käsitteeseen "willingness to borrow" (lainanottohalukkuus); ks. ASSAR LINDBECK A Study in Monetary Analysis, Uppsala 1963, s. 71 ja seur. Tässä kuitenkin tarkastellaan kaikkien rahoitusmuotojen haluttavuutta.



Kuvio 2.

kvantilla Q (kuvio 2). Se siis kuvaa niitä tuotannontekijöiden vaihtoehtoisia yhdistelmiä, joilla aikaansaadaan haluttu tuotos Q. Tekniikan kannalta niitä kaikkia voidaan pitää optimaalisina yhdistelminä.

Kuviossa 2 mitataan x-akselilla työvoiman määrää ja y-akselilla pääomapanoksen määrää. Sen, missä suhteessa yritys käyttää tuotannontekijöitä, ratkaisee näiden välinen suhteellinen markkinahinta. Tällä perusteella yritys suorittaa taloudellista valintaa teknillisten vaihtoehtojen välillä.[1] Asiaa voidaan havainnollistaa samakustannussuoralla (isocost line) (oik. yhdensuuntaisten suorien kimpulla, joista yksi on piirretty näkyviin). Suora kuvaa niitä tuotannontekijöiden vaihtoehtoisia yhdistelmiä, joiden käytön aiheuttamat kustannukset ovat yhtä suuret. Sen ja isokvantin sivuamispiste P on yrityksen valitsema yhdistelmä olettaen, että se pyrkii minimoimaan kustannuksensa. Se käyttää näin ollen työvoimaa määrän W_o ja pääomaa määrän K_o.[2]

---

1. LAURI O. af HEURLIN Tekniikka ja talous, Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1956, Helsinki 1956, s. 39.

2. SCHNEIDER II s. 187-189.

Jos oletetaan yksinkertaisesti, että K_o on yrityksen omaisuustaseen loppusumman arvo, on se samalla kaikkien käytettävissä olevien rahoituspääomien yhteismäärä. Ajatellen yritystä kokonaisuutena siihen sisältyy kuitenkin paljon muitakin arvoja kuin mihin omaisuustaseen nimikkeet riittävät. Tällainen arvo on juuri työvoima, ja sen arvo on sitä suurempi mitä erikoistuneempaa koulutusta se on saanut, etenkin, jos se on tapahtunut yrityksessä ja jos yrityksen vaatimukset työvoimaansa nähden ovat hyvin spesiaaleja. Tämä pätee mitä suurimmassa määrin yrityksen johtoon.[1]

Näillä näkökohdilla on tahdottu vain viitata siihen, että valinta tuotannontekijöiden suhteellisten määrien välillä vaikuttaa olennaisesti siihen, onko yrityksen rahoitusongelma luonteeltaan pääasiassa jatkuvien rahavirtojen (lyhyen ajan kassabudjettien) suunnittelua, minkä ilmeisesti työvoimavaltainen toiminta aiheuttaa, vai liittyykö siihen olennaisena osana pitkäaikaisten pääomien tarve. Tästä seikasta riippuu esim. pääomakertoimen $\frac{K}{Q}$ suuruus. Työvoimavaltaisessa tuotannossa K:lla on Q:n syntyyn vähäinen ja W:llä suuri osuus. Ns. työvoimakerroin $\frac{W}{Q}$ on silloin suuri.[2] Näitä huomautuksia voidaan sanoa

---

1. Ehkä yhä lisääntyvän koulutuksen taloudellista arvoa koskevan tutkimuksen seurauksena otetaan joskus myös yrityksen työvoiman henkisen pääoman arvo johonkin taseeseen mukaan, vaikka mittaamisongelmat ovat tämän suhteen vielä paljon vaikeampia kuin omaisuuden arvioinnissa. Joka tapauksessa työpaikoilla työnantajan toimesta annettava koulutus muodostaa rahoitusongelman yhtä hyvin kuin mikä tahansa investointi: on suoritettu menoja, joista myöhemmin odotetaan saatavan tuloja. Sijoituksiin liittyvän riskin muodostaa nyt esim. työntekijän työpaikan muutto, "ennenaikainen" kuolema jne. Vrt. esim. BENGT NYBERG - MAGNUS PONTIN En aktieplacering 1930-1964, Ekonomisk Revy 1966, N:o 1, Katrineholm 1966, s. 37-38. Ks. m. AARO KENTTÄ Koulutuksen taloudellinen arvo, Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1965, Helsinki 1965, erit. s. 89.

2. Vrt. Ackleyn makrotarkastelua tästä asiasta; ACKLEY mt. s. 537-538.

nykyaikaista teollisuutta ajatellen melko vähän relevanteiksi. Lähinnä käsityössä, missä työntekijöiltä vaaditaan suurta ammattitaitoa mutta jossa ei ole paljon pääomia sidottuna, voi työvoimakertoimella olla huomattava merkitys. Toisaalta suurteollisuudessa on pääomavaltaistuminen tuotannon teknillisten ehtojen vuoksi keskeinen, mutta se vaatii lisäksi, että työvoiman "arvon" on lisäännyttävä vaaditun koulutustason kohoamisen vuoksi.

Näistä seikoista seuraa, että K ei ole mitenkään "paras" yrityksen koon kuvastin, joskin työntekijöiden ja toimihenkilöiden määrä on yhtä puutteellinen. Liikevaihto (myynti) on ehkä "puolueettomampi" mitatessaan yrityksen aikaansaannosta tilikauden aikana. Traditionaalisen teorian mukaisen yrityksen kokoa ei K:lla voi mitatakaan, W:lla ja liikevaihdolla ehkä voisi.

Kun tästä eteenpäin on kuitenkin puhe yksinomaan "kokonaisinvestointien" rahoituksesta oletetaan, että yritys on kyennyt ratkaisemaan valintansa päätuotannontekijän välisistä osuuksista tuotannossa. Tämä olettamus on kuitenkin varsin suoraviivainen, ellei suorastaan virheellinen, koska pääomakannasta ja sen lisäyksistä aiheutuvat kustannukset osaltaan juuri määräävät kuvion 2 samakustannussuoran kulmakertoimen. Pääomakustannukset, mikä käsite on sitä paitsi varsin vaikeaselkoinen, taas riippuvat siitä, miten rahoitus on jakautunut lähteittäin.

V 2. HALUTTAVUUTTA LISÄÄVIÄ TEKIJÖITÄ

V 2.1. Vielä yrityksen päämääristä

Kokonaisinvestointien (K) suuruuteen, jonka maksimointia myös sinänsä voidaan pitää yrityksen tavoitteena vaikuttavista tekijöistä tarkastellaan seuraavassa yrityksen kolmea eri päämäärää:

1) kannattavuuden (voiton) maksimointia,
2) liikevaihdon maksimointia ja
3) maksuvalmiuden ja tietyn rahoitusrakenteen ylläpitämistä.

Näistä ensimmäinen edustaa lähinnä traditionaalista yritystä, toinen kuvastaa yritystä, jolle on ominaista voimakas ja nopea laajentuminen ja kolmannessa kohdassa mainitut seikat ilmentävät pyrkimystä toiminnan jatkamisen varmistukseen. Liikevaihdon suurentaminen lisää myös yrityksen kautta kulkevia rahavirtoja.

Firman eri päämäärien tarkastelu on nähtävä vain sen eri toimintojen pelkistetyksi esiintuomiseksi. Tässä esityksessä aikatekijä tulee hyvin epämääräisenä esille. Yleensä rajoitutaan vain yhden tilikauden tms. lyhyehkön aikavälin tarkasteluun. Tällöin voidaan otaksua, että yrityksillä on eri ajanjaksoina, riippuen esim. suhdannetilanteesta ja siitä, missä "life-cycle'n" vaiheessa ne ovat, jokin tavoite muita dominoivampana.

Kun seuraavassa käsitellään yrityksen lainanotto- ja osakeantihalukkuuteen sekä itserahoitukseen vaikuttavia tekijöitä, niin tarkastelu suoritetaan koko yrityksen rahoitusta ja sen rakennetta eikä yksityisiä investointikohteita silmällä pitäen, jotka vaativat aina omat sijoituslaskelmansa. Kun itse investoin-

tiprojekteihin ei kiinnitetä huomiota, tulevat rahoituksen haluttavuuteen vaikuttavat tekijät selitetyiksi yksinomaan rahoituksen ehtojen ja pääomien tuoton kannalta. Empiirisistä tiedoista on jokseenkin mahdotonta saada selvyyttä rahoituksen käyttötarkoituksittaisesta jakautumisesta rahoitusvirtojen (rahavirtojen) näkökulmasta. Tällä ei suinkaan haluta kumota sitä, että kussakin yksittäisessä tapauksessa on luotonantajalle eduksi, että hän on tarkoin selvillä kyseisen projektin odotetusta kannattavuudesta ja yrityksen korko- ja kuoletussuunnitelmista.

Maksuvalmiuden tutkiminen tosin vaatii tiettyä rahoituksen käyttötarkoituksittaista selvitystä. Koko K:n tutkiminen, johon siis omaisuustaseen aktiivapuolella kuuluu myös rahoitusomaisuus, merkitsee sitä, ettei yksittäistä yritystä voida pitää yksinomaan velallisena vaan myös velkojana (vrt. s. 61-62). Rahoitusjärjestelmän kasvun ("financial growth") selitys ei tällöin voine kytkeytyä yksinomaan tuotannon kasvuun, vaan kansantaloudessa esiintyvien vaateiden määrä pyrkii jatkuvasti sopeutumaan niihin muuttuviin preferensseihin, joita eri talousyksiköillä, mm. yrityksillä, on pitäessään hallussaan erilaatuista omaisuutta rahoitusobjektit mukaan luettuna.

V 2.2. Kannattavuuden mittaamistapoja

Yrityksen kannattavuus yhden tilikauden aikana voidaan laskea eri tavoin. Sitä voidaan mitata ensinnäkin ns. kokonaistuoton (V)[1] eli voiton (P), johon katsotaan sisältyvän myös oman

---

1. Nimitys on peräisin artikkelista UNTO LUND Taseanalyysi ja matemaattiset mallit, Liiketalous 1964, N:o 4, Helsinki 1964, s. 53. Vrt. m. GURLEY - SHAW mt. s. 62, alav. 1.

pääoman koron,[1] maksettujen korkojen (R) ja maksettujen verojen (T) summan suhteena kokonaisinvestointeihin:

$$B_1 = \frac{P + R + T}{K} = \frac{V}{K} .$$

Mittaa kutsutaan kokonaistuottoasteeksi. Sitä on nimitetty myös yrityksen kansantaloudelliseksi kannattavuudeksi.[2] B_1 siis ilmaisee kaikkien rahoittajien tekemien sijoitusten tuoton ja on siten eräänlainen yrityksen aikaansaannoksen mitta. Jos kuitenkin kokonaistuottoastetta halutaan pitää firman tavoitteena, olisi yrityksen rahoittajien jakaantuminen toisarvoinen seikka, koska osoittajassa olevat yhteenlaskettavat voivat olla toisiinsa nähden minkä suuruisia hyvänsä. Tämä näkemys vastaa lähinnä käsitystä firmasta liikkeenjohdon alaisena itsenäisenä talousyksikkönä, jolloin omistajat ovat miltei samanlaisessa asemassa kuin muutkin rahoittajat (vrt. s. 14-16).

Niin kauan kuin yksityistaloudellista kannattavuutta halutaan pitää tavoitteena, on rahoituslähteiden jakaantumalla tärkeä merkitys. Yksityistaloudellisen kannattavuuden mittana käytetään esim.:[3]

1. Vrt. LINDBECK mt. s. 75.

2. VIRKKUSEN käyttämä nimitys; ks. ma. s. 155. LUND taas käyttää nimitystä "kokonaistuottavuus", ks. ma. s. 55. Näistä edellinen lienee oikeampi, jos pidetään mielessä periaate, jonka mukaan kannattavuus = $\frac{\text{tulos}}{\text{panos}}$, kun taas tuottavuus = $\frac{\text{tuotos}}{\text{panos}}$. Termiä "kansantaloudellinen kannattavuus" on suositeltu tarkoittamaan myös suhdelukua $\frac{\text{jalostusarvo}}{\text{käyttöpääoma}}$; ks. Tilastokatsauksia 1962, N:o 5, s. 56, alav. 2.

3. Erityisesti terminologian suhteen vrt. HONKO Investoinnin tuottoprosentti ... s. 7 ja 17-19. Se, miksi juuri liikevaihto esiintyy B_2:ssa poissupistuvana suureena, selviää sektiostaV 2.5.

$$B_2 = \frac{P}{S} \times \frac{S}{K} = \frac{P}{K} .$$

Sitä nimitetään investointien tuottoasteeksi, ja siinä S merkitsee liikevaihtoa. Edelleen voidaan mainita oman pääoman tuottoaste:

$$B_3 = B_2 \times \frac{K}{N} = \frac{P}{N} .$$

Siinä N merkitsee yrityksen omaa pääomaa.

