

Kasvattu yritys- ja pääomaverouduksiin liittyvät yritysverojen verokantoja ja siten muuttuu eri rahoitusmuotojen suhteelliset kustannukset. Tämä selvitys on velka- ja osakefinansoinnin ja rahoitusmuotojen välisen suhteellisen muutoksia arvioidaan Mervyn ja Ison tutkimuksen (1964) ja tällöin eri rahoitusmuotojen kustannukset ja rahoitusmuotojen väliset suhteelliset muutokset. Selvityksen empirisessä osassa on rahoitusmuotojen kustannusten muuttumisen vaikutus rahoitusmuotojen valintaan.

Rami Hakola

Kansantalouden osasto

5.2.1993

Pääoma- ja yritysverouudistuksen vaikutukset teollisuuden rahoitusrakenteeseen

Kasvattu yritys- ja pääomaverouduksiin liittyvät yritysverojen verokantoja ja siten muuttuu eri rahoitusmuotojen suhteelliset kustannukset. Tämä selvitys on velka- ja osakefinansoinnin ja rahoitusmuotojen välisen suhteellisen muutoksia arvioidaan Mervyn ja Ison tutkimuksen (1964) ja tällöin eri rahoitusmuotojen kustannukset ja rahoitusmuotojen väliset suhteelliset muutokset. Selvityksen empirisessä osassa on rahoitusmuotojen kustannusten muuttumisen vaikutus rahoitusmuotojen valintaan.

Tiivistelmä*

Kaavailtu yritys- ja pääomaverouudistus laskee ja yhtenäistää eri pääomatulojen verokantoja ja siten muuttaa eri rahoitusmuotojen suhteellisia kustannuksia. Tässä selvityksessä velka- ja osakerahoituksen ja jakamattomien voittojen kustannusten suhteellisia muutoksia arvioidaan Mervyn Kingin ja Don Fullertonin (1984) käyttämien eri rahoitusmuotojen kustannuslausekkeiden avulla. Lausekkeet kuvaavat miten eri rahoitusmuotojen kustannukset riippuvat verokannoista ja rahamarkkinakorosta. Selvityksen empiirisessä osassa tarkastellaan eri rahoitusmuotojen kustannusten muuttumisen vaikutusta suomalaisten teollisuusyritysten rahoitusrakenteeseen.

Laskelmien mukaan yritysten velkarahoituksen kustannus kasvaa ja osakerahoituksen kustannus alenee verouudistuksen seurauksena. Jakamattomat voitot ovat yritysten kallein pääomarahoitukseen muoto uudessa verojärjestelmässä. Uuden verojärjestelmän vallitessa velkarahoituksen osuus pääomarahoituksesta todennäköisesti alenee. Jakamattomien voittojen rahoituskustannuksen kasvusta huolimatta jakamattomien voittojen suhteellinen osuus pääomarahoituksesta todennäköisesti kasvaa. Tähän on lähinnä syynä osakerahoituksen huono saatavuus. Pitkällä aikavälillä perusedellytys yritysten rahoitusrakenteen vahvistamiselle on kuitenkin teollisuusyritysten kannattavuuden kohentuminen.

Koska eri rahoitusmuotojen kustannusten laskemisessa tarvitaan arvioita yritys- ja pääomaverokannoista ja rahamarkkinakorosta, niin tässä selvityksessä saadut tulokset eri rahoitusmuotojen kustannuksista ovat suuntaa-antavia. Tulokset mahdollistavat ainoastaan eri pääomarahoitukseen muotojen kustannusten suhteellisen vertailun, koska absoluuttiset pääomarahoitukseen muotojen kustannukset riippuvat rahamarkkinakorosta.

ISBN 951-686-364-7
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskusku
Helsinki 1993

* Tämä selvitys on valmistunut kansantalouden osaston kesäprojektina toimistopäällikkö Seppo Kostiaisen ohjaamana. Kansantalouden osaston tutkijat Anne Brunila ja Heikki Hatanpää ovat antaneet merkittäviä kommentteja. Kaikki selvityksen kannannot ja laskelmat ovat kirjoittajan omia.

Sisällys

	sivu
Tiivistelmä	3
1 Johdanto	7
2 Teoreettinen tausta	8
2.1 Verotus ja rahoitusrakenne	8
2.2 King – Fullerton-mallin rahoitusmuotojen kustannuslausekkeet	8
2.3 KF-mallin laajentaminen	12
3 Vanhan ja uuden verojärjestelmän vertailua	13
3.1 Vanha verojärjestelmä	14
3.1.1 Verokannat	14
3.1.2 Eri rahoitusmuotojen kustannukset	15
3.2 Uusi verojärjestelmä	16
3.2.1 Verokannat	16
3.2.2 Eri rahoitusmuotojen kustannukset	16
4 Teollisuusyritysten rahoitusrakenne vanhassa ja uudessa verojärjestelmässä	21
4.1 Rahoitusrakenne 1974–91	21
4.2 Rahoitusrakenne uudessa verojärjestelmässä	22
4.3 Verotuksen lisäksi yritysten rahoitusrakenteeseen vaikuttavia tekijöitä	23
5 Lopuksi	25
Liite 1. Investointivarausten huomioon otto efektiivistä yritysverokantaa määritettäessä	26
Liite 2. Teollisuusyritysten rahoitusrakenne 1974–1991 toimialoitain	28
Liite 3. Teollisuuden rahoitusrakenne-erät 1974–1991	33
Lähteet	45

1 Johdanto

Valtiovarainministeriö päätti käynnistää keväällä 1991 projektin, jossa tuli selvittää mahdollisuudet ja laatia ehdotukset pääomatulojen verotuksen ja yritysverotuksen kehittämiseksi hallitusohjelmassa laadittujen tavoitteiden mukaisesti. Uudistustarpeen taustalla olivat yhtäältä pääomatulojen verotuksen muuttuminen osin entistäkin epäyhtenäisemmäksi ja toisaalta pääomatulojen verotuksen kansainvälinen, erityisesti pohjoismainen kehitys. Tavoitteena oli toteuttaa eriytetty verojärjestelmä, jossa ansiotuloihin sovelletaan progressiivista verokantaa ja pääomatuloihin suhteellista ja olennaisesti progressiivisen asteikon ylimpiä verokantoja matalampaa verokantaa.

Vuoden 1993 alusta toteutuvan verouudistuksen keskeisimpiä osia ovat pääoma- ja yritysverokantojen yhtäläistäminen ja yritysten poisto- ja varaussäännösten kiristäminen. Korkotulojen¹, osinkojen, yritysten voittojen, myyntivoittojen, metsätulojen, vuokratulojen ja vakuutussäästämisen verokantojen on määrä olla 25 %. Yritysten toimintavaraus ja vaihto- ja sijoitusomaisuuden aliarvostusmahdollisuus poistuvat (Koskenkylä 1992 s. 2).

Pääomatulojen ja yritysverotuksen verokannat vaikuttavat eri rahoitusmuotojen kustannuksiin. Sijoittajien tuottovaatimukset eri pääomatuloille vaihtelevat, koska eri sijoitusmuotojen verotus ja riskit vaihtelevat. Rahoitusmuotojen kustannuksia voidaan vertailla eri verokannoilla käyttämällä Mervyn Kingin ja Don Fullertonin (1984) käyttämiä rahoituskustannuslausekkeitä, jotka määrittelevät velka- ja osakerahoituksen ja jakamattomien voittojen rahoituskustannukset yrityksen näkökulmasta. Kingin ja Fullertonin kehittämät rahoituskustannuslausekkeet ovat osa verojärjestelmien vertailuun kehitettyä King – Fullerton-mallia. King – Fullerton-mallissa oletetaan täydelliset rahoitusmarkkinat, joilla ei ole epäsymmetristä informaatiota eri markkinaosapuolten välillä. Koska lisäksi King – Fullerton-mallissa ei huomioida rahoitusmarkkinoiden systemaattista riskiä, niin ainoastaan pääomatulojen ja yritysverotuksen verokannat vaikuttavat kunkin rahoitusmuodon kustannukseen.

King – Fullerton-mallin rahoituskustannuslausekkeiden avulla arvioidaan pääoma- ja yritysverouudistuksen vaikutuksia teollisuuden rahoitusrakenteeseen. Vertaamalla keskenään eri rahoitusmuotojen kustannuksia ja teollisuusyritysten rahoitusrakennetta vuosina 1974–91 pyritään arvioimaan teollisuusyritysten rahoitusrakennetta uusilla pääoma- ja yritysverokannoilla. Päähuomio kohdistuu kuitenkin vuosien 1990–96 verokantoihin ja eri rahoitusmuotojen kustannuksiin. Tässä selvityksessä vanhalla verojärjestelmällä tarkoitetaan pääoma- ja yritysverotusta 1970-luvun puolivälistä vuoden 1992 loppuun, ja uudella verojärjestelmällä pääoma- ja yritysverotusta vuodesta 1993 vuoteen 1996.

Verotuksen ja rahoitusrakenteen teoreettinen tausta esitetään luvussa 2. Päähuomio on King – Fullerton-mallin rahoituskustannuslausekkeissa. Luvussa 3 vertaillaan vanhan ja uuden verojärjestelmän nimellisiä ja efektiivisiä² verokantoja sekä eri rahoitusmuotojen suhteellisia kustannuksia. Luvussa 4 tarkastellaan vanhan verojärjestelmän rahoitusrakennetta vuosina 1974–91 ja arvioidaan verouudistuksen vaikutuksia teollisuusyritysten rahoitusrakenteeseen. Muita rahoitusrakenteeseen vaikuttavia tekijöitä kuin verotusta esitellään luvussa 4.3

¹ Korkotulojen verokanta nousee 20 prosenttiin vuonna 1993 ja 25 prosenttiin vuonna 1996.

² Efektiivinen verokanta tarkoittaa todellista verokantaa eli todellisten maksettujen verojen suhdetta bruttotuloon. Monien vähennys- ja poistosäännösten vuoksi efektiivinen verokanta on usein nimellistä verokantaa pienempi.

2 Teoreettinen tausta

2.1 Verotus ja rahoitusrakenne

Modigliani ja Miller esittivät vuonna 1958 teorian, jonka mukaan verottomassa ja transaktiokustannuksettomassa maailmassa yrityksen arvo on riippumaton valitusta rahoituspolitiikasta eli yritys on indifferentti eri rahoitusmuotojen välillä. Modigliani – Miller-mallin laajennetussa versiossa eri rahoitusmuotojen välille voi syntyä kustannuseroja vain epäneutraalin verotuksen seurauksena. Jos yrityksen korkokulut ovat vähennyskelpoisia yritysverotuksessa, mutta osingot eivät, niin yrityksen on optimaalista rahoittaa toimintansa pelkästään velkarahoituksella. Mutta käytännössä yritysten täydellistä velkaantumista ei havaita, koska velkaantumisen mukana kasvava konkurssiuhka rajoittaa velkaantumisen mahdollisuuksia.

Verotuksen vaikutusta yritysten rahoitusrakenteeseen voidaan lähestyä tarkastelemalla **verotuksen vaikutusta eri rahoitusmuotojen kustannuksiin**. Tällöin tutkitaan, olisiko verotuksen vuoksi kannattavampaa kerätä yrityksen investointeihin tarvittava pääomarahaus jakamattomilla voittovaroilla, velkarahoituksella vai osakeanneilla³. Rahoitusmuodon kokonaisverorasitukseen vaikuttavat samalla painoarvolla sekä yhteisöverotus että sijoittajan henkilökohtainen verotus.

Verouudistuksen aiheuttamat muutokset rahoituskustannuksiin voidaan jakaa mikroteorian mukaisesti tulo- ja substituutiovaikutuksiin. Tulovaikutus kuvaa verouudistuksen vaikutusta talousyksikön (esim. yrityksen) budjettiin eli tuloihin, kun suhteelliset hinnat oletetaan muuttumattomiksi. Substituutiovaikutus kuvaa verouudistuksen aiheuttaman suhteellisten hintojen muutoksen vaikutusta talousyksikön portfolion (esim. eri rahoitusmuotojen) koostumukseen. Kun tarkastellaan ainoastaan verouudistusten allokatiivisia vaikutuksia, niin pelkkä substituutiovaikutusten tutkiminen riittää (Sinn 1987 s. 5).

2.2 King – Fullerton-mallin rahoitusmuotojen kustannuslausekkeet

Mervyn King ja Don Fullerton (1984) julkaisivat vertailevan tutkimuksen pääomatulojen verotuksesta Englannissa, USA:ssa, Saksassa ja Ruotsissa. Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää eri verojärjestelmien tarjoamia investointikiihokkeita. Eri verojärjestelmien vertailussa he käyttivät kehittämänsä King – Fullerton-mallia (KF-malli), jossa eri maiden väliset verotuserot voitiin ottaa huomioon. KF-mallissa tarvittavat velkarahoituksen, osakeantien ja jakamattomien voittojen rahoituskustannukset lasketaan erityisillä rahoituskustannuslausekkeilla. Tässä tarkastelussa arvioidaan KF-mallin rahoituskustannuslausekkeiden avulla uuden verojärjestelmän aiheuttamia muutoksia teollisuuden pääomarahoitukseen.

KF-malli on suljetun talouden malli, jossa tarkastellaan ainoastaan kotimaista säästämistä ja kotimaisten yritysten investointeja. KF-mallissa verotuksen vaikutuksia erilaisiin investointiprojekteihin tutkitaan efektiivisillä verokannoilla, jotka määritellään ns. verokiilojen (tax wedge) avulla. Verokiila (w) saadaan, kun

³ Tässä tarkastelussa osakeannit tarkoittavat maksullisia osakeanteja.

investoinnin todellisten (reaalisten) poistojen jälkeisestä tuotosta (p) ennen yhtiöveroa vähennetään sijoittajan saama henkilökohtaisten verojen jälkeinen tuotto (s) eli

$$w = p - s. \quad (1)$$

KF-mallissa efektiivistä verokantaa määritettäessä käytetään kahta eri kaavaa: verokiila (w) jaetaan joko investoinnin todellisten poistojen jälkeisellä tuotolla ennen yhtiöveroa (p) (kaava 2) tai sijoittajan saamalla henkilökohtaisten verojen jälkeisellä tuotolla (s) (kaava 3):

$$t^i = \frac{p - s}{p} \quad (2)$$

$$t^e = \frac{p - s}{s} \quad (3)$$

Efektiivinen verokanta t^i on ns. yhtiöveron sisältävä (tax-inclusive) verokanta, koska kaavan 2 nimittäjässä oleva (p) sisältää sekä investoinnin nettotuoton että yhtiöveron. Efektiivinen verokanta t^e on puolestaan ns. yhtiöveroton (tax-exclusive) verokanta, koska nimittäjänä käytetty (s) ei sisällä sijoittajan henkilökohtaisia veroja. Sekä verokiilaa w että efektiivisiä verokantoja t^i ja t^e käytetään KF-mallissa mittaamaan verotuksen vaikutusta investointihalukkuuteen.

KF-mallissa verotuksen vaikutusta investointihalukkuuteen tutkitaan kuvitteellisten investointiprojektien efektiivisten verokantojen avulla. Jokainen investointiprojekti koostuu tietyistä investointikohteista, toimialan, rahoitusmuodon ja sijoittajan yhdistelmästä. KF-mallissa tarkasteltuja investointikohteita ovat a) koneet, b) teollisuusrakennukset ja c) varastot; toimialoja ovat a) teollisuus ja b) palvelut; rahoitusmuotoja ovat a) velka, b) osakeannit ja c) jakamattomat voitot ja sijoittajia ovat a) kotitaloudet, b) verovapaat yhteisöt ja c) vakuutusyhtiöt. Tarkasteltava investointiprojekti voisi olla esimerkiksi verovapailta yhteisöiltä otetulla velalla rahoitettu koneinvestointi teollisuuteen.

Investointiprojektin vaatima pääomarahaus välittyy sijoittajilta yritykselle markkinakorolla. Jotta yritys saisi tarvittavan rahoituksen, investointiprojektin täytyisi tuottaa todellisten poistojen jälkeen vähintään niin paljon, että sijoittajalle voitaisiin maksaa verojen jälkeistä markkinakorkoista sijoitusta vastaava tuotto. Jos esimerkiksi vuotuinen markkinakorko on 11,0 % ja sijoittajan korkotuloverokanta 15,0 %, niin investointiprojektilta vaadittu veroton tuotto on $11,0 \cdot (1 - 0,15)$ eli 9,4 %. Tätä projektin vähimmäistuottovaatimusta kutsutaan pääomakustannukseksi ja se on samalla yrityksen investoinnin kannattavuuden laskemisessa käytetty diskonttokorko. Täydellisen varmuuden ja verottomuuden vallitessa yrityksen pääomakustannus ja markkinakorko olisivat yhtä suuret. Mm. yritys- ja pääomatulojen epäneutraalin verotuksen vuoksi yrityksen pääomakustannus kuitenkin eroaa markkinakorosta ja vaihtelee rahoitusmuodosta riippuen.

Verouudistuksen vaikutuksia yrityksen rahoitusrakenteeseen voidaan tutkia käyttämällä KF-mallissa johdettuja rahoitusmuotojen kustannuslausekkeita. Lausekkeet kuvaavat verotuksen ja markkinakoron vaikutuksen yrityksen rahoituskustannukseen. Yleensä verojärjestelmissä sijoittajien nimelliset korkotulot ovat veronalaisia ja yritysten nimelliset korkokulut vähennyskelpoisia. Koska yrityksen korkokulujen vähennyskelpoisuus pienentää verotettavaa tulosta, niin vieraan

pääoman eli **velkarahoituksen kustannuksen** on oltava vähintään yhtä suuri kuin yhteisöveron jälkeinen markkinakorko eli

$$r_B = i(1 - \tau), \quad (4)$$

jossa r_B on velkarahoituksen kustannus, i on markkinakorko ja τ on yritysverokanta. Jos esimerkiksi yrityksen korkokulut ovat 11 % ja yritysverokanta τ on 25 %, niin velkarahoituksen kustannus on $11,0 * (1 - 0,25) = 8,3$ %. Koska eri rahoitusmuotojen kustannuksia tarkastellaan KF-mallissa yrityksen kannalta, niin velkarahoituksen kustannuksia arvioitaessa sijoittajan henkilökohtaisella verotuksella ei ole vaikutusta.

Osakerahoituksessa sekä yritys- että henkilöverojärjestelmä vaikuttavat efektiiviseen rahoituskustannukseen. Yritysverojärjestelmää kuvataan KF-mallissa käyttämällä yritysverokantaa τ ja ns. **verodiskriminointimuuttujaa** (tax discrimination variable) θ , joka mittaa yrityksen jakamattomien ja jaettujen voittojen (osinkojen) eriarvoisuutta eri verojärjestelmissä.

Yritysveron jälkeiset voitot voidaan joko jakaa osakkeenomistajille, jolloin he saavat tietyn brutto-osingon⁴, tai vaihtoehtoisesti jättää yritykseen. θ on luku, joka vertaa yhtä yksikköä yritysveron jälkeisiä voittovaroja jaettuna voittona (brutto-osinkona) yhteen yksikköön yritysveron jälkeisiä voittovaroja jakamattomana voittona eli

$$\theta = \frac{\text{yksi yksikkö yritysveron jälkeisiä voittovaroja brutto-osinkona}}{\text{yksi yksikkö yritysveron jälkeisiä voittovaroja jakamattomana voittona}}$$

Jos $\theta = 1$, niin verojärjestelmä kohtelee tasapuolisesti jakamattomia ja jaettuja voittoja, ja silloin osakkeenomistaja saa yrityksestä jaetusta yhden markan osingosta yhden markan brutto-osingon. Jos $\theta > 1$, niin verojärjestelmä suosii jaettuja voittoja suhteessa jakamattomiin voittoihin. Tällöin osakkeenomistaja saa yrityksestä jaetusta yhden markan osingosta suuremman kuin yhden markan brutto-osingon. Jos puolestaan $\theta < 1$, niin verojärjestelmä suosii jakamattomia voittoja suhteessa jaettuihin voittoihin ja tällöin osakkeenomistaja saa yrityksestä jaetusta yhden markan osingosta pienemmän kuin yhden markan brutto-osingon.

Jaettuun voittoon kohdistuu kahdenkertainen verotus ns. klassisessa yritysverojärjestelmässä: yritys maksaa yritysveron (τ) sekä jakamattomasta että jaetusta voitosta, jonka lisäksi osingonsaaja maksaa jaetusta voitosta henkilökohtaisen osinkotuloveron. Suomen yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä (avoir fiscal) $\theta > 1$, koska yrityksen jaetusta voitosta maksama vero hyvitetään täysimääräisenä osakkeenomistajan henkilökohtaisessa verotuksessa⁵. Jos osakkeenomistajan ennen henkilökohtaista verotusta "käteisenä" saama osinkoa merkitään D:llä, niin osakkeenomistajan saama brutto-osinko (C) on yhtä suuri kuin "käteisosinko" (D) jaettuna $(1 - \tau)$:lla eli

$$C = \frac{D}{(1 - \tau)} = \theta D. \quad (5)$$

⁴ Brutto-osinko = osinko ennen osakkeenomistajan henkilökohtaisia veroja.

⁵ Ns. täydellinen yhtiöveron hyvitys.

Tällöin yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä verodiskriminointimuuttuja $\theta = 1 / (1 - \tau)$. Jos yrityksen jaettava voitto on 100 mk ja yritysverokanta on 25 %, niin osakkeenomistajan "käteisosinko" D on $100 \text{ mk} * (1 - 0,25) = 75 \text{ mk}$ ja yhtiöveron hyvityksen jälkeinen osakkeenomistajan brutto-osinko C on $75 \text{ mk} / (1 - 0,25) = 100 \text{ mk}$ (esimerkki 1).

Esimerkki 1. Yhtiöveron hyvitys

Yritys		
voitto	100 mk	
- vero	25 mk	(25 %:n yritysverokannalla)
<hr/>		
jaettava voitto eli "käteisosinko" D	75 mk	
Osakkeenomistaja		
"käteisosinko" D	75 mk	
+ verohyvitys	25 mk	
<hr/>		
brutto-osinko C	100 mk	(= $75 / (1 - 0,25)$)

Brutto-osinkoa verotetaan sijoittajan osinkotulojen verokannalla d . Kun **osakerahoituksen kustannusta** yritykselle merkitään r_E :llä ja kun yhtiöveron hyvityksen aiheuttama brutto-osingon lisäys otetaan huomioon, niin sijoittajan tuottovaatimus osakerahoituksessa on $(1 - d)\theta r_E$. Jotta osakerahoitus olisi kiinnostava sijoittajalle, niin osakerahoituksen tuoton täytyy olla vähintään yhtä suuri kuin tuotto markkinakorkosijoituksesta $i(1 - m)$ eli

$$(1 - d)\theta r_E = i(1 - m) \quad (6)$$

$$r_E = i \frac{(1 - m)}{\theta(1 - d)} = i \frac{(1 - m)}{\frac{1}{(1 - \tau)}(1 - d)} = i \frac{(1 - m)(1 - \tau)}{(1 - d)}, \quad (7)$$

jossa r_E on osakerahoituksen kustannus, d on sijoittajan osinkotulojen verokanta, m on sijoittajan korkotulojen verokanta, τ on yritysverokanta ja i on markkinakorko. Jos esimerkiksi korkotulojen verokanta m on 10 %, yritysverokanta τ on 15 % ja osinkotulojen verokanta d on 40 %, niin 11 prosentin markkinakorolla osakerahoituksen kustannus r_E on 14 %⁶. Jos korko- ja osinkotulojen verokannat ovat samat eli $m = d$, niin kaava (7) sievenee identtiseen muotoon velkarahoituksen kaavan (4) kanssa

$$r_E = i(1 - \tau). \quad (8)$$

Jakamattomien voittojen tapauksessa yritykseen jätetään osa voitosta, johon sijoittajan osinkotulovero ei kohdistu. Jakamaton voitto nostaa yrityksen arvoa, joka realisoituu sijoittajalle osakkeen myynnissä. Sijoittajan pääomavoittojen verokanta t on useimmissa verojärjestelmissä alempi kuin osinkotulojen verokanta d . Kun **jakamattomien voittojen rahoituskustannusta** yritykselle merkitään r_P :llä, niin sijoittajan tuottovaatimukseksi jakamattomille voittovaroille saadaan

⁶ $0,11 * [(1 - 0,10)(1 - 0,15)] / (1 - 0,40) = 0,14 = 14$ %.

$r_p(1 - t)$. Tämä tuottovaatimus on oltava vähintään yhtä suuri kuin tuotto markkinakorkosijoituksesta $i(1 - m)$ eli

$$(1 - t)r_p = i(1 - m) \quad (9)$$

$$r_p = i \frac{(1 - m)}{(1 - t)}, \quad (10)$$

jossa r_p on jakamattomien voittojen rahoituskustannus, m on korkotulojen verokanta ja t on pääomavoittojen verokanta. Jos esimerkiksi korkotulojen verokanta m on 15 % ja pääomavoittojen verokanta t on 10 %, niin jakamattomien voittojen rahoituskustannus r_p on 11 prosentin markkinakorolla 10,4 %. Jos sijoituskohteen arvonnousua ei veroteta eli $t = 0$, niin

$$r_p = i(1 - m). \quad (11)$$

2.3 KF-mallin laajentaminen

Eri rahoitusmuotojen kustannusten tarkastelua voidaan laajentaa sallimalla eksogeenisen markkinakoron i määräytyä kysynnän ja tarjonnan perustella siten, että suljetun talouden luottomarkkinat tasapainottuvat (ns. Miller-tasapaino). Millerin (1977) mukaan klassisessa verojärjestelmässä yrityksen markkina-arvoa voitaisiin kasvattaa lisäämällä velkaa ja kasvattamalla osinkoja (eli pienentämällä jakamattomia voittovaroja), jos korkotuottojen kokonaisverokanta⁷ on jakamattomien voittojen kokonaisverokantaa pienempi. Sijoittajien tuloverokanta nousisi progression vuoksi, jolloin he olisivat valmiita tarjoamaan lisärahoitusta ainoastaan korkeammalla korolla eli markkinoiden tasapainokoron tulisi nousta. Miller-tasapainossa markkinakorko ja rajaverokannat ovat tasolla, jolla yritys on indifferenti vieraan ja oman pääoman rahoituksen suhteen. Jos yhtiöveron hyvitys on täydellinen sekä korko- ja osinkotulojen kokonaisverokannat ovat yhtä suuret, niin Miller-tasapainossa yritys on indifferenti kaikkien eri rahoitusmuotojen (myös osakeantien) välillä (Kanniainen 1991 s. 79–80).

Miller-mekanismi on käyttökelpoinen tapa jäsenellä verotuksen vaikutuksia rahoitusrakenteeseen, mutta sitä on laajennettava velan optimaalista määrää selittäville tekijöille kuten transaktiokustannuksilla ja informaatiotekijöillä. Lisäksi kotimaisten pankkien keskeinen asema luottomarkkinoilla on rajoittanut Miller-mekanismiin toimivuutta (Kanniainen 1991 s. 75).

⁷ Yritys- ja henkilöverotus yhdessä.

3 Vanhan ja uuden verojärjestelmän vertailua

Pääomatulojen verotukselle on ollut vanhassa verojärjestelmässä ominaista varsinkin 1980-luvun lopussa ja 1990-luvun alussa verokantojen epäyhtenäisyys. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä (vuodesta 1990) osinkojen verotus säilyi osana progressiivista tuloverotusta, kun taas korkotulojen lähdeverotuksessa (vuodesta 1991) käytettiin lievempää suhteellista verokantaa. Osinkona jaettavaa voittoa verotettiin osingonsaajan marginaaliveron mukaisesti, jolloin verotus on korkeimmillaan 60 %. Korkotulojen 10/15 prosentin lähdevero on tällöin huomattavasti pienempi kuin osinkoihin kohdistuva vero. Epäyhtenäisten verokantojen lisäksi eri pääomatuloihin on liittynyt erilaisia lievennyksiä, kuten esimerkiksi omaisuustulovähennyksiä ja luovutusvoittojen verohuojennuksia.

Uuteen verojärjestelmään siirtymisen pohjana on ollut pääoma- ja yritysverotuksen yhtenäistäminen. Tavoitteena on eriytetty verojärjestelmä, jossa ansiotuloihin kohdistuu progressiivinen ja pääomatuloihin suhteellinen verokanta, joka on olennaisesti progressiivisen verokannan ylimpien verokantojen alapuolella. Asteittainen siirtyminen uuteen verojärjestelmään alkoi periaatteessa jo vuonna 1989 ns. suuren verouudistuksen yhteydessä, jolloin esimerkiksi yritysveropohjaa laajennettiin samanaikaisesti varaus- ja poistosäännösten tiukennuksen kanssa. Kaavailtu verouudistus saavuttaa yhtäläisyys- ja neutraalisuus tavoitteensa vuonna 1996, jolloin kaikkiin pääomatuloihin kohdistuu yhtenäinen 25 prosentin verokanta. Nimelliset ja efektiiviset verokannat muuttuvat merkittävimmin vuonna 1993, jonka jälkeen ainoastaan korkotulojen lähdevero poikkeaa 25 prosentista.

Koska nimellisillä verokannoilla laskettuja eri rahoitusmuotojen kustannuksia vääristävät verojärjestelmiin liittyvät poisto-, varaus- ja vähennyssäännökset, niin nimellisiä rahoitusmuotojen kustannuksia voidaan pitää ainoastaan viitteellisinä. Efektiivisillä eli todellisilla verokannoilla voitaisiin laskea eri rahoitusmuotojen todelliset kustannukset vallitsevalla markkinakorolla, mutta efektiivisten verokantojen erilaisten määrittystapojen vuoksi eri rahoitusmuotojen efektiivisille kustannuksille on joskus hankalaa määrittää yksiselitteisiä arvoja. Esimerkiksi Suomessa 1980-luvulla vallinneesta efektiivisestä pääomavoittojen verokannasta käytetyt arviot vaihtelevat laskentatavasta riippuen 0–20 prosenttiin ja arviot teollisuuden efektiivisestä veroakannasta 10–25 prosenttiin (Airaksinen 1986 s. 21, Eskelinen 1991 s. 61, Koskenkylä 1987 s. 101). Nimelliset ja efektiiviset verokannat tulevat yhtä suuriksi uuteen verojärjestelmään siirryttäessä, koska erilaiset nimellisiä verokantoja alentavat verohuojennus- ja poistosäännökset poistuvat.

Vanhan verojärjestelmän verokannoista tarkastellaan ainoastaan vuosien 1990–92 verokantoja, koska 1980-luvun rahoitusmuotojen kustannuksia ei ole tässä tarkastelussa eritelty vuositasolla (ks. luku 3.1.1). Uuden verojärjestelmän verokantojen tarkastelu ulottuu vuoteen 1996 asti ja niistä on syytä muistaa, että ne ovat kaavailtuja verokantoja. Keskustelu verokantojen tasosta ja muutosaikataulusta jatkuu edelleen.

Laskelmat perustuvat eri rahoitusmuotojen kustannusten laskukaavoihin 4, 7 ja 10 (s. 5–9). Nimelliseksi markkinakoroksi i on oletettu 11 %. Rahoitusmuotojen kustannukset on laskettu käyttämällä sijoittajien marginaaliverokantoina 40 % ja 60 %. Velkarahoituksen kustannukset 40 prosentin ja 60 prosentin marginaaliverokannoille ovat samat vuosina 1990–96, koska vain yritysverokanta τ vaikuttaa velkarahoituksen kustannukseen (s. 5 kaava 4).