Edellä selostettuihin kannattavuusmittoihin sisältyy vertailupohjana K tai sen osa N, joiden kummankin haittana ovat arvostusongelmat, mikä seikka koskee myös P:tä. Toisena kannattavuusmittojen lajina mainittakoon ne, joiden vertailuperustana on liikevaihto. Niihinkin sisältyy kuitenkin voitto P. Nämä mitat ovat[1]

$$B_4 = \frac{P + R + T}{S}$$

ja

$$B_5 = \frac{P}{S} .$$

B_5 on B_2:n kertoja.[2]

Suureisiin P, K ja N sisältyvät arvostusvaraukset ovat mikrotasolla liikkeenjohdon tiedossa. Niihin on lisättävä oikean kannattavuuden laskemiseksi käyttöomaisuuden ylimääräiset poistot, jotka ylittävät omaisuusesineiden kulumisen, rappeutumisen ja teknillisen vanhenemisen sekä vaihto-omaisuuden aliarvostuksesta syntyneet piilovaraukset. Tällöin on vain huomattava, että näihin varauksiin sisältyy myös "ilmaista" verovelkaa se osuus, minkä firma joutuu voitostaan, sitten kun se paljastuu, maksamaan. Firman itserahoitus ei siis tosiasiassa tapahdukaan yksinomaan omalla pääomalla.

---

1. B_4:n osalta ks. LUND ma. s. 53-54.
2. Ks. s. 58.

V 2.3. Vieraan pääoman haluttavuus

Olkoon lähtökohtana firman omaisuustaseen passiivapuoli tilikauden alussa:

(1) $K = L + N$,

missä siis K on taseen loppusumma, L vieras ja N oma pääoma. Tilikauden aikana näissä suureissa tapahtuu muutoksia. Ennen kokonaistuoton jakamista rahoittajille firma on kasvanut siten, että[1]

(2) $K(1 + r_k) = L(1 + r_1) + N(1 + r_n)$

eli

(3) $K + r_kK = L + r_1L + N + r_nN.$

Tässä on kyse firman "bruttokasvusta".[2] Yleensä kaikki korot (r_1L) joudutaan maksamaan, joten K:n nettokasvu jää riippumaan siitä, miten suuri osa N:n kasvusta (r_nN) jaetaan osinkoina ja kuinka suuri osa jää jakamattomaksi voitoksi. Sektion V 2.2. kannattavuusmittoihin verraten todettakoon, että

$$r_1L = R,\ r_nN = P \text{ ja } r_kK = V .$$

Kahdesta jälkimmäisestä yhtälöstä seuraa, että[3]

$$r_n = \frac{P}{N} \text{ ja } r_k = \frac{V}{K} .$$

Voitto sisältäköön tässä vaiheessa myös maksettavaksi tulevat verot.

---

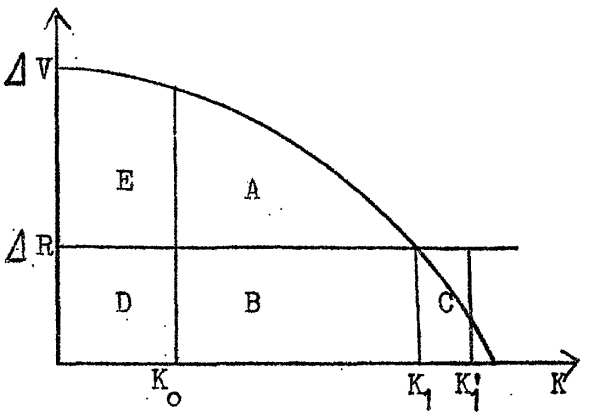
1. KENNETH E. BOULDING Economic Analysis, 3.p., London 1955, s. 371, alav. 4.

2. BOULDING mt. s. 370.

3. Voidaan havaita, että $r_n = B_3$ ja $r_k = B_1$. Näille käsitteille joudutaan tässä käyttämään yhteydestä riippuen kahta symbolia, koska r_1:ää vastaavaa mittaa ei löydy, sektiosta V 2.2. ja toisaalta taas siellä esiintyy lisäksi muita kannattavuusmittoja.

Tavanmukainen investointiteoreettinen resonemangi[1] on sovellettavissa yksittäiseen yritykseen, jos tarkastellaan sen pyrkimystä vieraan pääoman lisäämiseksi tarkoituksella kartuttaa voittoa. Jos pääoman aiheuttamiksi kustannuksiksi määritellään yksinomaan maksettavat korot, niin yrityksen kannattaa laajentua siihen asti, kunnes rajakokonaistuotto Δ V on pienentynyt yhtä suureksi kuin rajakorkokustannukset. Vastaavasti liiketaloustieteellisessä kirjallisuudessa sama asia ilmaistaan siten, että yrityksen kannattaa laajentua vieraan pääoman turvin niin kauan kuin se sen avulla kykenee lisäämään voittoaan (ns. "trading on the equity"-periaate).[2]

Asiaa voidaan tarkastella kuvion 3 valossa.[3]



Kuvio 3.

1. Vrt. esim. ACKLEY mt. s. 482-483.

2. ASZTÉLY mt. s. 76 ja GUSTAV MATTSON Industrins finansieringsstruktur i Finland åren 1947-1960, Ekonomiska Utredningsbyrån, serie B:12, Helsingfors 1962, s. 34.

3. BERANEK mt. s. 200.

Siinä mitataan firman kokonaisinvestointeja x-akselilla ja eri rajatuottoja y-akselilla. Δ V:n ja koordinaattiakselien rajoittama alue esittää kokonaistuottoa V. Jos K:n suuruus tilikauden alussa on K_o, joka yksinkertaisuuden vuoksi olkoon pelkästään omaa pääomaa, kannattaa yrityksen lisätä kokonaisinvestointeja vieraalla pääomalla aina K_1:een olettaen koron pysyvän jatkuvasti vakiona. Δ R:n vakioisuus merkitsee nimittäin sitä, että r_1 pysyy myös vakiona ($\Delta r_1 = 0$). Viimeksi mainittuun olettamukseen palataan hieman myöhemmin. Laajennuksen aiheuttamien korkojen määrää kuvaa alue B. Sen yläpuolella oleva alue A taas kuvaa voiton lisäystä. Jos firmaa laajennetaan vielä pisteestä K_1 edelleen, esim. K_1':een, menee kokonaistuoton lisäys (alue C) kokonaan korkoihin. Siitä Δ V-käyrän yläpuolelle jäävä alue pienentää jo voiton absoluuttista määrää, joskaan voitto ei heti muutu negatiiviseksi (tappioksi).

Samaa asiaa voidaan tarkastella ratkaisemalla yhtälö (2) (tai (3)) r_n:n suhteen:

$$r_n = \frac{K}{N}(r_k - r_1) + r_1 \quad (4)$$

Jos nyt $r_k = r_1$, on myös $r_n = r_1$ $(=r_k)$. Tämä vastaa tasapainotilaa $\Delta V = \Delta R$, jolloin kokonaisinvestointien määrä on K_1. Yhtälöstä (4) havaitaan, että rahoitusrakenteella K/N (joka mittaa rahoitusrakennetta "yhtä hyvin" kuin tavanmukainen debt-equity-suhde L/N) ei ole merkitystä. Niin kauan kuin $r_k > r_1$, K:ta kannattaa suurentaa lisärahoituksella.[1] Tapausta $r_k < r_1$ vas-

---

1. Se, että Δ V kuviossa 3 pienenee K:n suurentuessa, tarkoittaa, että $V(=r_kK)$ kullakin kokonaisinvestointien tasolla K_o:sta lähtien on yhä pienempi. Tästä seuraa, että myös r_k jatkuvasti pienenee. Sen sijaan r_n (oman pääoman tuottoaste) N:n pysyessä vakiona kasvaa, mistä seuraa, että myös $P(=r_nN)$ kasvaa niin kauan kuin $r_k > r_1$.

taa kuviossa 3 tilanne, jolloin kokonaisinvestoinnit ylittävät K_1:n ja siis $\Delta V < \Delta R$.

Alueitten D ja E merkitys kuviossa 3 on selvittämättä. Jos oletetaan, että OK_o ennen yrityksen kasvua oli kokonaisuudessaan omaa pääomaa, on alue D katsottava oman pääoman vaihtoehtoiskustannuksiksi, ts. ΔV:n on oltava vähintään yhtä suuri kuin ΔR ennenkuin firman omistajat haluavat sijoittaa varojaan kyseiseen yritykseen. Alue E taas muodostaa varsinaisen voittomarginaalin. Koska firmaa laajennetaan sitten vain vieraalla rahoituksella, se edellyttää (D+E):n jakamista kokonaisuudessaan osinkoina. Samoin tasapainotilan saavuttamisen jälkeen yrityksen on jaettava (D+E+A) osinkoina ja B korkoina; muuten kokonaisinvestoinnit kasvaisivat itserahoituksen vuoksi yli K_1:n.[1]

Kuitenkin sen mukaan, että tasapainotilanteessa $r_n = r_1 = r_k$, on kaikkien rahoitusmuotojen tuotto siis yhtä suuri. Kokonaistuoton jakautuminen P:n ja R:n kesken riippuu tällöin vain L:n ja N:n suhteellisista osuuksista K:sta. Tällöin herää kysymys, mistä johtuu firman halukkuus rahoittaa toimintansa osaksikaan vieraalla pääomalla. Toiseksi syntyy epäselvyys siitä, mitä kuvion 3 alue (E+A) tämän jälkeen merkitsee.

Tilanne, jolloin erityisesti r_1 on vakio ja $= r_n$, merkitsee sitä, että vallitsee täydellinen tietämys tasapainotilan K_1 olemassaolosta. Täydelliseen kilpailuun kuuluu näet hintojen yhtenäisyyden periaate[2], tässä tapauksessa rahoitusmuotojen hintojen.

---

1. Pääoman kulumista ei ole otettu huomioon. Se voidaan olettaa peitettävän poistoilla, jotka eivät tämän resonemangin mukaan kuulu kokonaistuottoon.

2. Periaatteen on ensimmäisenä esittänyt JEVONS, ks. esim. SCHNEIDER II s. 69.

Mitään korkodifferentiointia ei esiinny. Kun siis r_k on laskeutunut r_1:n tasolle, ei kokonaistuotto voi olla enää kuin (D+B):n suuruinen.[1] Kuten edellä jo todettiin, ei $\frac{L}{N}$-suhteella ole tässä tilanteessa olennaista merkitystä, ja rahoitusmuotojen osuudet voivat olla mielivaltaiset.[2] Tämä seikka on sopusoinnussa myös sen täydelliseen kilpailuun kuuluvan piirteen kanssa, ettei tulevaisuuteen nähden tunneta mitään epävarmuutta, eikä vieraan pääoman huomattava osuus aiheuta näin ollen "lisääntyvää riskiä" (ks. s. 68). Kaikki rahoituspääomat ovat toistensa täydellisiä substituutteja. Myöskään verotuksen aiheuttamia eroja ei rahoitusmuotojen välillä ole oletettu olevan.

Δ V-käyrän merkitys näyttää siis häviävän siinä vaiheessa, jolloin tasapaino saavutetaan. Sen ja Δ R:n leikkauspiste kuitenkin rajoittaa firman pääomien kysyntää. Täydellisen kilpailun vallitessa kaikki (ainakin saman toimialan) yritykset ovat nimittäin yhtä suuria.

Täydellinen kilpailu edellyttää, että yrityksen velkasitoumukset ovat todella homogeenisia ja että niitä on liikkeellä paljon. Tämä merkitsee, että niillä on siten myös markkinahinta. Kirjallisuudessa rahoituskysymyksiä onkin tarkasteltu yleensä

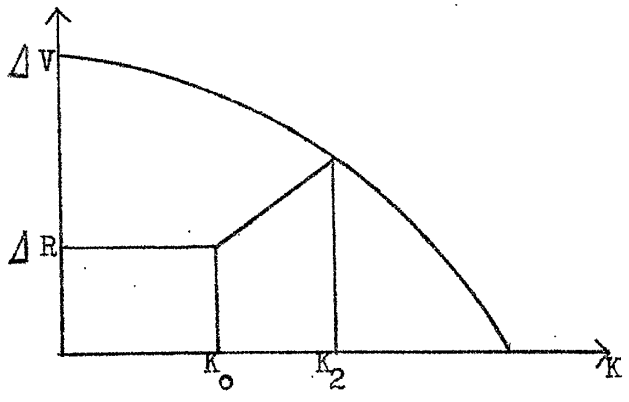
---

1. Asia on esitetty ehkä havainnollisemmin edellä mainitussa ACKLEYN teoksessa (ks. mt. s. 483), jota vastaava tapaus tässä on kyseessä ikäänkuin eri termein esitettynä. Investointien rajatehokkuuskäyrän aleneminen vaikuttaa sen, että investointivauhti vähitellen heikkenee, kunnes pääomakanta on optimin kokoinen korkokannan säilyessä koko ajan vakiona ja kokonaistuottoasteen laskeutuessa vähitellen sen tasolle. Tällaista tilannetta on pidettävä kuitenkin pitkän ajan tasapainotilanteena, joka tuskin on saavutettavissa jonkin tilikauden puitteissa. Tämä tarkastelu, jossa aikatekijä on vain implisiittisenä, ei suo mahdollisuuksia seikkaperäiseen resonemangiin.

2. Jonkinlainen "juridinen" ero vieraan ja oman pääoman välillä lienee kuitenkin tehtävä, niin kauan kuin on kyse "kapitalistien" omistamasta yrityksestä.

tältä pohjalta.[1] Se tuottaa todellisuuden kokonaisinvestointien tarkastelulle haittaa, koska läheskään kaikilla yritysten sitoumuksilla ei ole markkinoita. Tämä johtuu ehkä institutionaalisista oloista ja/tai itse eräiden velkojen luonteesta (esim. niiden lyhytaikaisuudesta). Yksilölliset rahoitussuhteet aiheuttavat sen, ettei täydellisen kilpailun ja täydellisen tietämyksen olettamuksia voida pitää relevantteina.