Rahoitusmuotojen kustannukset kuvaavat ainoastaan eri rahoitusmuotojen suhteellisen edullisuuden: muuttamalla markkinakorko-oletusta 11 prosentista 7 prosenttiin efektiivisiksi rahoituskustannuksiksi vuoden 1990 verotuksessa saadaan velkarahoitukselle 4,3 % (6,7 %), osakerahoitukselle 8,6 % (13,4 %) ja jakamattomille voitoille 7,1 % (11,0 %). Suluissa olevat luvut vastaavat 11 % markkinakorkoa ja sijoittajan 60 prosentin marginaaliverokantaa.

3.1 Vanha verojärjestelmä

3.1.1 Verokannat

Yhteisöverokannan lasku 25,0 prosentista 19,0 prosenttiin vuosina 1990–92 on pudottanut nimellisen yritysverokannan⁸ (τ) 42,8 prosentista 37,1 prosenttiin kunnallis- ja kirkollisveroäyrin keskiarvon lievästä noususta huolimatta (taulukko 1). Vuosien 1990–91 efektiivisen yritysverokannan laskeminen puolestaan edellyttää KF-mallin mukaisesti investointivaruksen huomioon ottamista⁹ (liite 1). Investointivaruksella yritykset pystyivät pienentämään tilikauden verotettavan tuloksen määrää. Puolet tehdystä varauksesta piti tallettaa Suomen Pankkiin erityiselle sulkutilille ja puolet varauksesta oli yrityksen vapaassa käytössä. Käyttämällä KF-mallissa Ruotsiin sovellettua efektiivisen yritysverokannan kaavaa Suomen efektiiviseksi yritysverokannaksi saadaan 39 % vuonna 1990 ja 38 % vuonna 1991¹⁰.

Taulukko 1. Yritysten nimellinen verokanta 1990–92

	Kunnallis- ja kirkollis- vero-äyrin keskiarvo (1)	Yhteisövero- kanta (2)	Nimellinen yritys- verokanta (τ) (1) + (2)
1990	17.8	25.0	42.8
1991	17.9	23.0	40.9
1992	18.1	19.0	37.1

Lähde: Suomen Kunnallisliitto ja Verolait 1990–92

Ennen korkotulojen lähdeverotukseen siirtymistä korkotuloja verotettiin sijoittajan marginaaliverokannan mukaisesti, joten tähän tarkasteluun valitut vuoden 1990 nimelliset korkotulojen verokannat ovat 40 % ja 60 %. Tulo- ja varallisuustilastojen avulla laskettu efektiivinen keskimääräinen korkotulojen verokanta oli 17 % vuonna 1990. Tämän keskimääräisen efektiivisen verokannan avulla on efektiiviseksi marginaaliseksi korkotulojen verokannaksi oletettu 15 %, kun sijoittajan marginaaliverokanta on 40 %, ja 20 %, kun sijoittajan marginaaliverokanta on

⁸ Yritysverokanta = yhteisöverokanta + kunnallis- ja kirkollisvero.

⁹ Investointivaraus poistui vuoden 1992 verotuksessa.

¹⁰ KF-mallissa käytetään ainoastaan investointivaruksia efektiivisen yritysverokannan määrittämiseen (Ruotsin osuus).

60 %. Korkotulojen lähdeverotuksen ensimmäisenä vuonna 1991 lähdeverokanta¹¹ oli 10 % ja se nousi 15 prosenttiin vuonna 1992. Osinkotuloja verotetaan vuoteen 1992 asti sijoittajan marginaaliverokannan mukaisesti.

Osakkeiden myynnistä saatuja nimellisiä pääomavoittoja verotettiin vuosina 1990–92 sijoittajan marginaaliverokannan mukaan. Ottamalla huomioon satunnaisiin myyntivoittoihin liittyvät verohuojennukset efektiiviseksi pääomavoittojen verokannaksi t on oletettu 10 %, kun sijoittajan marginaaliverokanta on 40 %, ja 20 %, kun sijoittajan marginaaliverokanta on 60 %, vuosina 1990–92. KF-mallissa käytetään efektiivisen pääomavoittojen verokannan määrittämiseen ns. jatkuvan realisoinnin oletamaa, jossa sijoittajan oletetaan realisoivan vuosittain tietyn osuuden (esim. 10 %) osakkeiden arvonnoususta.

Jatkuvan realisoinnin oletama ei sovi Suomen aineistoon, koska ennen vuoden 1989 verouudistusta kaikki ennen viiden vuoden omistusaikaa realisoitujen pääomavoitot olivat täysin veronalaisia ja yli viiden vuoden omistusaajan jälkeen realisoitujen pääomavoitot täysin verottomia. Tällöin suomalaisilla sijoittajilla oli vahva insenttiivi pitää osakkeet hallussa vähintään 5 vuotta ja odottaa pääomavoittojen verottomuutta (maksimi 220 000 mk). Koska pääomavoittojen veronalaisuus vaihteli vuoden 1989 verouudistuksen jälkeen edelleen omistusaajan mukaan, niin jatkuvan realisoinnin oletama ei soveltunut Suomen aineistoon pääomavoittojen verovapaussääntöjen kiristymisestä huolimatta (Verolait 1990: TVL 67 §).

3.1.2 Eri rahoitusmuotojen kustannukset

Airaksisen ja Hagforsin (1987) pääomaverotusta käsittelevässä tutkimuksessa vertaillaan Suomen ja Ruotsin verokiiloja osakeyhtiöiden marginaali-investoinneissa KF-mallin mukaisin laskelmin. Airaksisen ja Hagforsin¹² arvioimat suomalaisten osakeyhtiöiden rahoitusmuotojen kustannukset olivat 5 prosentin reaalkorko- ja 10 prosentin inflaatio-oletuksella velkarahoitukselle 9,6 %, osakerahoitukselle 25,8 % ja jakamattomille voittovaroille 15,0 % vuonna 1986. Siten velkarahoitus oli edullisin ja osakerahoitus kallein rahoitusmuoto yrityksille. Näiden tulosten voidaan olettaa kuvaavan sekä 1970- että 1980-luvun rahoitusmuotojen kustannusten välistä suhdetta, koska rahoitusmuotojen kustannuksiin vaikuttavat verokannat eivät muuttuneet merkittävästi ennen vuoden 1989 verouudistusta.

Vuosien 1990–92 aikana velkarahoituksen nimellinen kustannus kasvoi 0,6 prosenttiyksikköä ja efektiivinen kustannus 0,2 prosenttiyksikköä yritysverokannan alenemisen vuoksi¹³. Vuodesta 1990 vuoteen 1992 osakerahoituksen nimellinen kustannus yli kaksinkertaistui, kun taas efektiivinen kustannus kasvoi vain hieman (marginaaliverokanta 60 %) korkotulojen lähdeverotukseen siirtymisen seurauksena. Myös jakamattomien voittojen nimellisten kustannusten voimakas kasvu vuosina 1990–92 johtui siirtymisestä korkotulojen lähdeverotukseen. Koska muutokset efektiivisessä korkotulojen verokannassa ja efektiivisessä pääoma-

¹¹ Vuoden 1991 lopussa lähdeverollisilla tileillä oli 43 mrd markkaa, muilla verollisilla tileillä 8 mrd. markkaa ja verottomilla tileillä 144 mrd. markkaa (luvut TAKO:sta).

¹² Taulukko 2 s. 120.

¹³ Kun yritysverokanta kasvaa, niin korkokulujen vähennyskelpoisuuden aiheuttama verohyöty kasvaa (ks. s. 10).

voittojen verokannassa olivat vuosina 1990–92 pieniä, niin jakamattomien voittojen efektiiviset kustannukset pysyivät lähes muuttumattomina (ks. taulukot 4 ja 5).

3.2 Uusi verojärjestelmä

3.2.1 Verokannat

Investointivaruksen poistuttua vuonna 1992 vuosien 1992–96 nimellinen yritysverokanta on samalla myös efektiivinen yritysverokanta. Uudessa verojärjestelmässä myös yritysverokanta aiotaan yhtenäistää pääomatulojen verokantojen kanssa, jolloin vuosiksi 1993–96 kaavailtu yritysverokanta on 25 %. Korkotulojen lähdeverokannaksi on kaavailtu 20 % vuosiksi 1993–95 ja 25 % vuonna 1996. Korkotulojen verokannan portaitaisella nostolla 25 prosenttiin halutaan antaa pankkisektorille aikaa sopeutua korkomarginaalien kaventumiseen. Osinkotulojen verotuksessa yhtiöveron hyvitysjärjestelmän on kaavailtu säilyvän ja myös siinä käytetään yhtäläistä 25 prosentin pääomatuloverokantaa. Pääomavoittoihin tulee kohdistamaan yhtenäinen 25 prosentin verokanta omistusajasta ja voiton suuruudesta riippumatta. Jako satunnaisiin myyntivoittoihin ja omaisuuden luovutusvoittoihin poistuu.

Koska pääomavoittojen verotus on ollut pitkään erittäin lievää, niin kiristyvää verotusta pyritään lieventämään siirtymävaiheessa käyttämällä hankintameno-olettamaa pääomavoiton verotettavan osuuden määrittämisessä. Hankintameno-olettama tarkoittaa luovutushinnasta tehtävää hankintameno-vähennystä. Esimerkiksi 100 000 mk luovutushinnasta 50 prosentin hankintameno-olettamalla verotettavaksi pääomavoitoksi saadaan 50 000 mk. Kaavailussa uudessa verojärjestelmässä ennen vuotta 1986 hankittuun omaisuuteen voidaan kohdistaa vähintään 50 prosentin hankintameno luovutushinnasta. Mm. sukupolvenvaihdosluovutuksiin tulee uudessa verojärjestelmässä kohdistamaan lievemmat verokannat.

3.2.2 Eri rahoitusmuotojen kustannukset

Nimellisten ja efektiivisten verokantojen yhtäsuuruuden vuoksi myös eri rahoitusmuotojen nimelliset ja efektiiviset kustannukset ovat yhtä suuria uudessa verojärjestelmässä. Tällöin velkarahoituksen kustannukseksi saadaan 8,3 % yhtenäisellä 25 prosentin verokannalla. Osakerahoituksen kustannus laskee 9,4 prosentista vuonna 1993 8,3 prosenttiin vuonna 1996. Tämän seurauksena velkarahoituksen ja osakerahoituksen verojen jälkeiset kustannukset ovat yhtä suuret. Jakamattomien voittojen rahoituskustannus laskee 11,7 prosentista vuonna 1993 11,0 prosenttiin vuonna 1996.

Selvityksessä laskettujen nimellisten ja efektiivisten verokantojen perusteella arvioituna kaavailun verouudistuksen kattavuus- ja neutraalisuustavoitteet saavutetaan (kuviot 1 ja 2). Yritysverokanta laskee, mutta samalla yritysverotuksen pohja kuitenkin laajenee. Korkotulojen ja pääomavoittojen efektiivinen verotus kiristyy vuosina 1991–96. Osinkotulojen verokantojen kevennys on huomattava: koska yrityksen maksama 25 prosentin vero voitosta hyvitetään osingonsaajalle ja koska

osinkotulojen verokanta on myös 25 %, niin yrityksen jaettuun voittoon kohdistuu ainoastaan yhdenkertainen 25 prosentin vero.

Eri rahoitusmuotojen kustannusten (kuviot 3 ja 4) erot pienenevät uuteen verojärjestelmään siirryttäessä. Samalla kun velkarahoituksen suhteellinen edullisuus häviää, niin osakerahoituksen suhteellinen edullisuus kasvaa. Vuonna 1996 velka- ja osakerahoituksen kustannukset ovat samat. Jakamattomat voitot ovat suhteellisesti kallein rahoitusmuoto.

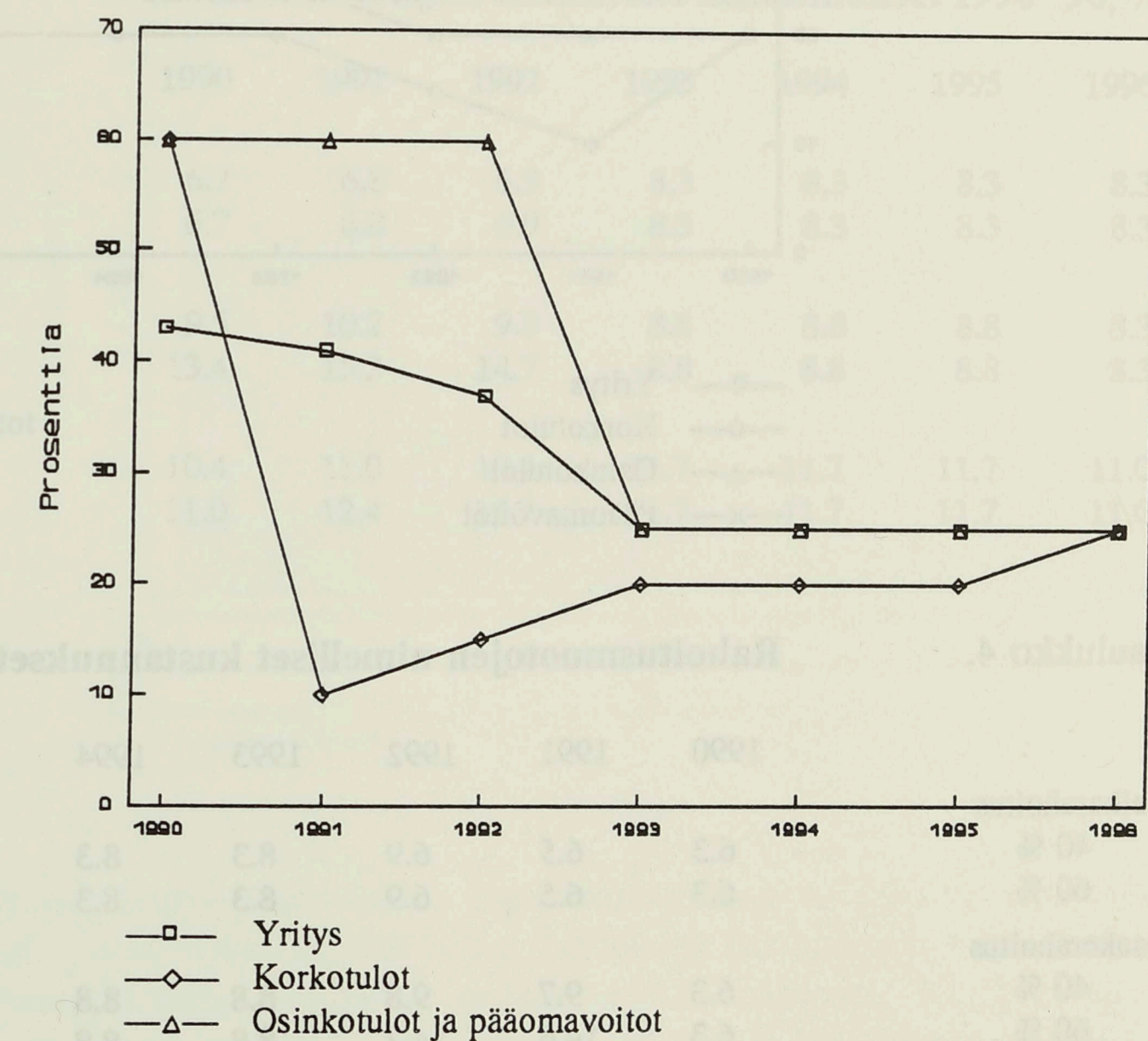
Taulukko 2.