Tarkastellaan nyt yrityksen vieraan pääoman kysyntää epätäydellisen kilpailun vallitessa, jolloin siis rahoitusmuotojen erottaminen toisistaan vasta varsinaisesti on mielekästä. Kuvio 4a muistuttaa kuviota 3[2], mutta eroa on siinä suhteessa,



Kuvio 4a.

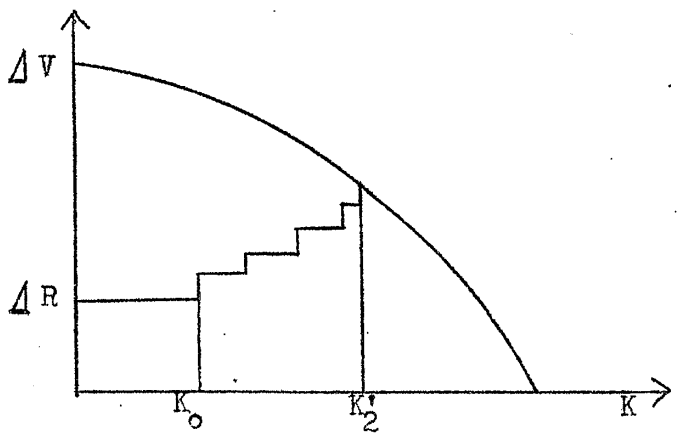
että Δ R on nouseva suora siitä alkaen, kun yritys rupeaa käyttämään vierasta rahoitusta hyväkseen. OK_o siis olkoon omaa pääomaa. Δ R:n sitä vastaava osuus kuvaa oman pääoman alternatiivikustannuksia.[3] Sen nousevalla osuudella r_1 ei ole enää vakio

1. Esim. FRANCO MODIGLIANI - MERTON H. MILLER The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, American Economic Review, Vol. XLVIII, N:o 3, June 1958, Stanford California 1958, erit. s. 264.

2. BERANEK mt. s. 200.

3. LINDBECK mt. s. 75. On tosin melko vaikeaa määritellä, mikä olisi yrityksen oman pääoman vaihtoehtoinen sijoituskohde, sijoitukset muiden yritysten osakkeisiin tai obligaatioihin, pankkiin vai mihin?

vaan se vaihtelee eri luottojen osalta. Kannattavuusaspektista katsoen firman ei tällöin kannata laajentua yli K_2:n. Vaihtoehtoisesti voidaan Δ R:n nousun olettaa olevan porrasmaista (kuvio 4b), mikä vastaakin paremmin todellisuutta: firma joutuu kustakin uudesta lainasta maksamaan entistä korkeamman koron.[1] Rahoitusobjektit ovat siis heterogeenisia. Tämä johtuu ainakin seuraavista kahdesta syystä, joita käytännössä tosin saattaa olla vai-



Kuvio 4b.

kea erottaa toisistaan. 1) Eri lainanantajien käsitykset lainanottajan luottokelpoisuudesta[2] eroavat toisistaan, ja 2) laina-ajat jo luottojen käyttötarkoituksenkin perusteella eroavat toisistaan.[3] Lyhytaikaisten luottojen korko on nimittäin yleensä alhaisempi kuin pitkäaikaisten. Täydellisen kilpailun vallitessa aikatekijä on täysin epärelevantti. Sen sijaan käytännössä jo yrityksen suunnitelmat rajoittavat tietyn "taloudellisen horisontin", jolloin

1. LINDBECK mt. s. 88-90.
2. "Luottokelpoisuus"-termistä enemmän VI luvussa.
3. W.T. NEWLYN Theory of Money, Oxford 1962, s. 110.

silloinkin on epävarmaa, miten suunnitelmat toteutuvat. "Taloudellisen horisontin tuolle puolen" taas jää epämääräisten odotusten maailma, joka kiinnostaa hyvin pitkäaikaisten luottojen myöntäjää.

Epätäydellisen kilpailun vallitessa siis velkasitoumusten markkinahinnat eroavat toisistaan. Lisäksi jonkin tietyn obligaation tai osakkeen hinnat voivat eri rahoittajien niitä myydessä toisille erota toisistaan, jos ostajilla ja/tai myyjillä on erilainen tietämys tahi erilaiset odotukset firman tulevasta kehityksestä. Lisäksi on vielä firmalla sitoumuksia, joilla ei ole markkinahintaa ollenkaan. Tällaisia ovat esim. tilivelat ja useimmiten vekselitkin. Rahoittajat voidaan tältä pohjalta jakaa kahtia: ensinnäkin niihin, jotka hankkivat markkinoilta firman velkasitoumuksia olematta ehkä tuskin lainkaan tietoisia firman toiminnasta ja toiseksi niihin, jotka mahdollisesti neuvotteluprosessin jälkeen myöntävät luottoa tiettyjä projekteja varten ja vaativat tällöin tietoja yrityksestä yli sen, mitä esim. viralliset taseet kertovat. Erityisesti he ovat kiinnostuneita firman suunnitelmista ja ehkä vaativat myöhemminkin jatkuvaa informointia firman taholta niiden toteutumisesta.

Korkoeroja voidaan vielä selittää mm. seuraavilla syillä. Koska vallitsee eroja tietämyksessä tai odotuksissa firman maksuvalmiudesta ja sen mahdollisista muutoksista ajassa, rahoituksen kysyjä joutuu turvautumaan tarjoojiin, joilla on yhä vähäisempää tietoa hänestä ja jotka vaativat "lisääntyvän riskin" vuoksi korkeamman koron. Faktisesti samaan tulokseen joudutaan, mikäli yritys joutuu lisäämään informointi- ja muita velanhankkimiskustannuksia. Toiseksi taas Δ R:n porrasmaisuus syntyy siksi, että yrittäjä turvautuu lainanantajiin näiden odotusten mukaisessa järjestyksessä sen mukaan, miten epävarmoiksi nämä

katsovat yrityksen voiton toiveet ja maksukyvyn, olkoonkin, että kaikilla rahoittajilla olisi samat tiedot firman nykyisestä tilasta. Edelleen saattaa verotusjärjestelmä olla sellainen, että esim. osinkotuloihin kohdistuva verotus on raskaampi kuin korkotuloihin kohdistuva.[1]

Nämä tosin apriorisesti esitetyt syyt eivät tunnu antavan tukea ACKLEYn näkemykselle, ettei firma omalla luoton kysynnällään voisi vaikuttaa sen maksettavaksi tulevaan korkoon.[2] Tämä ongelma tosin liittyy läheisemmin rahoituspääomien saatavuuteen, johon palataan VI luvussa.

Vaikka kuvioiden 4a ja 4b tapauksissa onkin oletettu vallitsevan epätäydellinen kilpailu, ovat markkinat kuitenkin olleet täydelliset siinä mielessä, että firma on saanut kaikki haluamansa rahoituspääomat käyttöönsä, jos vain on ollut valmis maksamaan niistä vaaditut korot.[3]

V 2.4. Oman pääoman haluttavuus

Oman pääoman kysyntää ja tarjontaa tarkastellaan tässä sekä sektioissa V 3.2. ja VI 2. vain lyhyesti ja vierasta pääomaa koskevaa selostusta täydentäen. Tämä seikka on jossain määrin ristiriidassa sen kanssa, että yrityksen riski (yrityksen itsensä näkökulmasta) lepää viime kädessä juuri oman pääoman varassa, mutta toisaalta omaa pääomaa koskevia seikkoja on tullut ja tulee

---

1. Ks. LINDBECK mt. s. 88-89 ja JOHN LINTNER Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, Review of Economics and Statistics Vol. XLIV, N:o 3, August 1962, Cambridge Massachusetts 1962, s. 252-260.

2. ACKLEY mt. s. 465.

3. Tässä käytetystä terminologiasta ks. LINDBECK mt. s. 95-96. VI luvussa tarkastellaan tapausta, jolloin markkinatkin ovat epätäydelliset.

esiin muissakin yhteyksissä (ks. esim. sektiota II 3. ja IV lukua).

Luonteenomaista omalle pääomalle on, että se on pitkäaikaisinta pääomaa, mitä yritys voi saada käyttöönsä. Sitä ei rasita kuolettamisvelvollisuus, eikä se siten vaadi jatkuvaa uusimista kuten lainarahoitus. Omalle ulkoiselle pääomalle maksettavat osingot eivät myöskään ole tarkasti "ennaltamäärättyjä" kustannuksia niinkuin korot.

Kaiken oman pääoman kysyntään sen eri muodoissa vaikuttavat lähinnä jotkin "debt-equity-ratiota" ja kokonaistuoton jakautumista korkojen, voiton ja verojen kesken koskevat "tavoitteet". Näistä edelliseen liittyen voidaan vain sanoa, että L/N-suhteen saavutettua "kriitillisen" rajan on oman pääoman haluttavuus (ja saatavuus) edellytyksenä vieraan pääoman lisäämiselle.

Oman pääoman käyttämisestä lisäinvestointitarpeen tyydyttämiseen voitaneen yleisesti todeta, että osakeanteja suoritetaan suhteellisen harvoin; yritys pyrkii silloin laajenemaan jonkin erityisen projektin vuoksi tms. Pienehköjä laajennuksia taas suoritetaan itserahoituksen turvin useammin. Kuitenkin yritykset, joilla ei ole mahdollisuuksia pääomamarkkinoiden hyväksi käyttöön ja jollaisia suurin osa firmoista todellisuudessa on, suorittavat investointeja jälkimmäisellä tavalla ja silloin kun siihen on mahdollisuuksia (ks. m. sektiota VI 2.).

Yrityksen kannalta voidaan oman ulkoisen lisärahoituksen arvioituina ex ante kustannuksina pitää lisäosaketta kohti lasketun odotetun voiton tai jaettavan osingon suhdetta emissiokurssiin. Jos tämä suhde on suurempi kuin nykyisen pääoman tuottoaste r_n, on ilmeistä, että lisärahoituksen avulla koko omalle pääomalle tuleva tuotto (B_2 tai B_3) kasvaa.[1] Tällöin myös osinko pystytään

1. Vrt. JOEL DEAN Capital Budgeting, New York 1951, s. 43.

jakamaan vähintään entisen suuruisena. Tämä näkökulma vastaa sektiossa V 2.3. käsiteltyä rahoitusta vieraalla pääomalla.

Firman itserahoituksen haluttavuudesta voidaan todeta, että täten saatujen pääomien turvin se on ehkä valmiimpi suorittamaan niitä investointeja, joihin sisältyvät suurimmat riskit.[1] Toiseksi itserahoitus on omiaan vahvistamaan L/N-suhdetta ja luomaan siten mahdollisuuksia myös ulkoisen, erityisesti vieraan pääoman saamiseksi. Itserahoituksen kustannuksina voidaan pitää niitä vaihtoehtoiskustannuksia, joita vastaavat tulot firma menettää olemalla sijoittamatta näitä varoja muihin kohteisiin. Jos itserahoituksen käyttö aiheuttaa osinkojen pienenemisen ja edelleen osakkeiden kurssien laskun, merkitsee se kuitenkin oman pääoman kustannusten nousua tältä osin.[2]

V 2.5. Liikevaihdon maksimointi firman tavoitteena

Yrityksen koon mitoista liikevaihto (myynti) kuvaa kokonaisinvestointien ohella ehkä konkreettisimmin firman toiminnan laajuutta. Sen perusteella yrityksiä usein asetetaankin suuruusjärjestykseen. Liikevaihtoa ilmaiseva luku on julkinen tieto, joka ilmoitetaan taseiden ohessa erillisenä. Mikäli tulostase laadittaisiin kaikilta osin bruttoperiaatteen mukaan, esiintyisi liikevaihto tuottojen pääeränä.

Liikevaihto edustaa tavallaan yrityksen itserahoituksen "bruttolähdettä"[3], ja sen suureneminen luo täten kasvupotentiaa-

---

1. Näringslivet kapitalförsörjning (Sveriges industriförbund & Svenska bankföreningen), Katrineholm 1965, s. 30.
2. DEAN mt. s. 41.
3. Vrt. kaavio 1, s. 24 .

lin K:n suurentamiseksi. Näiden mahdollisuuksien hyväksikäyttö jää riippumaan kustannusten kehityksestä ja osingonjakopolitiikasta. Liikevaihtoa voidaan pitää lyhyellä tähtäimellä myös firman markkinaosuuden mittana. Ajan pitkään kyseisen toimialan markkinat sen sijaan voivat kokonaisuudessaan laajentua, jolloin firman suhteellinen kasvu vaatii liikevaihdon sitäkin suurempaa lisäystä.[1]

Jos liikevaihdon maksimoijan[2] pyrkimyksenä on toisaalta pitää firmaan sijoitetun pääoman sidottunaoloaika mahdollisimman pienenä, ts. minimoida aktivoitujen menojen (ks. s. 34) ja niistä saatavien tulojen välinen aikaero, niin firman tehokkuutta voidaan mitata liikevaihdon ja kokonaisinvestointien suhteella

$$\frac{S}{K},$$

jota nimitetään pääoman kiertonopeudeksi.[3] Liikevaihdon maksimoi-

---

1. Laajassa mielessä markkinaosuuden säilyttäminen ja kasvattaminen on käytännössä, missä monituoteyritykset ovat vallitsevina, käsitettävä kaikkien yritysten kilpailuksi asiakkaiden ostovoimasta, joskin käytännössä vedetään rajoja toimialojen väliin. Toisaalta monituoteyrityksenkin eri tuotteiden myynti on usein erilaisten kilpailutilanteiden sävyttämä, millä on vaikutuksensa firman hinta- ja menekkipolitiikan mahdollisuuksiin liikevaihdon lisäämiseksi. Ks. REIJO RUUHELA Yrityksen kasvu: Mitä se on, ja kuinka sitä voidaan mitata, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1963, Helsinki 1963, s. 103.