Nimelliset verokannat 1990–96, %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Yhtiöverokanta (τ)	43	41	37	25	25	25	25
Korkotuloverokanta (m)	40	10	15	20	20	20	25
Osinkotuloverokanta (d)	40	40	40	25	25	25	25
Pääomavoittoverokanta (t)	40	40	40	25	25	25	25
	60	60	60				

Kuvio 1.

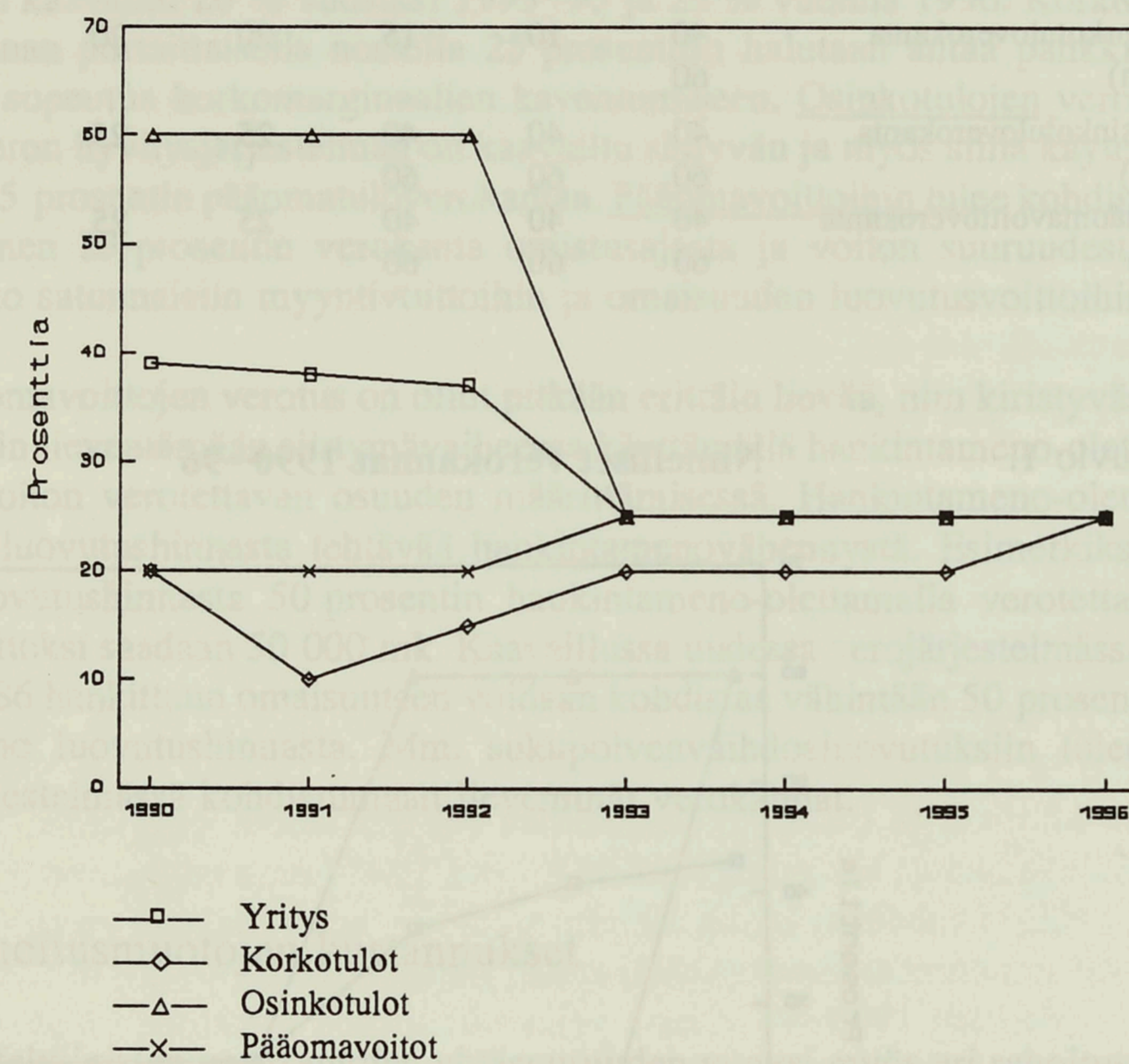
Nimelliset verokannat 1990–96



Taulukko 3. Efektiiviset verokannat 1990–96, %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Yhtiöverokanta (τ)	39	38	37	25	25	25	25
Korkotuloverokanta (m)	15	10	15	20	20	20	25
Osinkotuloverokanta (d)	40	40	40	25	25	25	25
Pääomavoittoverokanta (t)	10	10	10	25	25	25	25
	20	20	20				

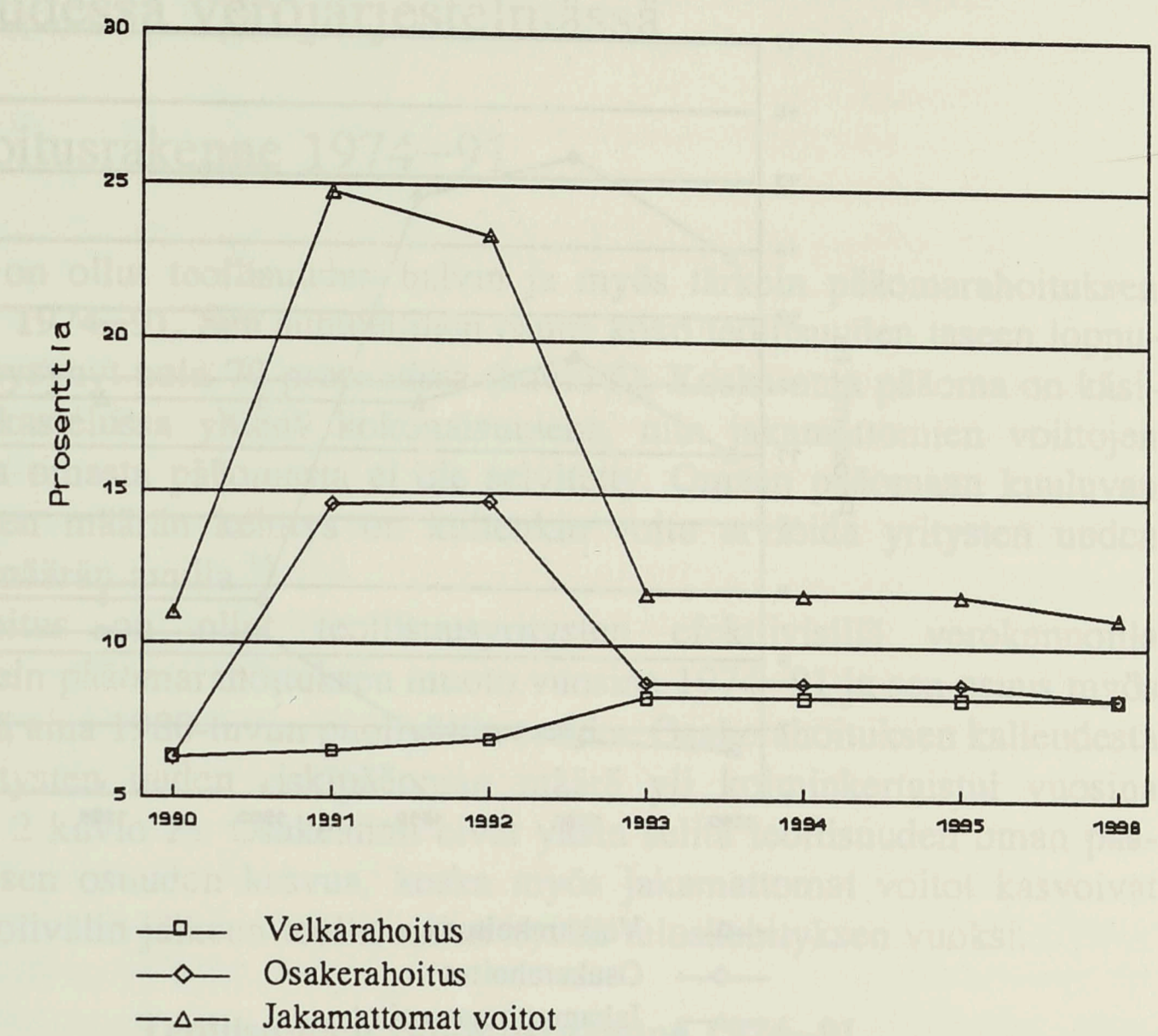
Kuvio 2. Efektiiviset verokannat 1990–96



Taulukko 4. Rahoitusmuotojen nimelliset kustannukset 1990–96, %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Velkarahoitus							
40 %	6.3	6.5	6.9	8.3	8.3	8.3	8.3
60 %	6.3	6.5	6.9	8.3	8.3	8.3	8.3
Osakerahoitus							
40 %	6.3	9.7	9.8	8.8	8.8	8.8	8.3
60 %	6.3	14.6	14.7	8.8	8.8	8.8	8.3
Jakamattomat voitot							
40 %	11.0	16.5	15.6	11.7	11.7	11.7	11.0
60 %	11.0	24.8	23.4	11.7	11.7	11.7	11.0

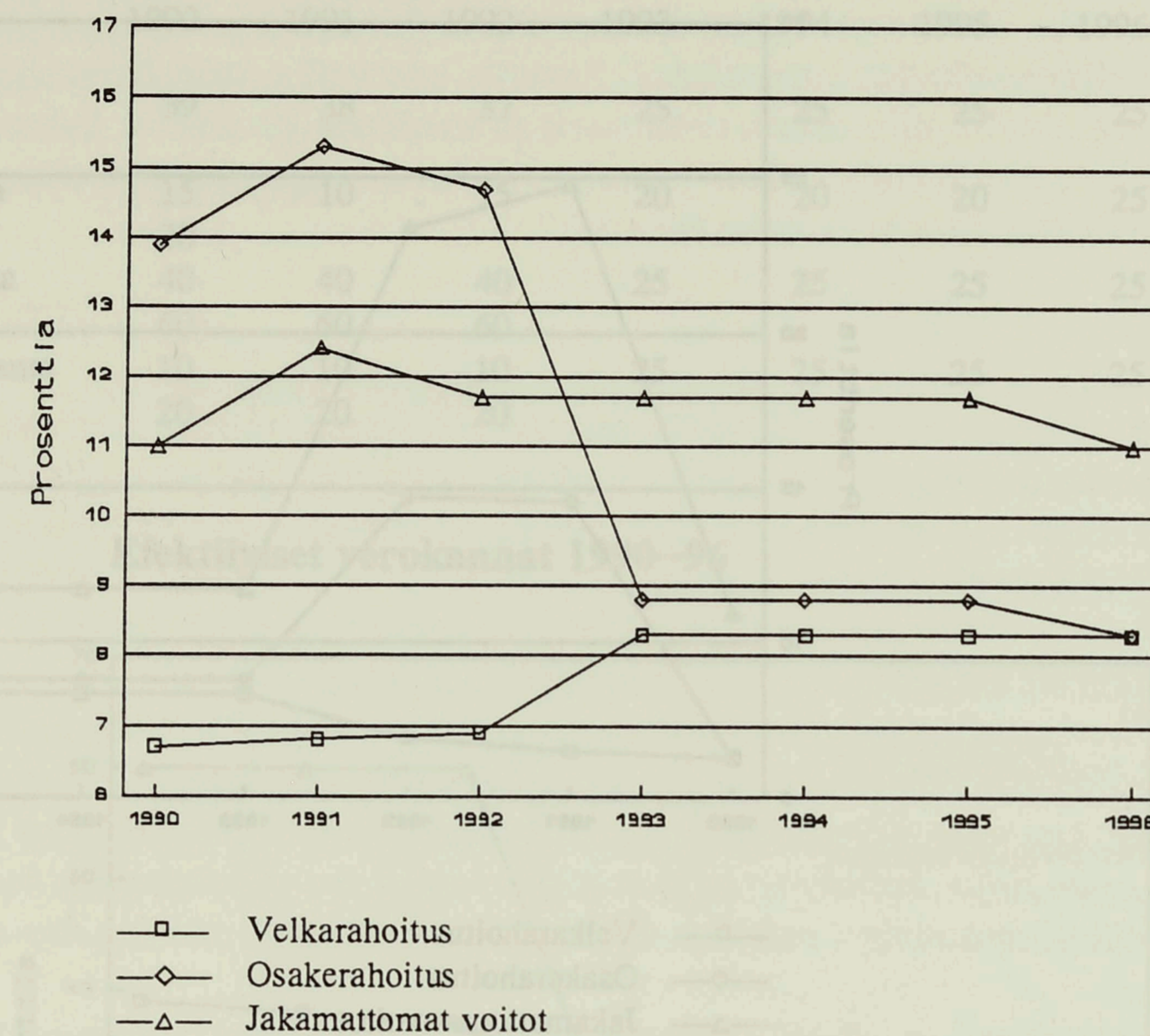
Kuvio 3. Rahoitusmuotojen nimelliset kustannukset 1990–96



Taulukko 5. Rahoitusmuotojen efektiiviset kustannukset 1990–96, %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Velkarahoitus							
40 %	6.7	6.8	6.9	8.3	8.3	8.3	8.3
60 %	6.7	6.8	6.9	8.3	8.3	8.3	8.3
Osakerahoitus							
40 %	9.5	10.2	9.8	8.8	8.8	8.8	8.3
60 %	13.4	15.3	14.7	8.8	8.8	8.8	8.3
Jakamattomat voitot							
40 %	10.4	11.0	10.4	11.7	11.7	11.7	11.0
60 %	11.0	12.4	11.7	11.7	11.7	11.7	11.0

Kuvio 4. Rahoitusmuotojen efektiiviset kustannukset 1990–96



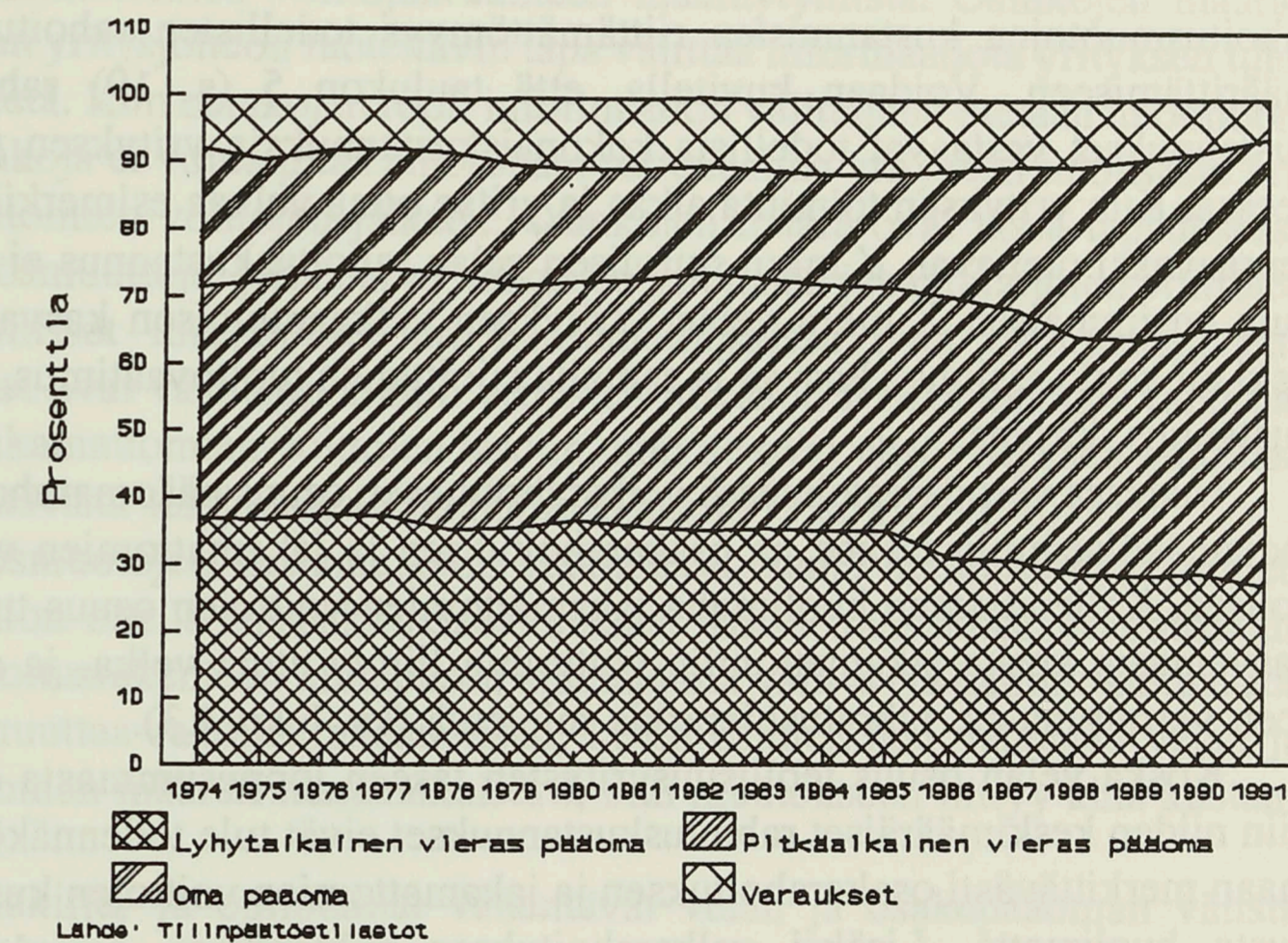
4 Teollisuusyritysten rahoitusrakenne vanhassa ja uudessa verojärjestelmässä

4.1 Rahoitusrakenne 1974–91

Velkarahoitus on ollut teollisuuden halvin ja myös tärkein pääomarahoituksen muoto vuosina 1974–91. Sen suhteellinen osuus koko teollisuuden taseen loppusummasta on pysynyt noin 70 prosentissa (kuvio 5). Koska oma pääoma on käsitelty tässä tarkastelussa yhtenä kokonaisuutena, niin jakamattomien voittojen tarkkaa osuutta omasta pääomasta ei ole selvitetty. Omaan pääomaan kuuluvan osakerahoituksen määrän kehitys on kuitenkin voitu arvioida yritysten uuden riskipääoman määrän avulla.¹⁴

Osakerahoitus on ollut teollisuusyritysten efektiivisillä verokannoilla laskettuna kallein pääomarahoituksen muoto vuosina 1974–91 ja sen osuus myös pysyi vähäisenä aina 1980-luvun puoliväliin saakka. Osakerahoituksen kalleudesta huolimatta yritysten uuden riskipääoman määrä yli kolminkertaistui vuosina 1985–89 (liite 2 kuvio 2). Osakeannit eivät yksin selitä teollisuuden oman pääoman suhteellisen osuuden kasvua, koska myös jakamattomat voitot kasvoivat 1980-luvun puolivälin jälkeen teollisuuden hyvän tuloskehityksen vuoksi.

Kuvio 5. Teollisuuden rahoitusrakenne 1974–91



Yhteenvedona verotuksesta teollisuuden rahoitusrakenteen selittäjänä vanhassa verojärjestelmässä voidaan todeta, että velkarahoituksen kustannus ja suhteellinen osuus pääomarahoituksesta vastaavat erittäin hyvin toisiaan. Korkokulujen vähennysoikeus on siten vinouttanut rahoituskustannuksia ja vaikuttanut merkittävästi teollisuuden rahoitusrakenteeseen. Osakerahoituksen kustannus ei vastaa

¹⁴ Teollisuusyritysten rahoitusrakenteen toimialoittainen tarkastelu liitteessä 2.

1980-luvun puolivälin jälkeen osakerahoituksen määrää. Kalleimman rahoitusmuodon määrän valtava kasvu johtui lähinnä osakemarkkinoilla vallinneesta erikoistilanteesta¹⁵ (liite 2 kuvio 2) yhdistettynä sijoittajien korkeisiin marginaali-veroprosentteihin.

4.2 Rahoitusrakenne uudessa verojärjestelmässä

Kaavaillun verouudistuksen myötä rahoitusmuotojen kustannuserot pienenevät ja velkarahoituksen suhteellinen edullisuus osakerahoitukseen verrattuna poistuu. Jakamattomat voittovarat ovat kallein rahoitusmuoto niihin kohdistuvan kahdenkertaisen verotuksen vuoksi: jakamattomista voitoista peritään ensin 25 prosentin yritysvero ja sitten sijoittajan 25 prosentin pääomavoittovero. Tässä selvityksessä laskettujen eri rahoitusmuotojen kustannusten perusteella yrityksen ei kannata käyttää ollenkaan pidätettyjä voittovaroja investointien rahoittamiseen. Yrityksen optimaalinen rahoitusrakenne olisi uudessa verojärjestelmässä yhdistelmä velasta ja osakepääomasta, joiden suhde määräytyisi yrityksen ja sijoittajien preferenssien ja rahoitusmarkkinoiden tilan mukaan.

Vaikka jokin rahoitusmuoto olisi selvästi edullisin, niin rahoitusrakenne muodostuu kuitenkin harvoin käytännössä nurkkaratkaisusta eli ainoastaan yhdestä rahoitusmuodosta. Vaikka velkarahoitus oli selvästi edullisin pääomarahoituksen muoto yrityksille vuosina 1974–91, niin vieraan pääoman osuus taseen loppusummasta oli korkeimmillaan 74 %. Tähän on syynä verotustekijöillä määriteltyjen eri rahoitusmuotojen kustannusten riittämättömyys todellisten rahoituskustannusten määrittämiseen. Voidaan kuvitella, että taulukon 5 (s. 19) rahoitusmuotojen kustannukset vastaavat todellisia kokonaiskustannuksia yrityksen perustamisvaiheessa. Kun yrityksen toiminta alkaa ja yritys ottaa velkaa esimerkiksi X mk, niin seuraavaksi otettavan Y mk:n suuruisen velan rahoituskustannus ei ole enää sama kuin ensimmäisen X mk:n velan. Yrityksen velkaantumisen kasvaessa yrityksen riski eli konkurssiuhka kasvaa ja samalla sijoittajien tuottovaatimus, eli tässä velan kustannus, kasvaa.

Uudessa verojärjestelmässä velkarahoituksen osuus pääomarahoituksesta mitä todennäköisemmin laskee, ja osakerahoituksen ja jakamattomien voittojen osuus nousee. Kalleudesta huolimatta jakamattomien voittojen osuus tulee luultavasti kasvamaan, koska jakamattomiin voittoihin liittyy etuja velka- ja osakerahoitukseen verrattuna ns. rahoitushierarkia mielessä (ks. luku 4.3).

Koska velan osuus teollisuusyritysten taseen loppusummasta on noin 70 %, niin niiden keskimääräiset rahoituskustannukset eivät tule todennäköisesti muuttamaan merkittävästi osakerahoituksen ja jakamattomien voittojen kustannusten laskusta huolimatta. Lisäksi velkarahoituksen suhteellisen osuuden alenemisen mahdollistamaa rahoituskustannusten laskua voi hidastaa korkotulojen nouseva lähdeverotus. Nouseva lähdeverotus nostaa mahdollisesti pankkien varainhankinnan kustannuksia, joka puolestaan heijastuu velkarahoituksen hintaan. Tällöin korkotason nousu eliminoisi velkarahoituksen suhteellisen osuuden laskun tuoman hyödyn.

¹⁵ Lähinnä osakkeita ostettiin voimakkaan arvonnousun toivossa.

4.3 Verotuksen lisäksi yritysten rahoitusrakenteeseen vaikuttavia tekijöitä

Fazzari, Hubbard ja Petersen (1987) tutkivat rahoitushierarkian vaikutusta yritysten investointeihin käyttäen ns. investointien q-teoriaa. Yrityksen rahoitushierarkian mukaan sisäisellä rahoituksella eli yrityksen jakamattomilla voitoilla on huomattavia kustannusetuja verrattuna (ulkoiseen) rahoitukseen (vieraaseen pääomaan), jota käytetään vasta toissijaisena investointien rahoitustapana. Saatujen tulosten mukaan on yrityksiä, joilla ei ole mahdollisuutta hankkia vierasta pääomaa niin paljon, että mukautuminen pääomakustannusten (cost of capital), rahoitusvaateiden hintojen tai veroperusteisten investointikiihokkeiden muutoksiin olisi mahdollista. Kun yrityksen vieraan pääoman saanti on rajoitettu, niin investoinnit voivat olla yliherkkiä sisäisen rahoituksen eli yrityksen jakamattomien voittojen muutoksille.

Yksi syy yritysten vaikeuksiin saada vierasta pääomaa voi olla yrityksen johdon ja sijoittajien välinen epäsymmetrinen informaatio yrityksen menestysmahdollisuuksista tulevaisuudessa. Jos sijoittajien luottamus yrityksestä saatavaan informaatioon ei ole riittävän suuri, niin yrityksen vieraan pääoman kustannukset voivat nousta erittäin korkeiksi tai ääritapauksessa vieraan pääoman saanti saattaa tyrehtyä kokonaan. Nämä tulokset koskevat erityisesti pieniä ja uusia yrityksiä, jotka eivät ole pörssinoteerattuja tai joiden osakkeilla ei käydä kauppaa ollenkaan. (Fazzari, Hubbard & Petersen 1987 s. 1–8)

Rahoitushierarkian lisäksi on mielenkiintoista tarkastella tarkemmin yrityksen jaettujen ja jakamattomien voittojen suhteen määräytymistä. Osinkojen määrän katsotaan olevan yritysjohdon luotettavin tapa välittää informaatiota yrityksen tulevasta kehityksestä. Kun osinkojen rooli informaation välittäjänä otetaan huomioon, niin silloin osinkoja ei voida pitää ainoastaan residuaalina yrityksen tuloksesta yrityksen jakamattomien voittojen jälkeen. Osinkojen määrä ovat tässä tapauksessa aktiivinen päätösmuuttuja, jonka arvo vaikuttaa yrityksen jakamattomien voittojen määrään. Empiiriset tutkimukset eri kansantalouksissa ovat osoittaneet, että yritysten osingot ovat vakaampia kuin yritysten tulokset. Koska osingot vaikuttavat yrityksen jakamattomien voittojen tasoon, niin ne ovat yksi yrityksen rahoitusrakennetta selittävästä tekijöistä. (tarkemmin King 1977 s. 172–176)

Eri rahoitusmuotojen kustannuksiin vaikuttavat edellä mainitun epäsymmetrisen informaation ohella transaktiokustannukset. Tässä transaktiokustannuksella tarkoitetaan rahoitusrakenteen muutoksen aiheuttamia välitys- ja hallintokuluja. Jos yritys haluaa muuttaa rahoitusrakennettaan, kuten esimerkiksi vähentää velan ja lisätä osakepääoman määrää samanaikaisesti, niin muutokseen liittyy aina kustannuksia.

Vaihtovelkakirja- ja optiolainat vähentävät velan ja osakepääoman välistä rajaa ja velan kustannusta yritykselle, koska vaihtovelkakirja- ja optiolainaan liittyvä oikeus muuttaa velkakirja osakkeeksi alentaa sijoittajan tuottovaatimusta. Samalla yritys kuitenkin luopuu rahoitusrakenteensa täydellisestä kontrollista.

Suomalaisten pääoma- ja rahoitusmarkkinoiden kysyntään- ja tarjontaan vaikuttavat tekijät ovat muuttuneet 1980-luvulla. Pankkien rooli on perinteisesti ollut yritysten rahoituksessa keskeinen ja monet suuret teollisuusyritykset ovat kuuluneet ja kuuluvat edelleen jonkin pankin läheiseen vaikutuspiiriin. Osakerahoituksen ja ulkomaisen rahoituksen määrän kasvu 1980-luvulla kuitenkin vähensi teollisuuden pankkikeskeisyyttä, mutta 1990-luvun alussa alkaneen laskusuhdanteen ja saman aikaisen korkotason nousun myötä pankkien ote yrityksistä kiristyi

jälleen. Kun yritysten velanmaksukyky heikkeni, niin samalla yritysten toimintavapaus väheni, koska pankkien määräysvalta¹⁶ yritysten tulokseen kasvoi.

ETA-sopimuksen voimaantulo, joka ajoittune melko lähelle verouudistusta, poistaa pääoman vapaan liikkumisen esteet eri ETA-maiden väliltä. Viime vuosiin asti Suomessa on melko yleisesti pelätty, että ulkomaiset sijoittajat valtaavat suomalaiset yritykset. Laskusuhdanteen aikana ulkomaisen pääoman uhka on kuitenkin muuttunut peloksi siitä, että Suomi ei houkuttelekaan ulkomaista pääomaa. Suomen valtion nopea velkaantuminen ulkomaille vähentää teollisuuden mahdollisuuksia saada ulkomaista pääomaa.

¹⁶ Korkojen ja lainalyhennysten ajoitus ja määrä.

5 Lopuksi

Kaavaillon pääoma- ja yritysverotusuudistuksen yhtenä tavoitteena on neutraalisuus eri pääomatulojen verotuksen välillä. Samalla kun tämä tavoite saavutetaan, niin eri pääomarahoituksen muotojen kustannukset yhtenäistyvät. Velan suuri osuus teollisuusyritysten taseen loppusummasta voi estää keskimääräisten rahoituskustannusten alenemisen osakerahoituksen ja jakamattomien voittojen kustannusten laskusta huolimatta. Uudessa verojärjestelmässä efektiivisen pääomavoittojen verotuksen herkkyyden suhteen voi muodostua ongelmaksi. Kuten Koskenkylä (1992 s. 5) osoittaa, jo noin 4 prosentin vuosittainen inflaatio kuuden vuoden aikana nostaa efektiivisen pääomavoittojen verokannan 50 prosenttiin.

Velkarahoituksen kustannus nousee ja osakerahoituksen kustannus laskee uudessa verojärjestelmässä. Jakamattomat voitot jäävät kalleimmaksi pääomarahoituksen muodoksi (kuvio 4). Suurin suhteellinen muutos on osakerahoituksen kustannuksen laskeminen velkarahoituksen kustannukseen verrattuna. Rahoituskustannusten yhtenäistyminen vähentää eri rahoitusmuotojen välistä eriarvoisuutta, joka puolestaan lisää yritysten vaihtoehtoja rahoituksen hankinnassa. Velkarahoituksen kustannuksen nousu todennäköisesti vähentää yritysten velkaantumista ja samalla konkurssiherkkyyttä, mutta lopulta rahoitusrakennemuutoksen ratkaisee yritysten tulokehitys sekä rahoitus- ja pääomamarkkinoiden tilanne.

Tällä hetkellä suurin este yritysten rahoitusrakennemuutokselle on korkea markkinakorkotaso yhdessä romahtaneiden yritystulosodotusten kanssa. Teollisuuden keskusliiton (TKL) mukaan teollisuusyritykset maksavat lainoistaan keskimäärin korkeampaa korkoa kuin pankkien muut asiakkaat. TKL:n selvityksen mukaan pienten yritysten lyhytaikaisten lainojen reaaliset kustannukset ovat ääritapauksissa 20 %. Lisäksi teollisuusyritysten korkokulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 1991 noin 6 % ja suhteessa käyttökatteeseen noin 75 %. Jakamattomia voittoja ei ole lähes ollenkaan käytettävissä, ja uuden riskipääoman saatavuus on erittäin vaikeaa. Yritystoiminnan dynaamisuus muutenkin kuin konkurssien muodossa ei ole mahdollista ennen kuin markkinakorko laskee ja kotimainen kysyntä elpyy.