2. Oletetaan, että yritys pyrkii maksimoimaan myyntinsä yhden tilikauden tai muun rajoitetun (lyhyehkön) ajan kuluessa. "Toistaiseksi" perustetun firman koko liikevaihto pyrkii periaatteessa olemaan äärettömän suuri. Ks. JOHN WILLIAMSON Profit, Growth and Sales Maximation, Economica, New series Vol. XXXIII, N:o 129, February 1966, London 1966, s. 9.

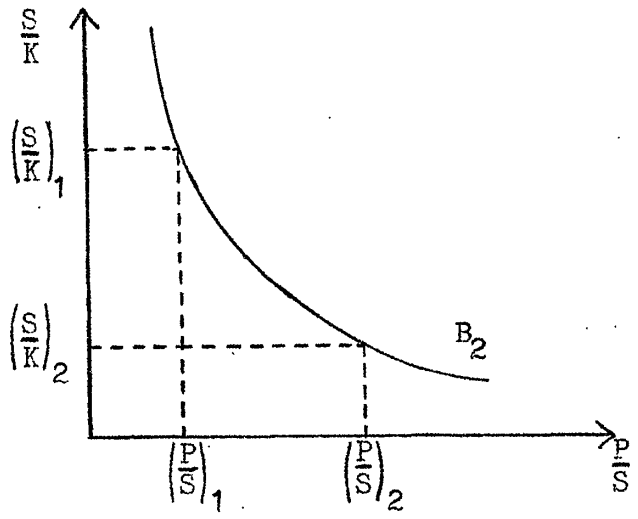
3. Ks. esim. Tilastokatsauksia 1962, N:o 5, s. 59. Suhdeluvun inverssiarvoa $\frac{K}{S}$ on nimitetty myös (mikrotaloudelliseksi) pääomakertoimeksi, ks. LUND ma. s. 54. Nimitys on kuitenkin sikäli virheellinen, että S ei edusta pelkästään nettoarvon lisäystä, vaan siitä olisi vähennettävä ennen muuta raaka-aineostot. Toinen tulkinta tälle mitalle on "pääoman kiertoaika vuosissa", ks. RUUHELA ma. s. 104.

ja pyrkii siis saamaan K:lla aikaan mahdollisimman suuren S:n, jolloin firman pääoma vaihtuu kyseisenä aikana mahdollisimman monta kertaa. Mitan heikkous on paitsi - kuten ennenkin - K:n arvostuksessa myös siinä, ettei tilikauden lopun K:n (sillä hetkellä firmaan sijoitetun pääoman) tarvitse olla muutenkaan tyypillinen sille ajanjaksolle, jona S on aikaansaatu.

Suhdeluvusta $\frac{S}{K}$ havaitaan, että se on kannattavuusmitan B_2 (ks. s. 45) kerrottava. (B_2:n kertoja taas oli eräs myynnin kannattavuusmitta B_5.) Algebrallisesti tarkastellen yhtälö

$$B_2 = \frac{P}{S} \times \frac{S}{K}$$

esittää tasasivuista hyperbeliä, jonka asymptootteina ovat koordinaattiakselit. Jos myynnin kannattavuutta mitataan x-akselilla ja pääoman kiertonopeutta y-akselilla, saadaan seuraava kuvio:[1]



Kuvio 5.

1. ASZTÉLY mt. s. 34-35. Kuvioon on piirretty vain hyperbelin toinen haara.

Käyrä B_2 kuvaa siis vakiokannattavuutta (investointien tuottoaste pysyy vakiona). Käyrän yläpuolella oleva alue edustaa B_2:ta suurempaa tuottoa kokonaisinvestoinneille, alapuolella oleva taas sitä pienempää. Mikäli myynnin kannattavuus on suuri, esim. $(\frac{P}{S})_2$, ei pääoman kiertonopeuden tarvitse olla kovinkaan suuri (myynti voi olla määrällisesti pieni: $(\frac{S}{K})_2$). Jos myynnin kannattavuus taas on pieni, esim. $(\frac{P}{S})_1$, vaaditaan suuri pääoman kiertonopeus $(\frac{S}{K})_1$.

Yhden tilikauden aikana (tai muuna lyhyehkönä aikavälinä, esim. noususuhdannevaiheessa) yritys voi kuitenkin pyrkiä valtaamaan markkinoita siinä määrin, että kiertonopeusmitta K:n voimakkaan kasvun vuoksi menettää relevanttisuutensa, ts. firma ei pyri maksimoimaan myyntiään vain tiettyjen sijoitusten puitteissa vaan yleensä.[1] Monituoteyrityksen laajenemiseen liittyvät mm. innovaatiot (sekä tuote- että menetelmäinnovaatiot). Ne voivat muodostaa lyhyellä tähtäimellä tavoitteen, joka edellyttää poikkeuksellista rahoitusrakennetta. Menetelmäinnovaatiot - jos ne merkitsevät yrityksen kapitalisointiasteen kasvattamista - vaikuttavat ennen muuta pitkäaikaisen pääoman haluttavuutta lisäävästi. Tuoteinnovaatioiden kohdalla taas yhteys liikevaihdon maksimointiin tulee selvimmin esille. Silloin lyhytaikaisen luoton tarve (samoin kuin niiden myöntämismahdollisuudet asiakkaille) on yritykselle ehkä hyvinkin akuutti. Lyhytaikaisten luottojen haluttavuus on edellytyksenä sille, että firma voi hankkia suurenevan tuotannon edellyttämät vaihto-omaisuuden lisäykset. Tätä varten firma voi saada myös asiakkailta ennakkoja.[2] On huomat-

---

1. Vrt. kuvioon 3, jolloin yritys pyrkii laajenemaan kokonaisinvestoinneilla mitaten yli K_1:n.

2. Taseessa nämä yhdistetään usein tilivelkoihin, mikä on omiaan liiaksi heterogenisoimaan kyseistä tase-erää.

tava, että jonkin myyntikampanjan pitkittyminen voi aiheuttaa kovassa kilpailussa sen epäonnistumisen joko osittain tai kokonaisuudessaankin.[1]

Lähinnä tuoteinnovaatioiden merkitys on siinä, että firma pyrkii löytämään paitsi täysin uutta lisämenekkiä myös substituoimaan vanhoja tuotteitaan, joiden menekkikäyrä on siinä laskuvaiheessa, jossa myynnin arvoa voi lisätä enää kasvavin mainos- yms. kuluin: yhden lisäyksikön myyminen vaatii yhä suurempia kustannuksia.[2] Ajan pitkään innovaatioiden vaikutus firman kokoon (sekä K:hon että S:ään) riippuu lopulta siitä, ovatko uudet menetelmät ja tuotteet entisiä substituoivia vai niiden lisäksi valmistettavia tuotteita.[3]

Firma pyrkii näissä oloissa ainakin tilapäisesti laajenemaan yli kuvioissa 3, 4a ja 4b esitettyjen tasapainotilojen, kuvion 3 tapauksessa esim. K_1':een. Tietty minimivoittomarginaali lienee kuitenkin aina laajenemisen rajoituksena; se on kuitenkin liikkeenjohdon harkinnassa.

Empiiriset tiedot (esim. teollisuuden tasetilastot) osoittavat, että kauppaluotolla (tiliveloilla ja -saatavilla) on varsin huomattava prosenttinen osuus yritysten rahoituslähteenä ja pääomatarpeen lisääjänä. Sillä on siksi suuri merkitys niiden "merkantiilifunktion" laajenemisessa.[4]

Kauppaluoton haluttavuus on selitettävissä paitsi itse myynnin kasvusta johtuvana myös substituuttina silloin, kun

---

1. ASZTÉLY mt. s. 75.
2. Vrt. MARRIS mt. s. 119.
3. MARRIS mt. s. 131.
4. Committee on the Working of the Monetary System, Report, ("The Radcliffe Report"), London 1959, § 299.

muulta taholta ei kyetä luottoa saamaan. Pienet ja uudet, nopeasti kasvavat firmat ovat erityisen halukkaita käyttämään kauppaluottoa niin kauan kuin niille ei ole avautunut mahdollisuuksia esim. pankkirahoitukseen.[1]

Koska tiliveloista ei yleensä peritä korkoa (ainakaan niin kauan kuin niitä ei substituoida vekseleillä), merkitsee niiden lisäys, kun tarkastellaan esim. kuviota 4b, että Δ R:n ensimmäiset, hyvin lähellä x-akselia olevat "portaat" pitenevät, ja muu osa siitä siirtyy vastaavasti oikealle.

V 2.6. Yrityksen maksuvalmiudesta

Sektiossa III 1. todettiin, että rahoitusongelma ja yritys-sektorin olemassaolo muodostavat yhden yhtenäisen ilmiön. Kotitaloudet ovat rahoitusylijäämä- ja yritykset rahoitusalijäämäsektori kansantaloudessa. Yksinkertaisimmassa tapauksessa voidaankin olettaa, että firmat laskevat liikkeelle ensisijaisia velkasitoumuksia, joita kotitaloudet ostavat. Tällöin syntyy kansantalouteen uusia "omaisuusesineitä", arvopapereita yms., jotka ovat yksinomaan kotitalouksien hallussa. Velallis-velkoja-asetelma on tällöin "puhdas", koska tietty talousyksikkö ei voi olla kuin jompikumpi.[2]

Firmojen osto- ja myyntitoiminta ("merkantiilifunktio") muodostaa nyt toisen lähtökohdan rahoitusjärjestelmän kasvulle edelleen. Rahoitusomaisuuden olemassaolo merkitsee, että myös yrityksillä on saatavia.[3] Velallis-velkoja-asetelma on nyt

---

1. Committee on the Working of ..., § 306.

2. GURLEY - SHAW mt. s. 112.

3. Näistä osan muodostaa raha, joka voidaan tulkita saatavaksi keskuspankilta. Gurley ja Shaw käyttävät siitä nimitystä "toissijaiset velkasitoumukset" (indirect securities) mt. s. 59-60.

"sekoitettu" (mixed).[1] Firman saatavat voivat olla asiakkaiden (kotitalouksien ja yritysten) lyhytaikaisia velkoja mutta myös varsinaisia lainoja muille yrityksille tahi niiden osakkeita. On syntynyt ns. luottoketjuja; erilaisten sisar- ja tytäryhtiösuhteiden tapauksissa voitaneen puhua myös rahoitusketjuista.[2]

Rahoitusomaisuus muodostaa yrityksen maksuvalmiuden eli likviditeetin perustan. Kirjallisuudessa esiintyy mitä moninaisimpia likviditeetin käsitteitä ja mittoja, jotka ovat traditionaalisen taseanalyysin pohjana yrityksissä (tai ainakin liiketaloustieteellisessä kirjallisuudessa). Kaikissa niissä on kuitenkin rahoitusomaisuus olennaisena osana. Tavallisimmat omaisuustaseeseen perustuvat mitat ovat[3]

$$\frac{\text{rahoitusomaisuus}}{\text{lyhytaikaiset velat}} \quad \text{(ns. acid-test-ratio)}$$

ja

$$\frac{\text{rahoitusomaisuus + vaihto-omaisuus}}{\text{lyhytaikaiset velat}} \quad \text{(ns. current ratio)}$$

Asztély on puolestaan esittänyt erään "dynaamisemman" likviditeetin mittaamismenetelmän, joka perustuu osittain tulostaseeseen. Käytettävä mitta on

---

1. GURLEY - SHAW mt. s. 112.

2. Kirjanpidossa ei yrityksen pitkäaikaisia finanssi-investointeja lasketa rahoitus- vaan ylimääräiseen omaisuuteen (sisar- ja tytäryhtiöiden osakkeet aineettomaan käyttöomaisuuteen). Kun firmaa tässä tarkastellaan luotto- ja rahoitusketjun renkaana, on ne oletettu kuuluviksi rahoitusomaisuuteen.

3. Näistä vain ensinmainittu antaa Suomen oloissa suhteellisen luotettavan kuvan siitä, mitä se periaatteessa mittaa. Kuitenkin jo rahoitusomaisuudessa ovat ongelmana sellaiset "epävarmat saatavat", joista yrityksellä ei ehkä ole tietoakaan. Jälkimmäisen käyttö edellyttää, että piilovaraukset kyetään lisäämään vaihto-omaisuuteen.

$$\frac{|\text{rahoitusomaisuus - lyhytaikaiset velat}|}{|\text{voitto + poistot}|} \times 365 ,$$

jonka dimensiona on aika päivissä. Mikäli osoittaja (ilman itseisarvomerkkejä) muodostuu negatiiviseksi, voidaan tämän avulla laskea, kuinka kauan kestää, ennenkuin eräiden olettamusten vallitessa yrityksen kyseisten nopeakiertoisten omaisuus- ja pääomaerien välinen vajaus saadaan peittymään. Riippuen siitä, miten pitkäksi aika muodostuu, on yrityksen saatava vastaavan pituista lisäluottoa tai pidennyksiä omien velkojensa maksamiseen. Tällainen tilanne syntyy eritoten nopeasti laajenevassa yrityksessä, jonka kannattavuus saattaa olla hyväkin mutta jonka maksuvalmius pyrkii heikkenemään.[1]

Likviditeettianalyysin tärkein tehtävä onkin yksittäisen yrityksen kannalta sen ennustaminen, milloin se voi muuttaa rahaksi lähinnä nopeakiertoisia omaisuusesineitä saadakseen maksuvälineitä menojensa maksamiseen. Tätä tarkoitusta palvelevat lyhyen ajan rahoitusbudjetit, jotka perustuvat kassamaksujen ennakointiin. Liikkeenjohto joutuu tarkastelemaan rahoitusomaisuuden (saatavien) erääntymisjakautumaa ja ennakoimaan siltä pohjalta kassaanmaksut. Tämä olisi suhteellisen helppo tehtävä, jos saataviin ei sisältyisi minkäänlaista tappionvaaraa, ts. ainoastaan aikatekijä vaikuttaisi luottojen heterogeenisuuteen. Tällaisen "aikataulun" asettaminen odotettujen tai olemassa olevien

---

1. Päinvastainen tilanne voi syntyä firmassa, joka alkaa muuttua stagnaattiseksi ja rupeaa tuottamaan tappiota. Tällöin vapautuu rahaa, joka aikaisemmin on ollut sidottuna tarvittuihin suurempiin varastoihin ja saataviin. Yllämainitun suhdeluvun osoittaja (ilman itseisarvomerkkejäkin) on nyt positiivinen. Myös nimittäjä (ilman itseisarvomerkkejä) voi aluksi siellä pysyä positiivisena, koska ylimääräiset poistot ja piilovaraukset paljastuvat voitossa. Nimittäjän muuttuessa negatiiviseksi, voidaan tämän tunnusluvun avulla laskea, kuinka kauan firma vielä pysyy pystyssä hyvän maksuvalmiutensa turvin. Ks. asiasta tarkemmin ASZTÉLY mt. s. 27-29.

velkojen erääntymisjakautumaa vastaan paljastaa välittömästi mahdollisen lisäluoton tarpeen ja ajankohdat, jolloin yrityksellä on mahdollisuuksia sijoittaa "liikeneviä varojaan" muualle (lisätä ylimääräistä omaisuuttaan).[1] Koska saataviin liittyy aina eriasteisia riskejä, ts. ei vallitse täydellistä tietämystä tulevaisuudesta, joutuu yritys säilyttämään osan rahoitusomaisuudestaan muodossa, jonka erääntymisaika eli maturiteetti on = 0, siis rahana ja vaadittaessa maksettavina pankkitalletuksina.[2]

Yrityksen eräänlaisena ihannepäämääränä olisi sellainen rahoitus- (ja mahdollisesti vaihto-) omaisuuden erääntymisjakautuma, että firma lainanantajana ei kärsisi pääomatappioita tai tulojen menetyksiä. Edelliset johtuivat siitä, että firma lainanantajana joutuisi irtisanomaan ennen määräaikaa pitkäaikaisia saataviaan (esim. maksaakseen omia velkojaan) ja jälkimmäiset siitä, että se joutuisi sijoittamaan varojaan sellaisiin lyhytaikaisiin saataviin, joilla on taipumusta muuttua epävarmoiksi tai jäätyä pitkiksi ajoiksi. Toisaalta firman lainanottajana tulee koettaa saada velkojen erääntymisjakautuma sellaiseksi, ettei liian lyhytaikaisten lainojen uusiminen aiheuta pääomakustannusten nousua entistä epäedullisempien ehtojen takia. Liian pitkäaikaiset lainat taas aiheuttavat "turhia" pääomakustannuksia, mikäli niitä ei ole mahdollisuus maksaa takaisin ennen määräaikaa.[3] Viimeksi mainitussa

---

1. Vrt. kuvio 1, s. 29 ; ks. m. VIRKKUNEN ma. s. 139 (soliditeetti-käsite).

2. Kysymys on tällöin ns. varovaisuusvaikuttimesta, joka on eräs yleisön "setelipreferenssiin" vaikuttavista tekijöistä (liiketoimi- ja havitteluvaikuttimen ohella). Tässä vaiheessa ei kuitenkaan puututa tähän likviditeetin suppeaan käsitteeseen, jota voidaan mitata esim. rahan ja muiden rahoitusomaisuuserien tahi rahan ja kaikkien muiden omaisuuserien välisellä suhteella. Ks. sen sijaan s. 68-69.

3. Ks. NEWLYN mt. s. 110; Newlyn on tältä pohjalta kehittänyt käsitteen "maturiteettilikviditeetti", ks. mt. s. 119-122.

tapauksessakin firman voitaneen sanoa tulleen "ylikapitalisoiduksi" (ks. s. 33).

V 3. Rahoituspääomien haluttavuutta rajoittavia tekijöitä

Tässä sektiossa tarkastellaan niitä yrityksestä itsestään peräisin olevia syitä, jotka vaikuttavat sen, että rahoituspääomien kysyntä lakkaa jo ennen pisteiden K_1 tai K_2 saavuttamista (kuviot 3, 4a ja 4b) tai ainakin ennenkuin liikevaihdon maksimoija saavuttaa tavoitteensa. Kun tarkastellaan kunkin rahoitusmuodon kysynnän puutetta kerrallaan, on kysyntää vaikea täysin erottaa saatavuusongelmasta (ks. VI lukua). Kysymys on nimittäin lähinnä yrityksen rahoitusrakenteen sopivuudesta, tässä vaiheessa sen itsensä näkökulmasta. Jos liikkeenjohto asettaa esim. rahoitusrakenteelle tiukat normit, merkitsee se, että esim. oman pääoman saatavuuden puute aiheuttaa myös velkautumishaluttomuutta. Mikäli yritys on jo saavuttanut jonkin edellä mainituista tavoitteista tai on muuten stagnaattinen omistajien tai liikkeenjohdon tulevaisuuteen kohdistuvan epävarmuuden tunteen vuoksi, vaikuttaa tämä laajenemishaluttomuus yhtä hyvin kaiken lisärahoituksen kysyntää lamauttavasti.

V 3.1. Velkautumishaluttomuus

Velkautumishaluttomuutta (reluctance of debt, aversion to debt) voidaan yleisesti motivoida omistajien kunnianhimolla "tulla omillaan toimeen".[1] Edelleen yritys pyrkii ehkä vahvistamaan (konsolidoimaan) rahoitusrakennettaan pienentämällä debt-equity-suhdetta L/N.[2] Tätä kehityspyrkimystä liikkeenjohto voi

1. ASZTÉLY mt. s. 76.

2. Tässä oletetaan, ettei firma suorita ylimääräisiä poistoja eikä muodosta piilovarauksia, jotka näkymättöminä erinä vahvistavat yrityksen asemaa.

puolustaa esim. seuraavanlaatuisilla syillä. Ensinnäkin suhdeluvulle L/N voidaan asettaa yläraja, jonka perusteena on vain jokin kokemukseen pohjautuva normi. Toiseksi voidaan pyrkiä seuraamaan koko kyseisen toimialan vastaavaa keskimääräistä suhdelukua. Sitä jo voidaan suhdannetilanteen tms. mukaan aina jonkin verran muuttaa muita tavoitteita vähemmän rajoittavaksi. Kolmanneksi voidaan olettaa, että omistajat haluavat etenkin pienissä firmoissa itse kantaa ainakin suurimman osan yrittäjän riskistä, joka kohdistuu kaikkeen yritykseen sidottuun pääomaan. Myös suuressa firmassa liikkeenjohto mahdollisten tappioiden (tai peräti konkurssin) uhatessa ja tapahtuessa pitää suotavana, että tieto siitä leviää mahdollisimman suppealle alueelle.[1] Neljänneksi tämän mitan relevanttisuutta velkautumisen osoittimena on perusteltu sillä, että voiton stabiilisuus vuodesta toiseen kärsii, ts. voiton osuus kokonaistuotosta (V) vaihtelee sitä enemmän mitä suurempi tämä suhdeluku on.[2] Korothan voidaan sisällyttää yrityksen kiinteisiin kustannuksiin. Jos niiden osuus kaikista kustannuksista suurenee, niin voitto ja investointien sekä oman pääoman tuottoaste automaattisesti pienenee. Kokonaistuottoasteen vaihtelut voivat johtua esim. yrityksen tuotteiden menekin suhdanneherkkyydestä. Voiton huomattava pienentyminen uhkaa myös osingon tasaisuutta.

Jos tarkastellaan tilannetta, jossa syntyy peräti tappiota kaavan (4) (vrt. s. 48)

(4) $$r_n = \frac{K}{N}(r_k - r_1) + r_1 ,$$

---

1. LINDBECK mt. s. 72-73.

2. TIBOR SCITOVSKY Welfare and Competition, London 1952, s. 195-196.

kuvaaman tilikauden lopussa niin voidaan päätellä, että voiton muuttuessa negatiiviseksi eli kun P (= $r_n N$) $<$ 0, myös $r_n < 0$[1], mistä seuraa, että $V < R$[2], ts. korkoja joudutaan maksamaan K:ta (itse asiassa N:ää) pienentäen. Tämä merkitsee myös, että erotus $(r_k - r_1) < 0$ eli $r_k < r_1$. Jos kuitenkin $r_k > 0$, niin yritys joutuu maksamaan vain osan koroista K:ta pienentäen. Jos sen sijaan $r_k < 0$, mistä seuraa, että V $(= r_k K) < 0$, joutuu yritys maksamaan kaikki korot K:ta (N:ää) pienentäen.

L:n muodostaessa suurimman osan firman rahoituksesta on ääritapauksessa mahdollisuus, että firma tulee maksukyvyttömäksi, ts. erotus (K - L) muodostuu negatiiviseksi, jolloin on seurauksena konkurssi. Kuviossa 1 (s.29) tätä vastaa tilanne, jolloin käyrä C menisi käyrän D alapuolelle (mikä on kuitenkin mahdotonta). Hieman lievempi tapaus on se, että (K - L):n pysyessä positiivisenakin firma ei kuitenkaan pysty suoriutumaan velkojen kuoletuksista ja koroista (tai uusimaan velkoja edelleen tai uusiminen on mahdollista vain entistä epäedullisemmin lainaehdoin), ts. kuviota 1 katsottaessa käyrien C ja D pystysuora erotus ei kriittisellä hetkellä ole riittävän suuri vaikkakin "positiivinen". Tässäkin tilanteessa firma yleensä joutuu lopettamaan toimintansa ja tulee likvidoiduksi (tai myydyksi kokonaisuutena velkojille).[3] Lainsäädännössä puhutaan tällöinkin konkurs-

---

1. K, N ja r_1 ovat ilman muuta positiivisia.

2. Voidaan otaksua, että verot sisältyvät P:hen, mikä kuitenkin on irrelevantti seikka, koska voiton ollessa negatiivinen ei verojakaan tule maksettavaksi.

3. Yrityksen "arvo" riippuu tällöin ratkaisevasti siitä, joudutaanko se myymään "pala palalta" vai kokonaisena tuotantolaitoksena, missä tapauksessa se voinee jatkaa toimintaansa jokseenkin häiriöttä vain omistajaa vaihtaen. Erikoiskoulutuksen saaneen henkilökunnan "henkisen pääoman" arvo saattaa olla samalla tavoin vaakalaudalla. Käyrien C ja D erotuksen "positiivisuus" riippuu lopultakin tästä arvostuksesta.

sista. Tämä vaiheen uhatessa yritystä tietyt luotonantajat voivat olla halukkaita tukemaan sitä lisälainoilla, mikäli he uskovat tappioiden tilapäisyyteen, ja toivovat ehkä pelastavansa yrityksen konkurssilta. Nämä lainanantajat kuitenkin yleensä vaativat jo määräysvaltaa yrityksen johdossa ja seuraavat tiukasti sen kehitystä ja suunnitelmien toteutumista.[1]

Kalecki on jo 1930-luvulla esittänyt "lisääntyvän riskin" periaatteen[2], johon jo edellä on ohimennen viitattu ja joka perustuu yrityksen rahoitusrakenteen (suhteen L/N) sekä maksuvalmiuden tarkasteluun. Yrityksen laajentuessa (K:lla mitaten) lisääntyvä riski kohdistuu omistajien kannalta nimenomaan vakiona pysyvään tai vierasta pääomaa suhteellisesti hitaammin kasvavaan omaan pääomaan. Jos yrityksen voitto jossain vaiheessa pienenee, liikkeenjohto (tai omistajat) näkevät korkomaksujen olevan viime kädessä siihen syynä, ja ne voivat aiheuttaa jopa konkurssin. Se, että konkurssi voi syntyä (K - L):n ollessa positiivinenkin, osoittaa, että liikkeenjohdon on tarpeellista tarkkailla paitsi rahoitusrakennetta verrata myös aktiiva- ja passiivapuolta toisiinsa ja nähdä täten rahoituksen käyttötarkoituksittainen jakautuminen staattiselta näkökannalta.[3]

Jos firman maksuvalmiutta mitataan suhteella[4]

$$\frac{\text{rahoitusomaisuus}}{\text{muu omaisuus}},$$

1. MARRIS mt. s. 8.

2. M. KALECKI The Principle of Increasing Risk, Economica, Vol. IV, N:o 16, November 1937, s. 440-447. Ks. m. SAMA Theory of Economic Dynamics, London 1954, s. 91-95.