Uuden riskipääoman hankinta ei ole ollut 1980-luvun lopun erikoista pääomamarkkinatilannetta lukuun ottamatta merkittävä pääomarahoituksen lähde suomalaisille yrityksille. Koska monet sijoittajat ovat poistuneet osakemarkkinoilta pörssikurssien laskun myötä, ja koska suomalaisten yritysten tulo-odotukset ovat huonot, niin osakemarkkinoilta hankittava rahoitus ei pysty korvaamaan velkarahoitusta lähitulevaisuudessa.

Yhteenvetona voidaan todeta verotustekijöiden antavan sysäyksen teollisuusyritysten rahoitusrakenteen muutokselle eli vieraan pääoman osuuden alenemiselle ja oman pääoman osuuden kasvulle, mutta perusedellytyksenä on yritysten tulokehityksen ja koko kansantalouden tilan kohentuminen. Vieraan pääoman korot ja kuoletukset on maksettava joka tapauksessa, ja mitä nopeammin tulokset paranevat sitä nopeammin rahoitusrakenteen liikkumavara kasvaa.

Liite 1. Investointivarauksen huomioon otto
efektiivistä yritysverokantaa määritettäessä

Vuosina 1990–91 suurin sallittu investointivaraus yrityksen voitosta ennen muita varauksia ja veroja oli 20 %. Tehdystä investointivarauksen määrästä puolet piti tallettaa Suomen Pankkiin erityiselle sulkutilille, jolle maksettava korko oli Suomen Pankin peruskorko vähennettynä 2,5 prosentilla. Toinen puoli investointivarauksesta oli yrityksen vapaassa käytössä. Investointivarauksen tehtyään yritys pystyi käyttämään sen investointimenojen kattamiseen seuraavan viiden vuoden aikana valtioneuvoston luvalla. Jos investointivaraus jäi käyttämättä, niin yritys pystyi käyttämään vapautuvan talletuksen haluamallaan tavalla. Investointivarauksilla hankituista investointihyödykkeistä yritykset eivät saaneet tehdä normaaleja poistoja. Yritykset joutuivat siis joko a) maksamaan suoraan veroa tuloksestaan valtiolle ja kunnalle tai b) käyttämään investointivarausta ja maksamalla "veroa" sulkutalletuksena Suomen Pankkiin.

KF-mallissa Ruotsia koskevassa osuudessa¹⁷ käytetty efektiivisen yritysverokannan yhtälö on

$$\tau = (1 - v)\tau_s + bv[1 - e^{-(\sigma - \phi)n}] + v\tau_s \left(\frac{a}{a + \sigma}\right) e^{-\sigma n}, \quad (\text{L.1})$$

jossa

- τ_s = yritysten valtion- ja kunnallisverokanta
- v = elinkeinoverolain (EVL) sallima maksimi-investointivaraus
- b = Suomen Pankkiin sijoitettava talletus investointivarauksesta
- ϕ = investointitalletukselle maksettava korko
- σ = yrityksen diskonttauskorko
- n = sulkutalletusajan pituus
- a = investointihyödykkeiden maksipoistoaste.

Yhtälön (1) ensimmäinen termi ilmaisee maksetun yhtiöveron määrän kun investointivaraus on tehty, toinen termi ilmaisee sulkutalletuksen ja vaihtoehdoisen sijoituksen tuottoeroa¹⁸ ja kolmas termi ilmaisee n:n vuoden kuluttua vapautuvalla investointitalletuksella katettavasta investoinnista menetettävien poistojen nykyarvoa.

Taulukkoon 1 on koottu kaavassa (L.1) käytettyjen muuttujien arvot vuosilta 1990–91.

¹⁷ Ruotsissa käytettävä investointirahasto vastaa pääperiaatteissaan Suomen investointivarauksia (King & Fullerton 101–103).

¹⁸ Investointitalletuksille maksettava korko on yleensä yrityksen projekti kohtaista diskonttokorkoa pienempi.

Taulukko 1. Kaavan (L.1) muuttujien arvot 1990–91, %

	1990	1991
Yritysten valtion- ja kunnallisverokanta (τ_s)	43	41
Elinkeinovalolain sallima maksimi-investointivaraus (v)	20	20
Suomen Pankkiin sijoitettava investointitalletus (b)	50	50
Investointitalletukselle maksettava korko (ϕ)	6	6
Yrityksen diskonttauskorko (σ)	13	14
Sulkutalletusajan pituus (vuosina) (n)	5	5
Investointihyödykkeiden maksipoistoaste (a)	9	9

Yritysten valtion- ja kunnallisverokanta τ_s on saatu taulukosta 3 (Nimelliset verokannat 1990–96). EVL:n mukainen suurin sallittu investointivaraus v oli 20 %, Suomen Pankkiin sijoitettava talletus investointivarauksesta b oli 50 % ja investointitalletukselle maksettava korko ϕ oli peruskorko (8,5 %) vähennettynä 2,5 prosentilla eli 6,0 %. Yrityksen diskonttokorkona σ on käytetty jakamattomien voittovarojen rahoituskustannusta¹⁹ (kaava 11), jossa efektiivinen korkotulojen verokanta m ja efektiivinen pääomavoittojen verokanta t^{20} on saatu taulukosta 4. Sulkutalletusajan pituudeksi n on oletettu talletuksen käytön vapauttava viisi vuotta. Investointivarauksilla hankituista hyödykkeistä yritykset eivät siis saaneet tehdä normaaleja poistoja. Tässä tarkastelussa on oletettu, että veroja minimoiva yritys käyttää vapautuvan investointitalletuksen rakennusinvestointiin, koska rakennusten poisto-oikeus on pienempi kuin esim. koneiden. Tämän vuoksi investointihyödykkeiden maksipoistoasteeksi a on valittu 9 % EVL:n 3 luvun 9 §:n mukaan (kivinen rakennus). Sijoittamalla taulukon 1 luvut kaavaan 1 saadaan efektiiviseksi yritysveroasteeksi vuonna 1990 39 % ja vuonna 1991 38 %.

¹⁹ Vaikka yrityksen diskonttotekijä (rahoituskustannus) vaihtelee rahoituslähteittäin, niin yksinkertaisuuden vuoksi rahoitus oletetaan saaduksi ainoastaan jakamattomista voitoista (Ilvonen 1990 s. 36).

²⁰ Marginaaliverokantojen 40 % ja 60 % keskiarvo.

Liite 2. Teollisuusyritysten rahoitusrakenne 1974–1991 toimialoittain

Rahoitusrakennetta kuvaava tilastoaineisto on kerätty Teollisuusyritysten tilinpäätöstilastosta vuosilta 1974–91. Vuosien 1974–88 tiedot ovat Suomen Pankin yritys-tietokannasta, johon on koottu teollisuusyritysten tilinpäätöstietoja. Vuosien 1989–91 tiedot ovat vuoden 1991 tilastosta. Tilinpäätöstilastojen laadintamenetelmä uusittiin vuodesta 1989 lähtien, jolloin tilastojen tietosisältö muuttui ja siirryttiin uuteen toimialaluokitukseen. Teollisuusyritysten tietosisältö läheni sekä yritysten laskentatoimikäytäntöä että virallista tuloslaskelma- ja tasekaavaa. Rahoitusrakenteen erien absoluuttisia luvuissa tilinpäätöstilastojen laadintamenetelmämuutos ilmenee selvästi lukuarvojen tason muutoksena vuosina 1988–89. Tämä tasomuutos yhdessä edellä mainitun vertailuongelmien kanssa rajoittavat rahoitusrakenteen ja kannattavuuslukujen tarkastelun koskemaan ainoastaan rahoituserien suhteellisia osuuksia taseen loppusummasta.

Tilinpäätöstilastot eivät ole suoraan vuositasolla vertailtavissa, koska tilastojen tietopohjan muodostava otos on riippuvainen yritysrekisteristä, josta otos poimitaan ja jonka avulla tiedot estimoidaan. Yritysrakenteen muutokset näkyvät tilastoissa toimiala- ja kokoluokkamuuksina. Tietojen vertailumahdollisuutta on lisätty vuonna 1991 tilinpäätöstilastossa käyttämällä samaa yritysrekisteristä muodostettua kehikkoa vuosien 1989–90 tietoihin. Yritys-tietokannassa on jokaisen vuoden tiedot koottu ko. vuoden tilinpäätöstilastosta. Toimialaluokituksena teollisuusyrityksiin käytetään jakoa metalliteollisuuteen²¹ (ml. metallien valmistus), metsäteollisuuteen²² ja muuhun teollisuuteen²³.

Vuosina 1974–85 teollisuuden rahoituserien suhteelliset osuudet pysyivät varsin vakaina: lyhyt vieras pääoma vaihteli 35–38 prosentin, pitkä vieras pääoma 35–39 prosentin, oma pääoma 16–21 prosentin ja varaukset 7–11 prosentin välillä (kuvio 1). Vuoden 1985 jälkeen lyhytaikaisen **vieraan pääoman** osuus laski noin 30 prosenttiin ja pitkäaikaisen vieraan pääoman pysyi hieman alle 40 prosentissa laskien kuitenkin väliaikaisesti vuosina 1988–89 36 prosenttiin. Teollisuuden vieraan pääoman osuus on pysynyt noin 70 prosentissa vuosina 1974–91.

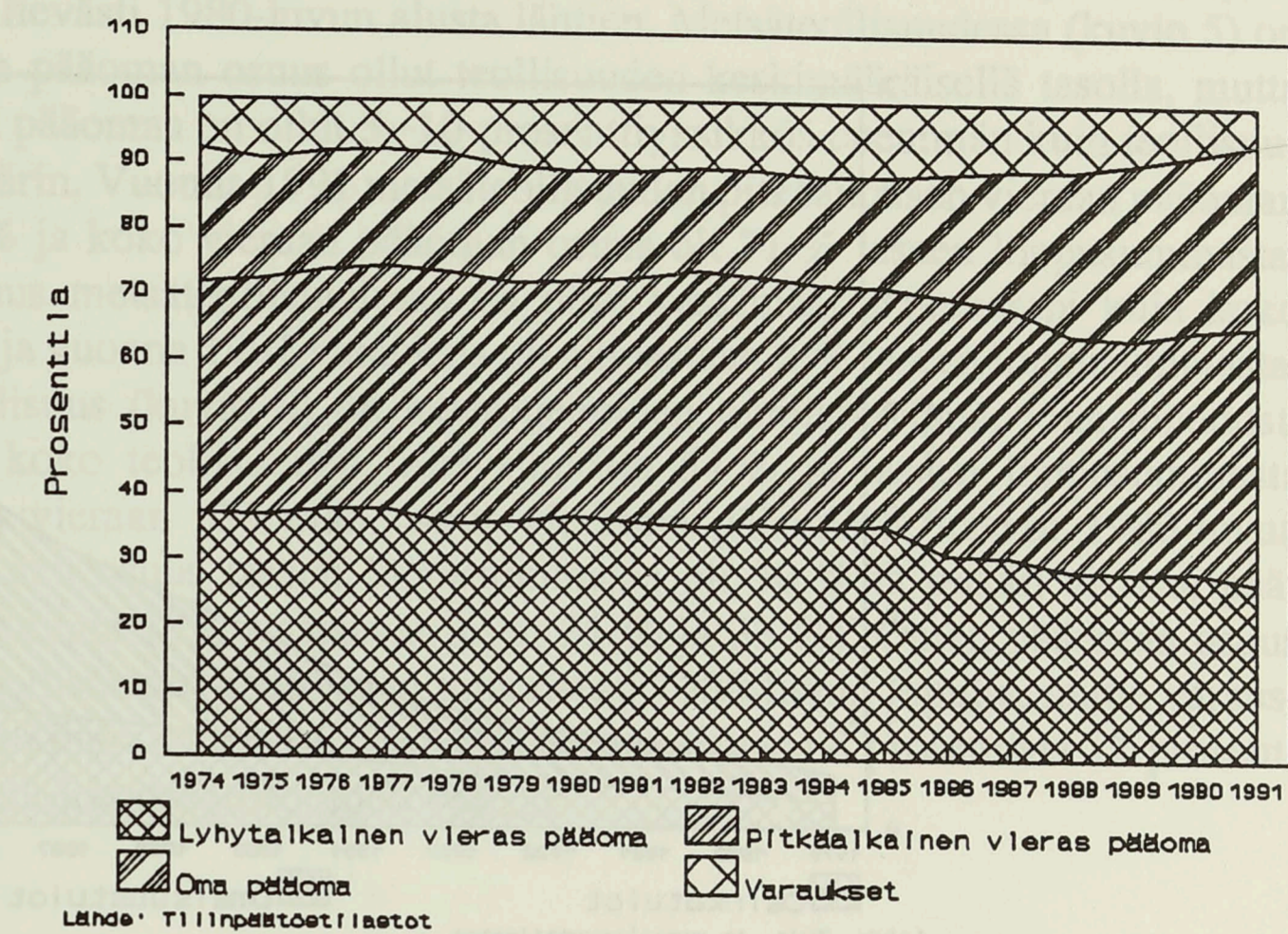
Oman pääoman osuus nousi 25 prosenttiin vuonna 1989 runsaiden osakeantien (kuvio 2) ja hyvän tuloskehityksen vuoksi. Teollisuuden uuden riskipääoman hankinta näyttää noudattavan 1980-luvulla Myers-Majluf hypoteesia: osakkeiden ollessa markkinoilla yliarvostettuja yritykset ovat valmiita laskemaan liikkeeseen uusia maksullisia anteja. Lisäksi hyvä tuloskehitys yhdessä muuttumattoman osinkovirran kanssa (kuvio 3) mahdollistivat jakamattomien voittojen kasvun ja oman pääoman kasvun. Vuoden 1989 verouudistuksessa varasto- ja luottotappiovarauksia päätettiin pienentää asteittain ja tämä vaikutti yhdessä heikentyneen tuloskehityksen kanssa **varausten** osuuden laskuun 1980-luvun 11 prosentista 6 prosenttiin vuonna 1991.

²¹ Luokat 230, 240, 250, 260 ja 270.