3. Vrt. VIRKKUNEN ma. s. 151.

4. Tätä tarkastelua koskee s.:n 62 alav. 3:n huomautus.

voitaisiin maksuvalmiuden katsoa paranevan rahoitusomaisuuden suhteellisen kasvun myötä. Makrotaloudelliselta kannalta näyttäisi yrityksillä olevan näin mahdollisuus parantaa maksuvalmiuttaan lisäämällä jatkuvasti keskinäisiä luottosuhteitaan. Suhde L/N alkaa kuitenkin vaikuttaa riskiä lisäävästi ja velkautumishalukkuutta ehkäisevästi.[1] Näin yrityksen rahoitusrakenne toimii firman epätervettä luotonantoa ehkäisevänä voimana.

Kalecki esittää tosin eräänä lisääntyvää riskiä lieventävänä mahdollisuutena sen, että jos firma suhteen L/N kasvaessa sijoittaa osan saamistaan pääomista muihin kohteisiin, esim. varman tuoton antaviin obligaatioihin, se voi saada varsinaisesta toiminnastakin tappiota kärsineenä kuitenkin kokonaisinvestoinneistaan voittoa.[2] Yrityksen olemassaoloa ei kuitenkaan voitane puolustaa, mikäli sen kannattavuus pitkällä tähtäimellä perustuu tällaiselle systeemille.

V 3.2. Oman pääoman haluttavuuden puute

Yrityksen omaan pääomaan kohdistuva riski voi lisääntyä myös osakeannin yhteydessä, jos se aiheuttaa investointien tai oman pääoman tuottoasteen pienenemisen (ylikapitalisointia). Yrityksen absoluuttinen voitto P saattaa kyllä lisääntyä mutta suhteellisesti vähemmän kuin sitä vastaavat kokonaisinvestoinnit osakeannin johdosta kasvoivat.[3] Näin tapahtuva kannattavuuden heikkeneminen on omiaan alentamaan markkinoilla noteerattujen osakkeiden kurssia.

Toisena osakeantihalukkuutta vähentävänä tekijänä on mainittava se, että yrityksen siihenastiset omistajat ja/tai liikkeen-

---

1. NEWLYN mt. s. 124.
2. KALECKI Theory of Economic Dynamics, s. 92.
3. KALECKI mt. s. 93.

johto eivät halua omistajien piiriä laajennettavaksi. Vanhoilla osakkailla on tosin osakeanteihin etuoikeus ja toisaalta firman, jonka sitoumuksia noteerataan markkinoilla, on mukauduttava omistajien vaihtuvuuteen muutenkin. Tämä aiheuttaa epävarmuutta suunnitelmien toteuttamisessa, jos liikkeenjohtoa tukevat piirit jäävät omistajien keskuudessa vähemmistöön. Mikäli toisaalta vanhat, lähinnä sijoittajaosakkaat eivät ole halukkaita sijoittamaan enempää varojaan kyseiseen yhteen firmaan, on osakeantien menestymisen ehtona uusien omistajien "hyväksyminen".

Kolmantena ja ehkä tärkeimpänä tekijänä, joka vähentää yrityksen halukkuutta käyttää omaa ulkoista rahoitusta, on se, että oman pääoman kustannukset ovat verotuksen johdosta huomattavasti suuremmat kuin vieraan. Koska lainojen korot ovat vähennyskelpoinen erä verotuksessa, merkitsee se todellisen korkoprosentin alentumista veroprosentin osuudella. Osinkojen osalta firman oman pääoman kustannusten mitaksi muodostuu juuri osinkoprosentti. Jos sen sijaan osingotkin olisivat vähennettävissä veronalaisista tuloista, olisivat pääomien kustannukset tässä mielessä yhtä suuret.[1]

Jos taas tarkastellaan firman kokonaistuoton (V) jakautumista voiton (P)[2], korkojen (R) ja verojen (T) kesken, on R:n suureneminen omiaan pienentämään T:tä ja P:n suureneminen taas lisää myös T:tä olettaen, että vallitsee edellisessä kappaleessa ensimmäiseksi mainittu tilanne. Jos toisaalta tällöin veroprosentti olisi esim. 50, olisi firman oman pääoman tuottoasteen oltava kaksinkertainen verrattuna vieraan rahoittajan saamiin korkoihin, jotta faktisesti vallitsisi yhtäsuuruus $r_1 = r_n$.[3]

---

1. VALVANNE - LASSILA ma. s. 294-296, 304.
2. Voitto ei sisällä nyt veroja.
3. DEAN mt. s. 50-51.

Usein myös ulkoisen ja erityisesti osakepääoman kertakaikkiset hankkimiskustannukset leimeveroineen ym. ovat huomattavat verrattuna itserahoitukseen.

Itserahoituksen osalta oman pääoman kysynnän puutetta voitaneen selittää omistajien haluttomuudella laajentaa firmaa ja/tai saada mahdollisimman suuria osinkotuloja käytettäväksi muihin sijoituksiin. Toisaalta kuitenkin runsaiden osinkojen avulla voidaan myös luoda pohjaa ulkoisen rahoituksen saatavuudelle edullisin ehdoin: suurilla osingoilla on taipumusta nostaa yrityksen osakkeiden kurssia, jolloin se voi emittoida uusia osakkeita niiden nimellisarvon ehkä huomattavastikin ylittävään kurssiin ja kartuttaa siten samalla rahastojaan.

VI RAHOITUSPÄÄOMIEN SAATAVUUDEN ONGELMA

Pääomien saatavuudella (availability of funds) tarkoitetaan yleisesti niiden tarjontaa kysyjän kannalta katsottuna. Saatavuuteen vaikuttavien tekijöiden tutkiminen olisi yksittäisen yrityksen kohdalla melko yksinkertaista, jollei yrityksen sisältäpäin olisi vaikuttamassa erilaisia haluttavuuskattoja kunkin rahoitusmuodon kohdalla. Näillä rajoituksilla on taipumuksena pienentää yrityksen kannattavuutta ja/tai estää koon (esim. liikevaihdon) maksimointi. Rahoitusmuotojen heterogeenisuuden vuoksi joudutaan saatavuudenkin tarkastelu jakamaan osiin rahoitusmuotojen päälajien mukaan, mistä seuraa, ettei sitä voida suorittaa yksinomaan kysyjän kannalta.

VI 1. Vieraan pääoman saatavuus

Lainanantajan näkökulmasta saatavuutta (tarjontaa) voidaan luonnehtia lainanantohalukkuudeksi, joka riippuu lähinnä kysytyn lainan tuotosta, laina-ajan pituudesta sekä lainanottajan luottokelpoisuudesta. Viimeksi mainitun seikan arviointi voi tapahtua joko erityisten ulkopuolisten luottotietojen tai kysyjän kanssa käytyjen neuvottelujen perusteella. Näissä tapauksissa on yleensä kyse lainasta, jonka tietty henkilö tai talousyksikkö antaa yritykselle tämän yksityiskohtaisten suunnitelmien pohjalta. Ehtona on useinkin, että lainanantajaa informoidaan yrityksen taholta siitä, miten suunnitelmat toteutuvat. Paitsi yksityisten henkilöiden antamiin lainoihin tämä pätee erityisesti pankkeihin, jotka usein pyrkivät asiakkaittensa kanssa, mikäli nämä ovat vähänkin pitempiaikaista tai toistuvaa luottoa tarvitsevia, luottamuksellisiin suhteisiin. Lainanantaja pyrkii ja ehkä pystyykin

vain täten vakuuttautumaan lainanottajan luottokelpoisuudesta ja, milloin esim. rahalaitosten välillä vallitsee kova kilpailu asiakkaista, myös pitämään asiakkaansa omanaan.[1] Tällöin sillä on mahdollisuus esiintyä myös yrityksen neuvonantajana ja informaattorina tätä kiinnostavissa taloudellista kehitystä ja keskuspankin rahapolitiikkaa koskevissa kysymyksissä.

Sen sijaan markkinoilla vaihdettavissa olevan yrityksen velkasitoumuksen tai osakkeen kulloisellakin haltijalla ei yleensä ole eikä useimmiten ole mahdollisuuksiakaan saada tietoja yrityksestä, mihin ainakin osakkaalla - jopa tilapäisosakkaalla (ks. s, 15-16) - voitaisiin katsoa olevan oikeus, vaan hänen tuntemuksensa firman tilasta perustuu pelkästään julkaistuihin tietoihin. Velkasitoumuksen markkinoitavuus on kuitenkin etu, jota ei henkilökohtaisiin suhteisiin perustuvan lainan antajalla ole. Lainan, jonka merkkinä ovat markkinoitavissa olevat arvopaperit, pituudella ei ole samaa merkitystä papereiden kulloisellekin haltijalle kuin yksittäisen rahoittajan antaman lainan. Markkinahinta on osoituksena yleisön käsityksistä yrityksen tilasta ja mahdollisuuksista kunakin ajankohtana; velkasitoumuksista saatava efektiivinen tuotto riippuu siitä.[2] Yrityksen pääomakustannukset

---

1. JAAKKO LASSILA Rahalaitosten käyttäytymisestä ja luottoekspansiosta yksinkertaisilla rahoitusmarkkinoilla, Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, sarja B:25, Helsinki 1966, s. 87.

2. Jos velkasitoumuksen markkinahinta (kurssi) on k ja nimelliskorko z, niin efektiivinen korko voidaan helposti laskea kaavasta

$$r = \frac{100z}{k} .$$

Mikäli markkinahinta yhtyy velkasitoumuksen nimellisarvoon, joka olkoon 100, on $r = z$. Jos taas $k < 100$, niin $r > z$, jos $k > 100$, niin $r < z$. Ks. SCHNEIDER III, s. 74, alav. 2.

tältä osin taas riippuvat sen aikanaan saamasta todellisesta rahamäärästä, siitä, mihin kurssiin se oli myynyt sitoumuksensa. Markkinahinnasta yritys voi myös päätellä mahdollisuuksistaan saada lisää rahoituspääomia sitä tyydyttävin ehdoin.

Yritykselle itselleen lainojen erääntymisen aikajakautuma on yleensä relevantti, mutta lainanantajalle se on vain silloin, kun velkasitoumus ei ole markkinoitavissa edelleen. Myöskään yritykselle lainojen erääntymisajat eivät ole tärkeitä siinä tapauksessa, kun mitään saatavuuskattoa ei ole olemassa, vaan se kykenee tyydyttämään kaiken haluamansa kysynnän.[1]

Seuraavassa olkoot lähtökohtana kuvioiden 4a ja 4b Δ R-käyrät, jotka voidaan tulkita myös rahoituspääomien tarjontakäyriksi. Näissä kuvioissa käyriä tarkasteltiin (yrityksen kannalta) lähinnä siten, että korkokanta oli rahoituspääomien määrän funktio. Nyt funktiosuhde oletetaan käänteiseksi: tarkastellaan siis K:ta korkokannan funktiona. Velkarahoituksen saatavuuden puute tulee aktuelliksi silloin, kun yritys toteaa kuvion 4a tapauksessa Δ R-käyrän kääntyvän pystysuoraksi tai kuvion 4b tapauksessa havaitsee seuraavan portaan olevan "äärettömän korkealla". Tällöin eivät pääoman kustannukset ole enää olennaisia, ts. rahan kalleus tai halpuus, vaan sen kireys.[2] Firma ei pysty enää millään korolla saamaan kaikkia haluamiaan pääomia: markkinat (ei ainoastaan kilpailu) ovat epätäydelliset.[3] Raja-

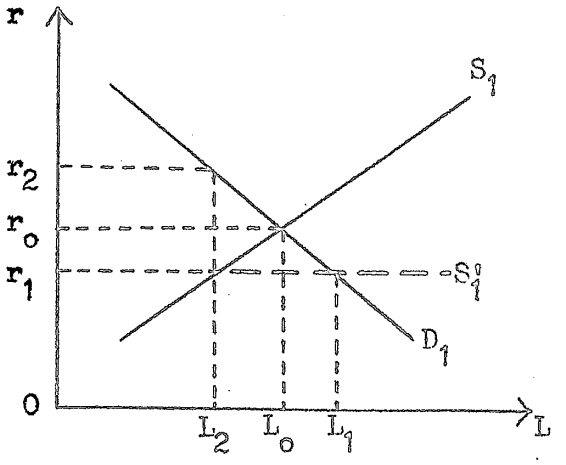
---

1. NEWLYN mt. s. 129.

2. NEWLYN mt. s. 131. Ajatellen koko yrityssektoria makrotasolla merkitsee näin syntynyt saatavuuskatto tyydyttämättömien lainankysyjien ainaista olemassaoloa. Osa heistä saattaa olla ikuisia "jonottajia", ks. NEWLYN mt. s. 131-132 ja J.M. KEYNES Treatise on Money, Vol.I, Edinburgh 1930, s. 212.