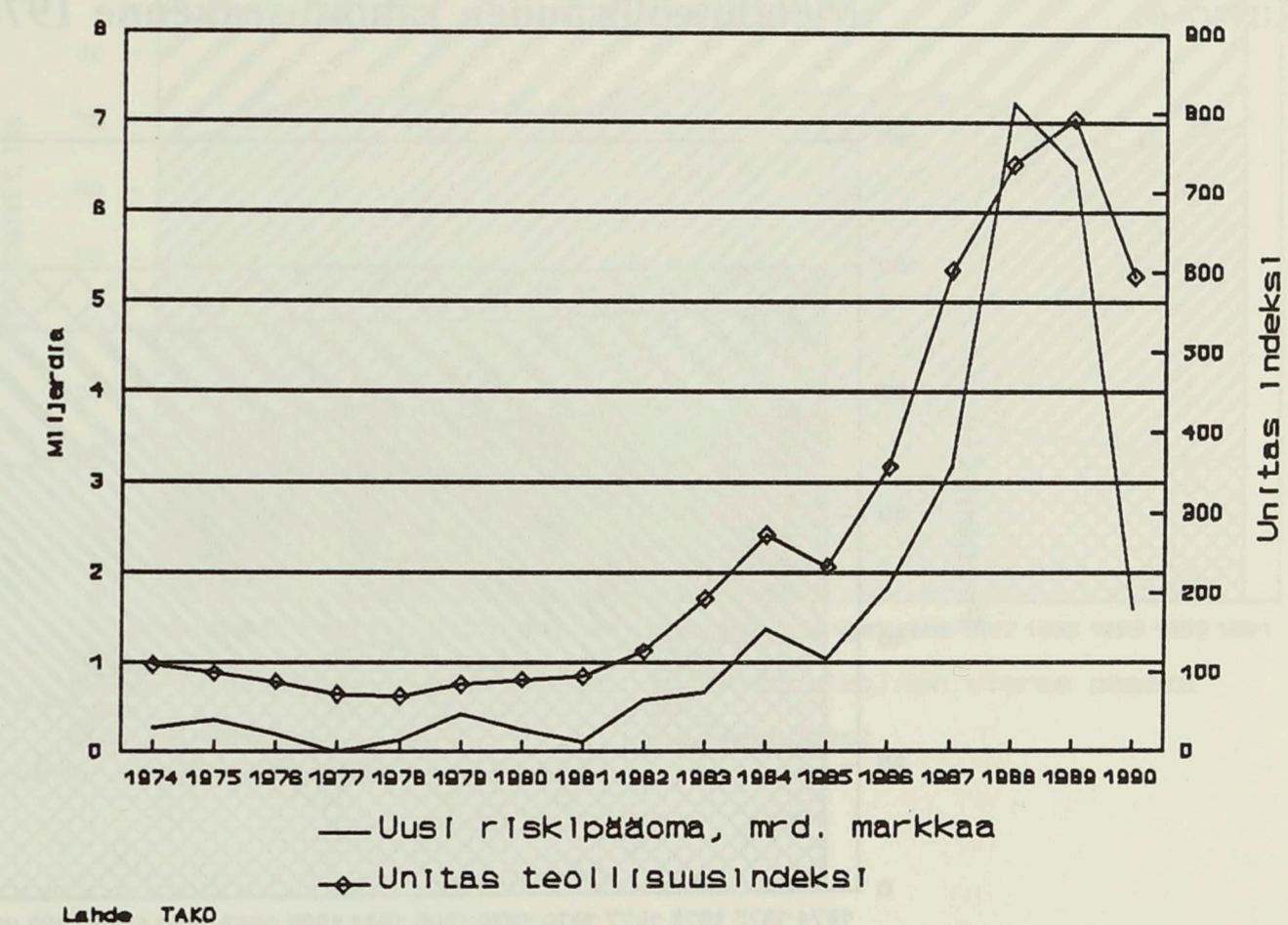
²² Luokat 140 ja 150.

²³ Luokat 110, 116, 120, 131, 134, 160, 170, 180, 184, 190 ja 220.

Kuvio 1. Teollisuuden rahoitusrakenne 1974–91

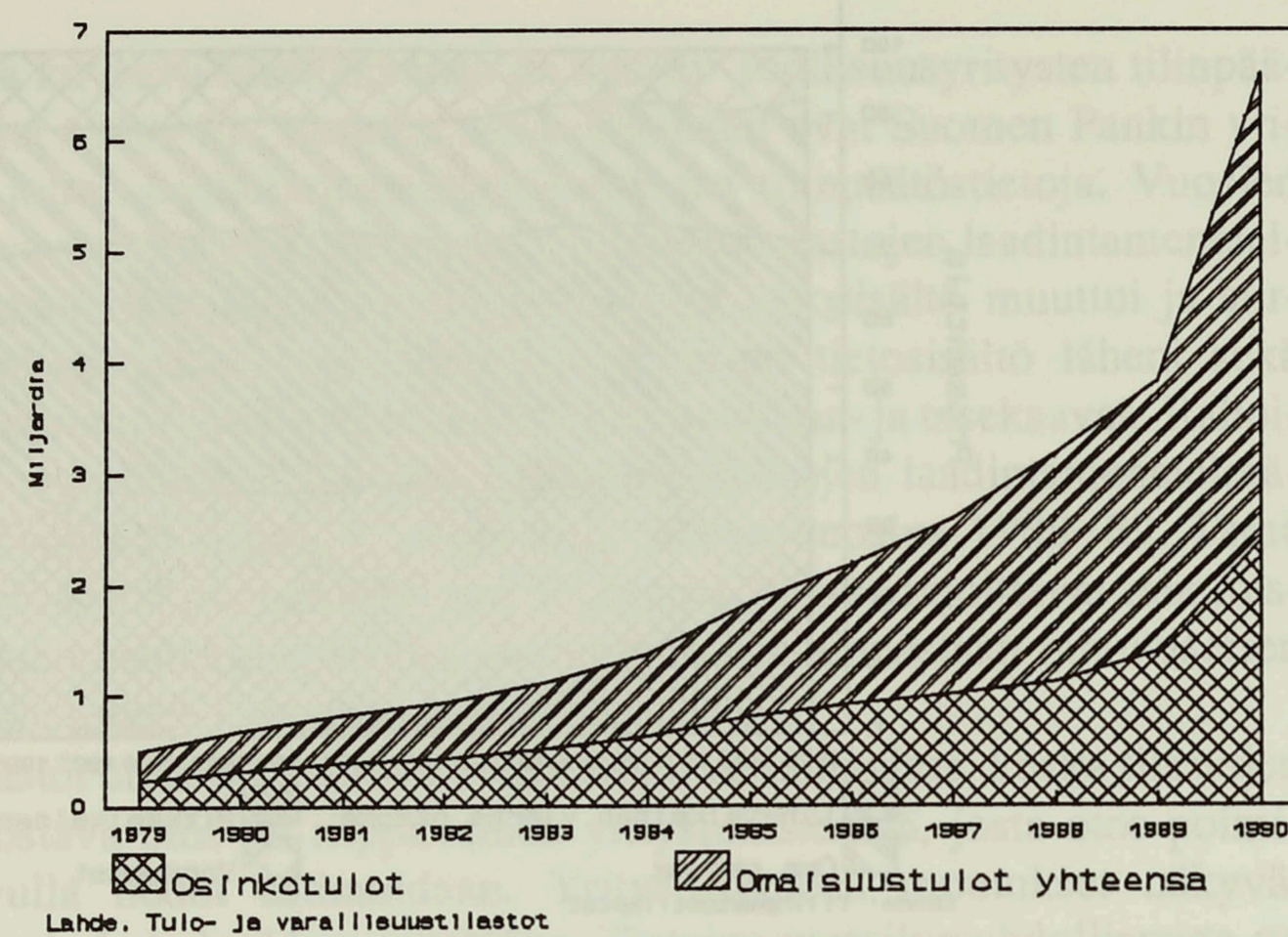


Kuvio 2. Yritysten uusi riskipääoma 1974–90



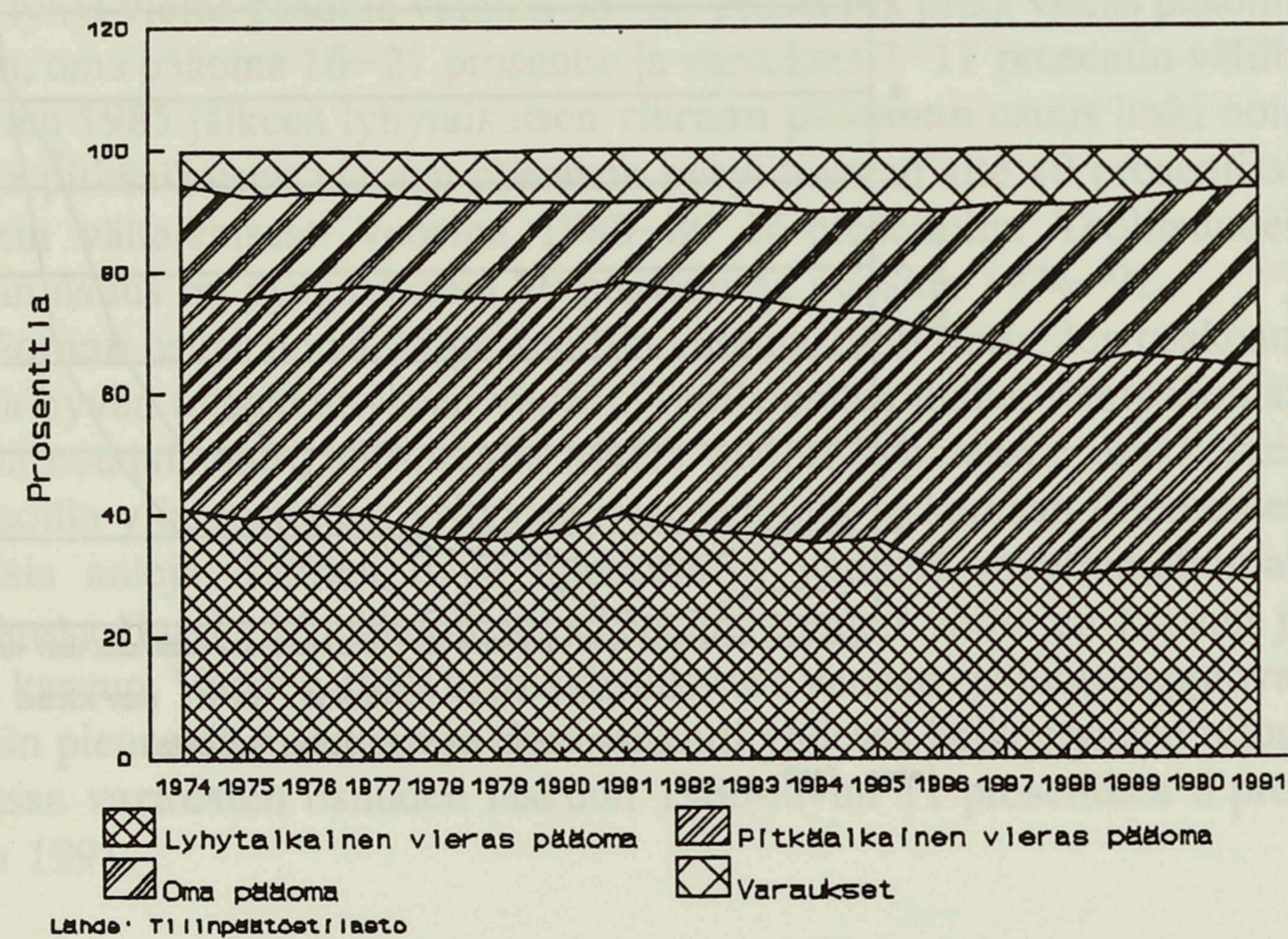
Kuvio 3.

Luonnollisten henkilöiden osinko- ja omaisuustulot 1974–91



Kuvio 4.

Metalliteollisuuden rahoitusrakenne 1974–91

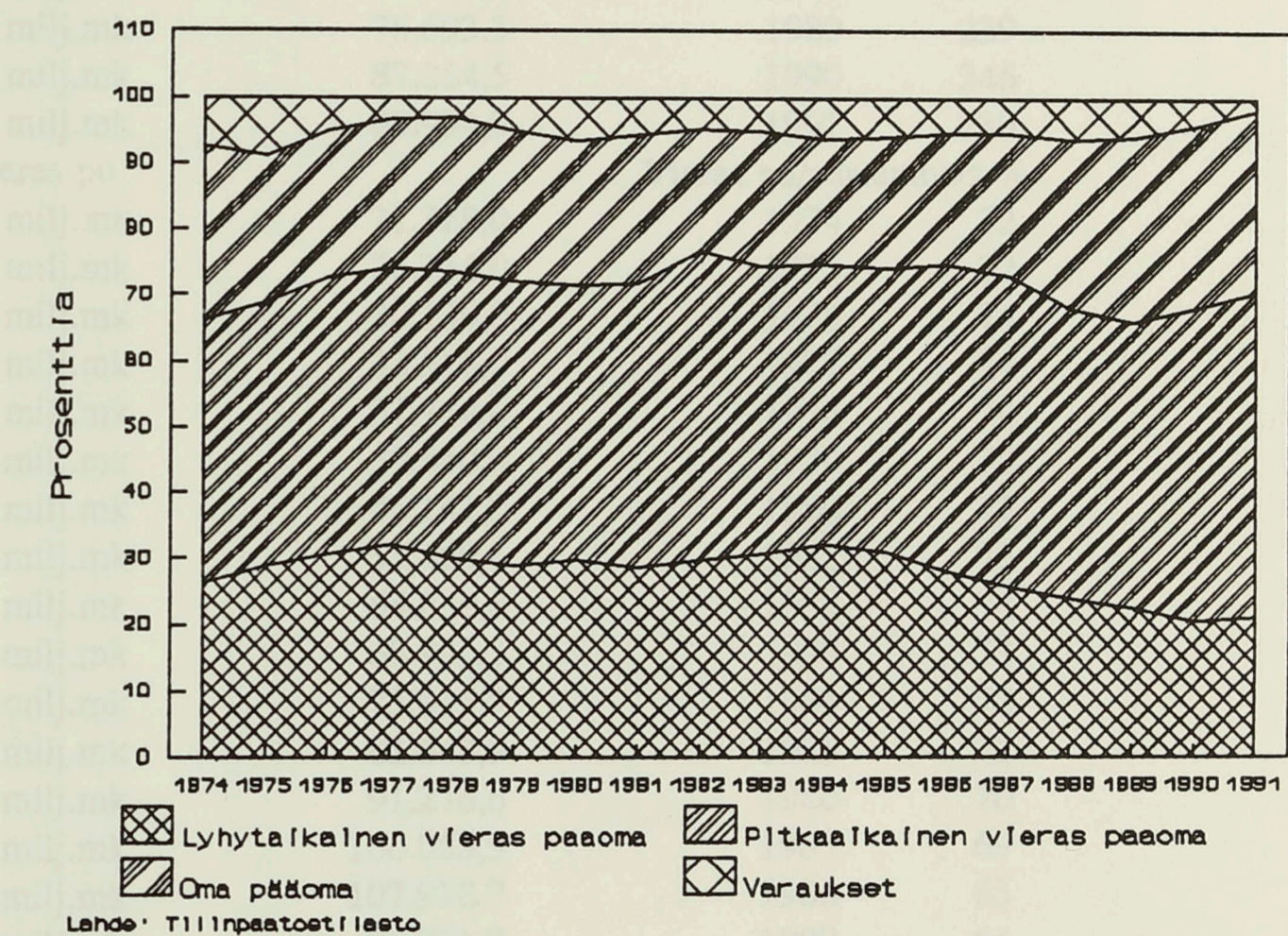


Metalliteollisuuden rahoitusrakenteen kehitys on ollut yhtenevä koko teollisuuden kehityksen kanssa (kuvio 4). Vieraan pääoman osuus on laskenut ja oman pääoman noussut lievästi 1980-luvun alusta lähtien. Metsäteollisuudessa (kuvio 5) on lyhyen vieraan pääoman osuus ollut teollisuuden keskimääräisellä tasolla, mutta pitkää vierasta pääomaa on ollut 5–10 prosenttiyksikköä enemmän kuin teollisuudessa keskimäärin. Vuonna 1991 metsäteollisuuden pitkäaikaisen vieraan pääoman osuus oli 50 % ja koko vieraan pääoman osuus oli 71 % taseen loppusummasta. Varausten osuus metsäteollisuudessa on ollut keskimäärin pienempi kuin koko teollisuudessa ja vuonna 1991 varauksia oli ainoastaan 2 % taseen loppusummasta.