3. Ks. s. 54 alav. 3 .

tapauksessa voi epätäydellisilläkin markkinoilla vallita vain yksi institutionaalisesti määrätty korkokanta (pääoman hinta)[1], jolla kaikki tarjoojat ovat valmiita antamaan lainoja, mutta määrällisesti vain tiettyyn rajaan asti.[2] Tavallisempi tilanne on kuitenkin se, että käyrä on porrasmainen. Tällöin kukin porras voidaan tulkita saatavuuskatoksi tiettyyn lainanantajaan nähden - joskin on myös mahdollista, että sama rahoittajakin harjoittaisi korkodifferentiointia lisälainojen suhteen - kunnes epätäydellisillä markkinoilla viimeinen porras on äärettömyydessä. Δ R-käyrän noustessa yli Δ V:n voidaan tietysti sanoa, että yritys on nytkin saanut kaikki haluttavuutensa mukaiset pääomat, joista se on ollut valmis maksamaan vaaditut korot. Siinä tapauksessa, että firman johto on täydellisesti tietämätön lainanantajien muusta pääomien tarjonnasta, voidaan tämän katsoa pitävän paikkansa, mutta jos firma on tietoinen koron jäykkyydestä ja siitä seurauksena olevasta luotonannon määrällisestä rajoituksesta itseensä nähden, on kysymys "saatavuuskatosta".



Kuvio 6.

1. Käsite "hinta" esiintyy tekstissä eri merkityksissä. Milloin puhutaan velkasitoumusten markkinahinnasta, tarkoitetaan tietenkin niiden kurssia, kun taas korkokantaa voidaan kysyjän kannalta luonnehtia pääoman "hinnaksi".

2. LINDBECK mt. s. 96.

Korkokannan jäykkyyttä voidaan tarkastella yllä olevan kuvion 6 valossa.[1] Siinä käyrä S_1 kuvaa rahoittajan tarjontaa eri korkokantojen vallitessa ja D_1 vastaavasti yrityksen kysyntää. Tasapainopiste on käyrien leikkauspiste korkokannan ollessa r_o ja luoton määrän, jota yritys kysyy, L_o. Jos korkokanta on etukäteen määrätty joko tarjoojan itsensä taholta tai jonain kollektiivisena tai institutionaalisena päätöksenä tasapainotilan alapuolelle, esim. tasolle r_1, on rahoittaja valmis tarjoamaan vain L_2:n verran. Koska yritys olisi tästä määrästä valmis maksamaan r_2:n mukaan, aiheuttaa koron jäykkyys lainanantajalle (L_2O x r_1r_2):n suuruisen menetyksen.[2] Koron kiinninaulaaminen r_o:aa alemmalle tasolle aiheuttaa sen, että luotonantajaa vastassa on kyseisen yrityksen taholta jatkuvasti liikakysyntä, jota kuviossa 6 edustaa väli L_2L_1.

Korkokannan jäykkyyttä voidaan rahoittajan näkökulmasta perustella sillä, että hänen pyrkimyksensä on säilyttää tietty pitkän tähtäimen "good-will" sekä asianomaiseen että muihin yrityksiin, ts. ettei hän halua esiintyä "koronkiskurina". Rahoittajan tarjontakäyrä olisi siis itse asiassa S_1':n muotoinen ja jatkuisi siihen asti, mihin hänellä on mahdollisuuksia sijoittaa varojaan. Tällöin eivät pelkät lainanantajan "lyhyen tähtäimen hyötynäkökohdat" ole enää määräävinä. Kyseiseen yritykseen nähden rahoittajan potentiaalinen tarjontakäyrä olisi kuitenkin S_1, mikä joh-

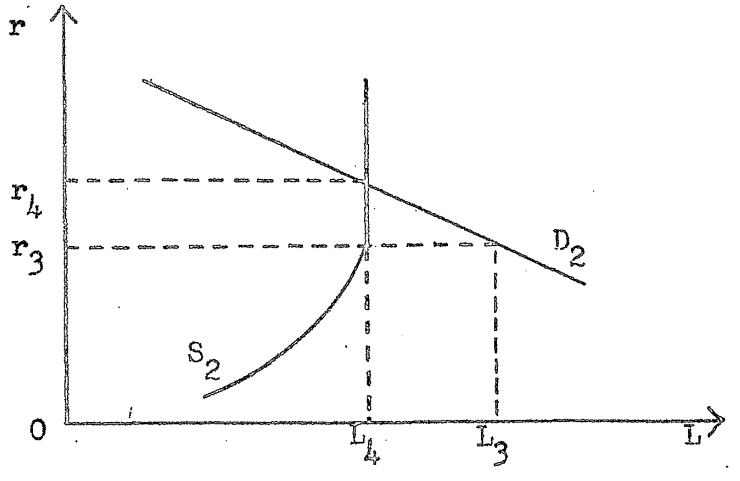
---

1. LINDBECK mt. s. 238 ja seur.

2. Käytännössä on hyvin vaikeaa kuitenkin osoittaa, miten paljon joku olisi vielä valmis maksamaan, jos sitä ei häneltä vaadita. Tässä piilee sama heikkous, joka vaivaa esim. MARSHALLin oppia kuluttajan jäämästä, ts. että kuluttaja olisi valmis mamsamaan ensimmäisistä kysymistään tietyn hyödykkeen eristä enemmän kuin seuraavista rajahyödyn vähentyessä. Tilanne on toinen, jos rahoittaja ensin päättää määrästä L_2, jonka jälkeen kysyjä "tarjoaa" maksavansa korkoja r_2:n mukaan.

tuisi hänen osaltaan lisääntyvästä riskistä (ks. sektio V 3.1.) siinä tapauksessa, että hän pysyttäytyisi vain tämän yhden yrityksen rahoittajana.

Luoton tarjontakäyrän kääntyminen täysin pystysuoraksi on esitetty kuviossa 7:[1]



Kuvio 7.

Tässä ei siis ole kyse korkokannan jäykkyydestä, vaan siitä, että lainanantaja ei katso mitään korkokantaa riittäväksi kompensoimaan sitä lisääntyvää riskiä, joka syntyisi luotonannon laajentamisesta yli L_4:n. Voi olla esim. niin, ettei yrityksen taholta esitetty korko- ja kuoletusmaksusuunnitelma paina lainanantajan näkökulmasta katsoen paljonkaan, ts. rahoittajan omalla maturiteettilikviditeetillä ei ole tältä osin juuri merkitystä, koska hetkellä, jolloin firma tulee maksukyvyttömäksi, menettävät lainaaikojen pituudet mielekkyytensä. Täten siis rahoittaja voi kieltäytyä myöntämästä luottoa, vaikka yritys lupautuisi maksamaan hyvinkin korkean koron.

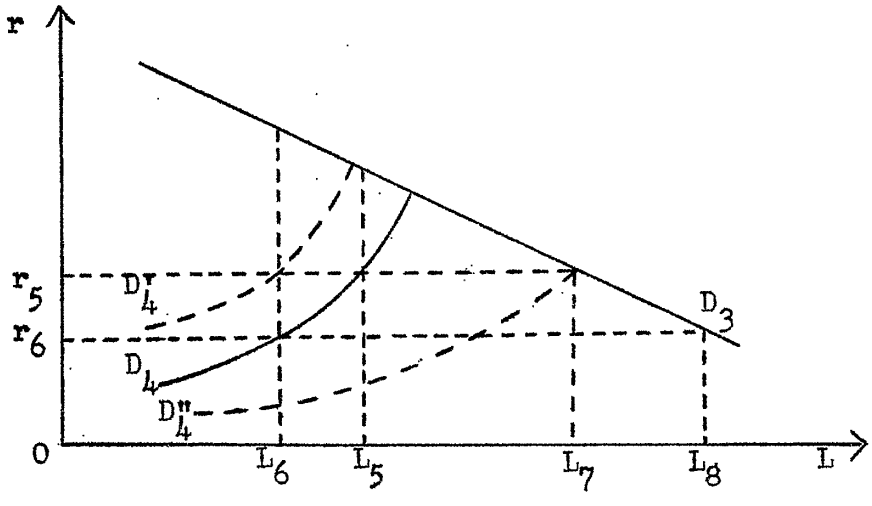
Edellisen kuvion "koron jäykkyys"-ilmiö voidaan yhdistää

1. LINDBECK mt. s. 238 ja seur.

tähän tapaukseen olettamalla korkokanta määrätyksi r_3:een, joka käyrällä S_2 vastaa sen pystysuoran osan alkupistettä. Yritys olisi valmis maksamaan r_4:n mukaan. Toisaalta lainanantaja ei ole halukas laajentamaan enää luotonantoaan esim. r_3:lla (eikä millään muullakaan korolla) L_3:een.

Kuvioiden 6 ja 7 välinen suurin asiallinen ero on siinä, että edellisessä niistä luottokelpoinen luotonanto on määrätty heti, kun korkokanta on lyöty lukkoon. Kuviossa 7 pätee sama paitsi käyrän S_2 joustamattomalla osalla, missä korkokanta on epämääräinen. Sen sijaan itse käyrän joustamattomuus aiheuttaa määrällisen rajoituksen.

Lassila on tarkastellut samaa ongelmaa[1] kuin Lindbeck. Hän esittää suunnilleen kuviota 7 vastaavan kuvion[2] (alla kuvio 8),



Kuvio 8.

mutta nimittää S_2:ta vastaavaa käyrää luottokelpoisen rahoituksen k y s y n t ä käyräksi (kuviossa 8 käyrä D_4). Kysymyshän on siitä,

1. LASSILA mt. s. 89 ja seur.
2. LASSILA mt. s. 91.

minkä osan (yrittäjän investointilaskelmiin perustuvasta[1]) kysynnästä luotonantaja arvostaa edustavan sitä varmuustasoa (tai enimmäisriskiä), jolla hän eri korkokantojen vallitessa on valmis myöntämään luottoa, ts. luotonantajan tarjonnasta. Todettakoon siis vielä, että luottokelpoisuuden arvioinnin voidaan yhtä hyvin kuin yrityksen kysynnänkin katsoa perustuvan tulevaisuuden odotuksiin. Tietyn luotonantajan kannalta sitä voidaan pitää systemaattisena valintakriteerinä eri pääomien kysyjiin nähden.

Tarkastellaan vielä kuvion 8 avulla luottokelpoisuutta ja luotonannon säännöstelyä. Jos korkokanta on kiinteä r_5, niin rahoittaja on halukas tarjoamaan L_5:tä vastaavan määrän. Väli L_5L_7 edustaa nyt ns. hintateoreettista liikakysyntää.[2] Jos koron lisäksi myös luoton määrä on lyöty lukkoon, esim. L_6:een, mikä lopultakin on kai tavallisin tilanne sekä yksityisen luotonantajan että rahalaitoksen kohdalla (kunakin hetkenä), joutuu lainanantaja säännöstelemään myös luottokelpoista luottoa. Väli L_6L_5 merkitsee ns. luottokelpoista liikakysyntää, jota on tässä tapauksessa olemassa hintateoreettisen liikakysynnän ohella. Tämänlaatuisesta säännöstelystä rahoituksen tarjooja pääsee lyhyellä tähtäimellä irtautumaan vain alentamalla koron aina r_6:een, jolloin toisaalta yrityksen hintateoreettinen liikakysyntä on kuitenkin laajentunut (L_6L_8):n mittaiseksi. Tässä tilanteessa rahoittajan on toisaalta helppoa kiristää lucttokelpoisuusehtojaan, jolloin käyrä D_4 nousee asemaan D_4'. Jos rahoituspääoman tarjooja ei näin menettele ja jos hänellä on useita kysyjiä, hän diskriminoi tietoisesti heistä eräitä, mitä voidaan motivoida eri tavoin

---

1. Oletetaan, että yritys käyttäytyy omasta puolestaan rationaalisesti, jolloin käyrän D_3 otaksutaan esittävän todella "perusteltavissa olevaa" kysyntää.

2. LASSILA mt. s. 92.

kuten "vanhoilla hyvillä suhteilla" jne.

On esitetty myös näkemys, että hintateoreettinen luotonannostelu, jonka aiheuttajana ovat luottokelpoisuusehdot tai koron jäykkyys, olisi tiettyyn yritykseen nähden vain lyhytaikaista, johon lainanantajat turvautuvat kysynnän jossain vaiheessa lisääntyessä, kunnes he päättävät korottaa koron uudelle tasapainotasolle ja/tai helpottaa luottokelpoisuusvaatimuksiaan. Viimeksi mainitussa tapauksessa käyrä D_4 laskeutuu asemaan D_4''.[1] Kysymys olisi siis vain jonkinlaisesta "tutustumisviivästyksestä" ennen tasapainotilaan pääsemistä.

VI 2. Oman pääoman saatavuus

Oman ulkoisen rahoituspääoman (osakepääoman) saatavuuden tutkiminen vaatisi niiden seikkojen selvittämistä, joiden perusteella yksityinen henkilö tai yritys tekee valintoja eri sijoitusmuotojen välillä. Edellisen sektion alussa mainittiin joitakin yleisiä seikkoja, joiden perusteella lainanantaja suorittaa lainanantopäätöksensä. Koska yrityksen omaa pääomaa ei rasita takaisinmaksuvelvollisuus, merkitsee omistajaksi tulo sitoutumista yrityksen rahoittajaksi tavallisesti hyvin pitkäksi ajaksi. Tämä pätee niin kauan kuin yrityksen osakkeita ei ole markkinoilla noteerattavana ja vaihdettavana.

Jos osake ei ole yleisesti markkinoitavissa, vaatii rahoittaja yleensä sijoitukseltaan jatkuvan ja tasaisen tuoton. Osakerahoituksen kustannuksina hänen kannaltaan voidaan pitää sitä diskonttokorkoa, jonka mukaan hän arvioi saavansa sijoituksestaan

---

1. DONALD R. HODGMAN Credit Risk and Credit Rationing, Quarterly Journal of Economics, Vol. LXXXIV, N:o 2, May 1960, Cambridge Massachusetts, 1960, s. 258.

tuottoa tulevaisuudessa ja joka on jonkinlainen hänen epävarmuuden tunteensa ynnä vaihtoehtoiskustannusten mitta. Tämä mittaamistapa on käytännössä lähinnä periaatteellinen; tavallisesti rahoittaja laskee sijoituksensa efektiivisen tuoton[1] ja arvioi sen kehitystä verrattuna muihin sijoitusmahdollisuuksiin. Esim. odotettuihin kurssinnousuihin sisältyy kuitenkin paitsi efektiivisen tuoton pieneneminen myös pääomavoiton mahdollisuus.

Verotuksen näkökulmasta todettakoon vain, että koska osingot ovat myös osakkaalle veronalaista tuloa, laskee rationaalisesti käyttäytyvä rahoittaja, että hänen tulee saada sijoituksesta sellainen tuotto, joka kykenee kilpailemaan mahdollisten verovapaiden sijoitusten tuoton kanssa.

Edellisen sektion valossa voidaan todeta, että firmojen itserahoitusmahdollisuuksilla on keskeinen merkitys sellaisten firmojen rahoitushuollossa, joilla ei ole mahdollisuuksia päästä pääomamarkkinoille sekä sellaisille, joilla velkautumishaluttomuus aiheuttaa vieraan pääoman käytölle esteen.

Itserahoitusmahdollisuudet ovat ensisijassa riippuvaisia yrityksen kannattavuudesta (mitattuna investointien tai oman pääoman tuottoasteella) mutta myös ylimääräisistä poisto-oikeuksista ja mahdollisuuksista suorittaa piilovarauksia. Koska viimeksi mainitut ovat riippuvaisia kokonaisinvestointien jatkuvasta lisäyksestä, ei tällaista mahdollisuutta ole stagnatisoituvalla yrityksellä.

Piilovarausten saatavuudesta on jo aikaisemmin todettu, että ne edellyttävät joko entisen suuruisen varaston yhä suurempaa aliarvostamista, mikä kuitenkin aiheuttaa jatkuvuusperiaatteen

---

1. Ks. s. 73 alav. 2.

rikkoutuminen, tai yhä suurenevia vaihto-omaisuuden määriä, joita voidaan käytössä olevien periaatteiden mukaan aliarvostaa.

Mikäli yritys seuraa tasaisen osingonjaon periaatetta, sillä on voittojen lisäännyttyä mahdollisuus itserahoituksen avulla suorittaa lisäinvestointeja. ACKLEY toteaakin[1], että tässä tilanteessa voittojen kasvaessa itserahoituksella suoritetut investoinnit lisääntyvät samalla absoluuttisella määrällä. Tästä on seurauksena, että yritys suorittaa sijoituksia kuitenkin lähinnä menneisyyden voittojen perusteella eikä kuten yleensä ensi sijassa tulevaisuuden odotuksiin nojaten.[2]

Yrityksen itserahoitus on samalla se rahoituksen muoto, johon ulkopuolisilla tekijöillä (muilla kuin liikkeenjohdolla) on vähiten mahdollisuuksia vaikuttaa. Joskin voidaan yleisenä motiivina lisärahoituksen käytölle pitää kannattavuuden parantamista (investointien tai oman pääoman tuottoasteella mitaten), niin itserahoituksella tapahtuva rahoitus jää aina jossain määrin vähäisemmän kontrollin alaiseksi, koska sen avulla suoritetut investoinnit suoritetaan silloin, kun tätä rahoitusmuotoa on saatavissa. Yrityksen johto joutuu yleensä tekemään tarkempia kustannuslaskelmia hankkiessaan mitä tahansa ulkoista pääomaa.

---

1. ACKLEY mt. s. 337.
2. DEAN mt. s. 37.

VII LOPPUHUOMAUTUKSIA

Tämän tutkielman eri sektioiden pituuksista voidaan havaita, että tarkastelun painopiste - etenkin V ja VI luvussa - on ollut yrityksen luottorahoituksen puolella. Sitä on kuitenkin pyritty tarkastelemaan yrityksen kaikkien intressenttien, ehkä ensi sijassa omistajien näkökulmasta. Tämän rinnalla on koetettu myös korostaa firman olemusta liikkeenjohdon alaisena itsenäisenä talousyksikkönä.

Rahapolitiikan vaikutuksista yrityksen suunnitelmiin ei tässä tutkielmassa ole juuri mainintaa, ja finanssipolitiikan osalta on vain ohimennen kajottu verotuksen aiheuttamiin eroihin eri rahoitusmuotojen edullisuuteen. Rahapolitiikkaa käsittelevä kirjallisuus on viime aikoina ryhtynyt kiinnittämään huomiota rahapoliittisten keinojen riittävyyteen silmällä pitäen sitä, että haluttaisiin todella vaikuttaa kaikkien rahoituspääomien saatavuuteen. Erityisesti on tällöin kiinnitetty huomiota kauppaluottoon ja itserahoitukseen, jotka nykyään muodostavat rahankireyden aikoina huomattavan "varaventtiilin" yritysten rahoitushuollolle.

Rahoituskysymysten jatkotutkimukset vaativat ongelmakentän tarkempaa rajaamista, kuin tässä esityksessä on ollut mahdollista. Ensinnäkin, koska kysymykseen tulevat tämän jälkeen lähinnä empiiriset selvitykset, olisi rajoituttava johonkin tiettyyn toimialaan kuuluviin yrityksiin tai suoritettava tutkimuskohteen valinta jakamalla yritykset sopivien kriteerien pohjalta esim. suur- ja pienyrityksiin, joilla yritystyypeillä lienee havaittavissa omia erikoispiirteitä rahoitusmuotojen valinnan ja myös pääomien saatavuuden kannalta. Rahoituspääomien kysyntää olisi

- tässä tutkielmassa esiintulleiden seikkojen johdosta - tarkasteltava lähinnä siltä pohjalta, miten kannattavuus- ja maksuvalmiusnäkökohdat vaikuttavat siihen eri toimialoilla sekä myös erikokoisissa ja ehkä eri-ikäisissä yrityksissä. On huomattava, että rahoituspääomista aiheutuvien kustannusten osuus (rahan kalleuden merkitys) kaikista kustannuksista voi huomattavasti vaihdella erilaatuisissa yrityksissä, ja niin ollen niiden vaikutus yritysten kannattavuuteen vaihtelee. Pääomakustannusten samoin kuin maksuvalmiuden käsitteet vaativat myös täsmennystä. Rahoituspääomien saatavuuskysymys (rahan kireys) on tietyn yritysjoukon kannalta ehkä vaikeammin lähestyttävä, koska sen tutkiminen vaatii ilmeisesti kaikkien mahdollisten pääomien tarjoojien rahoituspotentiaalin ja niiden tähän yritysjoukkoon kohdistuvan lainanantohalukkuuden selvittämistä.

LÄHDELUETTELO

Ackley, Gardner: Macroeconomic Theory
New York 1961

Artto, Eero: Tasearvostelu ja kassavirta-analyysit,
Talouselämä 1966, N:o 5
Helsinki 1966

Asztély, Sandor: Finansiell planering
Stockholm 1963

Beranek, William: Analysis for Financial Decisions
Homewood Illinois 1963

Boulding, Kenneth E.: Economic Analysis, 3.p.
London 1955

Bowen, Howard R.: The Business Enterprise as a Subject for Research
New York 1955

Committee on the Working of the Monetary System, Report,
("The Radcliffe Report")
London 1959

Dean, Joel: Capital Budgeting
New York 1951

Drockila, Lauri: Osakeyhtiön rahastojen merkitys suhteessa osingonjakoon eri etupiirien kannalta,
Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1961
Helsinki 1961

Gurley, John G. - Shaw, Edward S.: Money in a Theory of Finance
Baltimore Maryland 1960

Guthmann, Harry G.: Analysis of Financial Statements, 4.p.
New York 1953

Heurlin, Lauri O. af: Tekniikka ja talous,
Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1956
Helsinki 1956

Hodgman, Donald R.: Credit Risk and Credit Rationing,
Quarterly Journal of Economics,
Vol. LXXIV, N:o 2, May 1960
Cambridge Massachusetts 1960

Honko, Jaakko: Investointien suunnittelu ja tarkkailu
Porvoo 1963

Honko Jaakko: Investointien tuottoprosentti liikkeenjohdon tehokkuuden mittana,
Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1961
Helsinki 1961

Honko, Jaakko: Tuloslaskennan terminologiaa,
Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1959
Helsinki 1959

Honko, Jaakko: Ulkoisen taseanalyysin edellytyksistä ja mahdollisuuksista, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1956 Helsinki 1956

Hoover, Edgar M. - Klein, Burton H.: Factors Influencing the Demand for Funds by Business Enterprises, and the Problem of Projecting Business Capital Requirements, Conference on Research in Business Finance, NBER New York 1952

Kaitila, I.V. - Palomäki, Pauli - Jalava, Jorma: Uusi kirjanpitolaki selityksineen, 6.p. Helsinki 1964

Kalecki, M.: The Principle on Increasing Risk, Economica, Vol. IV, N:o 16, November 1937 London 1937

Kalecki, M.: Theory of Economic Dynamics London 1954

Kallinen, Tauno: Avskrivning, investering och finansiering, Ekonomiska Samfundets Tidskrift 1961 Helsingfors 1961

Kenttä, Aaro: Koulutuksen taloudellinen arvo, Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1965 Helsinki 1965

Keynes, J.M.: Treatise on Money Edinburgh 1930

Kuznets, Simon: Capital in the American Economy, NBER Princeton 1961

Lassila, Jaakko: Rahalaitosten käyttäytymisestä ja luottoekspansiosta yksinkertaisilla rahoitusmarkkinoilla, Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, sarja B:25 Helsinki 1966

Lehtovuori, Jouko: Yrityksen teoria ja sen operatiivisuuden vaatimus kustannusten mittaamiseksi Helsinki 1965

Lindbeck, Assar: A Study in Monetary Analysis Uppsala 1963

Lintner, John: Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, Review of Economics and Statistics, Vol. XLIV, N:o 3, August 1962 Cambridge Massachusetts 1962

Lund, Unto: Taseanalyysi ja matemaattiset mallit, Liiketalous 1964, N:o 4 Helsinki 1964

Marris, Robin: The Economic Theory of "Managerial" Capitalism
London 1964

Mattsson, Gustav: Industrins finansieringsstruktur i Finland åren 1947-1960, Ekonomiska Utredningsbyrån, serie B:12
Helsingfors 1962

Modigliani, Franco - Miller, Merton H.: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, American Economic Review, Vol. XLVIII, N:o 3, June 1958
Stanford California 1958

Newlyn, W.T.: Theory of Money
Oxford 1962

Nyberg, Bengt - Pontin, Magnus: En aktieplacering 1930-1964, Ekonomisk Revy 1966, N:o 1
Katrineholm 1966

Näringslivets kapitalförsörjning (Sveriges Industriförbund & Svenska Bankföreningen)
Katrineholm 1965

Paukkunen, Leo - Kallinen, Tauno - Sundgren, John: Teollisuuden kokonaistilinpäätös ja kustannusrakenne toimialoittain vv. 1948-1960,
Taloudellinen Tutkimuskeskus, sarja B:13
Helsinki 1962

Ruuhela, Reijo: Yrityksen kasvu: Mitä se on, ja kuinka sitä voidaan mitata, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1963
Helsinki 1963

Saario, Martti: Realisointi ja tilinpäätös, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1961
Helsinki 1961

Scitovsky, Tibor: Welfare and Competition
London 1952

Schneider, Erich: Einführung in die Wirtschaftstheorie (Vol. II, 6.p., Vol. III, 5.p.)
Tübingen 1960 ja 1959

Schäfer, Erich: Produktionswirtschaft und Absatzwirtschaft,
Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1961
Helsinki 1963

Talousneuvoston mietintö lähivuosien kasvupolitiikasta, Komiteanmietintö 1964, B:93
Helsinki 1964

Tilastokatsauksia 1962, N:o 5, Tilastollinen päätoimisto
Helsinki 1962

Vaivio, F.L.: Yrityksen suunnitelmat ja käyttäytyminen, Liiketaloustieteellisen Tutkimuslaitoksen julkaisuja 27 Helsinki 1962

Valvanne, Heikki - Lassila, Jaakko: Yritysten verotus ja rahoitusmarkkinoiden kehittäminen, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1964 Helsinki 1964

Williamson, John: Profit, Growth and Sales Maximization Economica, New series, Vol. XXXIII, N:o 129, February 1966 London 1966

Virkkunen, Henrik: Laskentatoimi johdon apuna, Liiketaloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja 18 Helsinki 1954

Virkkunen, Henrik: Taseanalyysistä, erityisesti luottokyvyn arvostelun apuna, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1956 Helsinki 1956

SUOMEN PANKKI
Kirjasto

1996-02-28

IVA5a 1966 14735.1
Suomen
Suomen pankin
taloustieteellisen
Elonen, Heikki U.
Yrityksen rahoituspääomien
kysynnästä ja tarjonnasta.