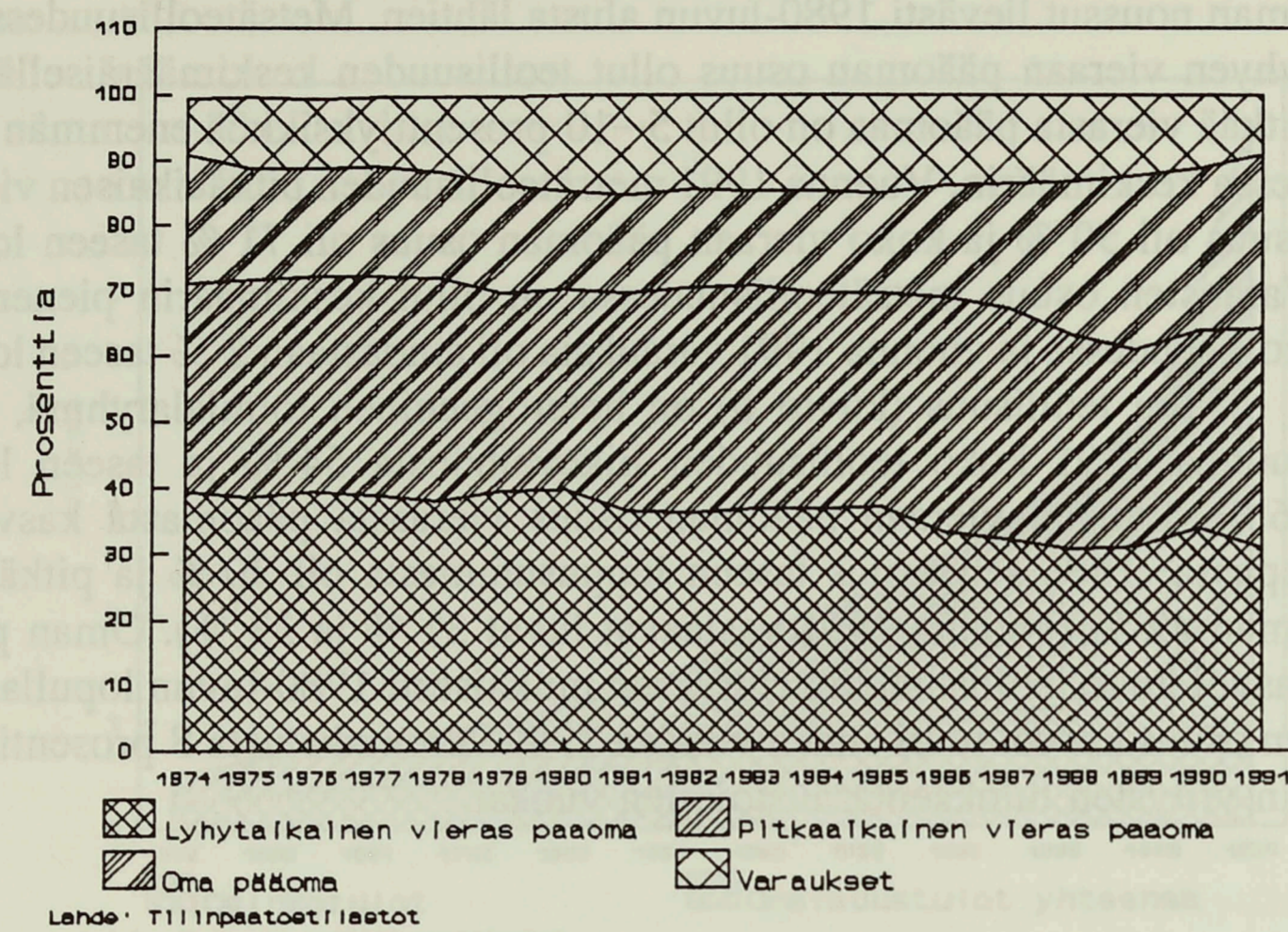
Muu teollisuus (kuvio 6) on heterogeeninen toimialaryhmä, joka muodosti vuonna 1991 koko teollisuuden liikevaihdosta 54 % ja taseen loppusummasta 36 %. Lyhyen vieraan pääoman osuus vieraasta pääomasta kasvoi 1980-luvun lopussa: 1986 sen osuus taseen loppusummasta oli 30 % ja pitkän vieraan pääoman 42 % (vuonna 1991 vastaavat luvut 31 % ja 33 %). Oman pääoman osuus kasvoi koko teollisuuden kehityksen mukaisesti 1980-luvun lopulla, mutta varausten osuus kasvoi juuri ennen vuoden 1989 verouudistusta 8 prosentista 12 prosenttiin yritysten tuloksentasauksien vuoksi.

Kuvio 5.

Metsäteollisuuden rahoitusrakenne 1974–91



Kuvio 6. Muun teollisuuden rahoitusrakenne 1974–91



Liite 3. Teollisuuden rahoitusrakenne-erät 1974–1991

Teollisuusyritysten tilinpäätöstilasto 1991

Suurteollisuus yhteensä		110–270	
Lyhytaikainen vieras po			
1974 milj.mk	22.725,0	Vieras/oma po %	1974 349
1975 milj.mk	27.086,0		1975 399
1976 milj.mk	31.308,0		1976 410
1977 milj.mk	34.288,0		1977 415
1978 milj.mk	35.067,0		1978 410
1979 milj.mk	39.419,0		1979 401
1980 milj.mk	47.760,0		1980 430
1981 milj.mk	53.930,5		1981 445
1982 milj.mk	59.068,9		1982 467
1983 milj.mk	65.090,1		1983 451
1984 milj.mk	72.904,4		1984 434
1985 milj.mk	80.628,3		1985 425
1986 milj.mk	72.517,2		1986 375
1987 milj.mk	81.336,0		1987 324
1988 milj.mk	87.709,5		1988 257
1989 milj.mk	76.693,3		1989 239
1990 milj.mk	87.064,5		1990 246
1991 milj.mk	89.994,9		1991 239
Pitkäaikainen vieras po			
1974 milj.mk	21.328,0	Vieras po/vastattavaa %	1974 72
1975 milj.mk	26.236,0		1975 72
1976 milj.mk	30.139,0		1976 74
1977 milj.mk	33.518,0		1977 74
1978 milj.mk	37.764,0		1978 74
1979 milj.mk	39.840,0		1979 72
1980 milj.mk	46.141,0		1980 72
1981 milj.mk	55.460,1		1981 73
1982 milj.mk	64.830,8		1982 74
1983 milj.mk	68.931,5		1983 73
1984 milj.mk	75.925,9		1984 72
1985 milj.mk	82.643,9		1985 72
1986 milj.mk	91.276,6		1986 70
1987 milj.mk	100.055,5		1987 69
1988 milj.mk	107.978,7		1988 65
1989 milj.mk	95.701,7		1989 64
1990 milj.mk	111.813,3		1990 66
1991 milj.mk	129.699,9		1991 66
Vieras pääoma yhteensä			
1974 milj.mk	44.053,0	Oma po/vastattavaa %	1974 21
1975 milj.mk	53.322,0		1975 18
1976 milj.mk	61.447,0		1976 18
1977 milj.mk	67.806,0		1977 18
1978 milj.mk	72.831,0		1978 18
1979 milj.mk	79.259,0		1979 18
1980 milj.mk	93.901,0		1980 17
1981 milj.mk	109.390,5		1981 16
1982 milj.mk	123.899,7		1982 16
1983 milj.mk	134.021,6		1983 16

1984 milj.mk	148.830,4	1984	17
1985 milj.mk	163.272,2	1985	17
1986 milj.mk	163.793,8	1986	19
1987 milj.mk	181.391,5	1987	21
1988 milj.mk	195.688,1	1988	25
1989 milj.mk	172.395,0	1989	27
1990 milj.mk	198.877,8	1990	27
1991 milj.mk	219.694,8	1991	28
Varaukset		Lyh.vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	4.570,0	1974	37
1975 milj.mk	6.800,0	1975	37
1976 milj.mk	6.652,0	1976	38
1977 milj.mk	6.824,0	1977	38
1978 milj.mk	7.956,0	1978	35
1979 milj.mk	10.876,0	1979	36
1980 milj.mk	14.038,0	1980	37
1981 milj.mk	16.380,8	1981	36
1982 milj.mk	16.928,7	1982	35
1983 milj.mk	19.472,0	1983	36
1984 milj.mk	23.267,7	1984	35
1985 milj.mk	25.657,6	1985	35
1986 milj.mk	25.025,5	1986	31
1987 milj.mk	26.821,5	1987	31
1988 milj.mk	30.802,3	1988	29
1989 milj.mk	24.577,5	1989	28
1990 milj.mk	23.456,5	1990	29
1991 milj.mk	19.538,1	1991	27
Osakepääoma		Osakepääoma/vastattavaa %	
1974 milj.mk	5.165,0	1974	8
1975 milj.mk	6.092,0	1975	8
1976 milj.mk	6.999,0	1976	8
1977 milj.mk	7.526,0	1977	8
1978 milj.mk	8.319,0	1978	8
1979 milj.mk	8.944,0	1979	8
1980 milj.mk	10.017,0	1980	8
1981 milj.mk	10.469,9	1981	7
1982 milj.mk	11.896,1	1982	7
1983 milj.mk	12.859,1	1983	7
1984 milj.mk	14.249,7	1984	7
1985 milj.mk	16.404,9	1985	7
1986 milj.mk	17.833,2	1986	8
1987 milj.mk	22.439,7	1987	8
1988 milj.mk	25.157,0	1988	8
1989 milj.mk	22.486,9	1989	8
1990 milj.mk	27.368,1	1990	9
1991 milj.mk	31.934,0	1991	10
Oma pääoma		Pitkä vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	12.639,0	1974	35
1975 milj.mk	13.377,0	1975	36
1976 milj.mk	14.988,0	1976	36
1977 milj.mk	16.357,0	1977	37
1978 milj.mk	17.784,0	1978	38
1979 milj.mk	19.786,0	1979	36
1980 milj.mk	21.845,0	1980	36
1981 milj.mk	24.575,0	1981	37
1982 milj.mk	26.556,6	1982	39
1983 milj.mk	29.698,1	1983	38
1984 milj.mk	34.321,7	1984	37

1985 milj.mk	38.428,0	1985	36
1986 milj.mk	43.729,0	1986	39
1987 milj.mk	55.933,9	1987	38
1988 milj.mk	76.082,0	1988	36
1989 milj.mk	72.020,7	1989	36
1990 milj.mk	80.889,4	1990	37
1991 milj.mk	91.981,6	1991	39
Arvostuserät		Varaukset/vastattavaa %	
1974 milj.mk	213,0	1974	7
1975 milj.mk	221,0	1975	9
1976 milj.mk	236,0	1976	8
1977 milj.mk	311,0	1977	7
1978 milj.mk	379,0	1978	8
1979 milj.mk	280,0	1979	10
1980 milj.mk	83,0	1980	11
1981 milj.mk	99,5	1981	11
1982 milj.mk	31,6	1982	10
1983 milj.mk	136,7	1983	11
1984 milj.mk	65,5	1984	11
1985 milj.mk	195,5	1985	11
1986 milj.mk	159,5	1986	11
1987 milj.mk	150,2	1987	10
1988 milj.mk	248,8	1988	10
1989 milj.mk	110,7	1989	9
1990 milj.mk	66,6	1990	8
1991 milj.mk	41,4	1991	6
Vastattavaa yhteensä		Osakepääoma/omapääoma %	
1974 milj.mk	61.473,0	1974	41
1975 milj.mk	73.720,0	1975	46
1976 milj.mk	83.323,0	1976	47
1977 milj.mk	91.298,0	1977	46
1978 milj.mk	98.950,0	1978	47
1979 milj.mk	110.201,0	1979	45
1980 milj.mk	129.867,0	1980	46
1981 milj.mk	150.445,8	1981	43
1982 milj.mk	167.416,5	1982	45
1983 milj.mk	183.328,5	1983	43
1984 milj.mk	206.485,2	1984	42
1985 milj.mk	227.553,3	1985	43
1986 milj.mk	232.707,7	1986	41
1987 milj.mk	264.297,1	1987	40
1988 milj.mk	302.821,3	1988	33
1989 milj.mk	269.103,9	1989	31
1990 milj.mk	303.290,3	1990	34
1991 milj.mk	331.255,9	1991	35

Vuosien 1980–88 tiedot yritys-tietokannasta
 Vuosien 1989–91 tiedot Teollisuusyritysten
 Tilinpäätöstilastosta 1991, suuret yritykset

Metalliteollisuus yhteensä		110-270		
Lyhytaikainen vieras po			Vieras/oma po %	
1974 milj.mk	7449,0	1974	427	
1975 milj.mk	9008,0	1975	456	
1976 milj.mk	9866,0	1976	488	
1977 milj.mk	10560,0	1977	513	
1978 milj.mk	10075,0	1978	487	
1979 milj.mk	10676,0	1979	467	
1980 milj.mk	13527,0	1980	516	
1981 milj.mk	17095,6	1981	607	
1982 milj.mk	21150,8	1982	513	
1983 milj.mk	22304,1	1983	488	
1984 milj.mk	24158,0	1984	451	
1985 milj.mk	26852,3	1985	429	
1986 milj.mk	24623,7	1986	343	
1987 milj.mk	30866,6	1987	288	
1988 milj.mk	29886,0	1988	241	
1989 milj.mk	26149,5	1989	260	
1990 milj.mk	26395,7	1990	234	
1991 milj.mk	28623,2	1991	218	
Pitkäaikainen vieras po			Vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	6498,0	1974	77	
1975 milj.mk	8378,0	1975	76	
1976 milj.mk	8806,0	1976	77	
1977 milj.mk	9827,0	1977	78	
1978 milj.mk	11024,0	1978	76	
1979 milj.mk	11845,0	1979	75	
1980 milj.mk	14189,0	1980	77	
1981 milj.mk	16102,0	1981	79	
1982 milj.mk	22198,9	1982	77	
1983 milj.mk	23285,1	1983	76	
1984 milj.mk	26043,4	1984	74	
1985 milj.mk	27977,1	1985	73	
1986 milj.mk	31780,2	1986	70	
1987 milj.mk	35018,5	1987	68	
1988 milj.mk	34182,3	1988	64	
1989 milj.mk	29880,7	1989	66	
1990 milj.mk	30114,0	1990	65	
1991 milj.mk	33928,7	1991	64	
Vieras pääoma yhteensä			Oma po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	13947,0	1974	18	
1975 milj.mk	17386,0	1975	17	
1976 milj.mk	18672,0	1976	16	
1977 milj.mk	20387,0	1977	15	
1978 milj.mk	21099,0	1978	16	
1979 milj.mk	22521,0	1979	16	
1980 milj.mk	27716,0	1980	15	
1981 milj.mk	33197,6	1981	13	
1982 milj.mk	43349,7	1982	15	
1983 milj.mk	45589,2	1983	15	
1984 milj.mk	50201,4	1984	16	
1985 milj.mk	54829,4	1985	17	
1986 milj.mk	56403,9	1986	20	
1987 milj.mk	65885,2	1987	24	
1988 milj.mk	64068,3	1988	27	
1989 milj.mk	56030,2	1989	26	
1990 milj.mk	56509,7	1990	28	
1991 milj.mk	62551,9	1991	30	

Varaukset		Lyh.vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	987,0	1974	41
1975 milj.mk	1725,0	1975	39
1976 milj.mk	1627,0	1976	41
1977 milj.mk	1791,0	1977	40
1978 milj.mk	2035,0	1978	36
1979 milj.mk	2453,0	1979	36
1980 milj.mk	3029,0	1980	37
1981 milj.mk	3533,3	1981	41
1982 milj.mk	4560,0	1982	38
1983 milj.mk	5423,3	1983	37
1984 milj.mk	6789,3	1984	35
1985 milj.mk	7229,2	1985	36
1986 milj.mk	8104,4	1986	30
1987 milj.mk	8431,1	1987	32
1988 milj.mk	9006,4	1988	30
1989 milj.mk	6835,0	1989	31
1990 milj.mk	6040,3	1990	30
1991 milj.mk	6130,7	1991	29
Osakepääoma		Osakepääoma/vastattavaa %	
1974 milj.mk	1517,0	1974	8
1975 milj.mk	1967,0	1975	9
1976 milj.mk	2089,0	1976	9
1977 milj.mk	2254,0	1977	9
1978 milj.mk	2466,0	1978	9
1979 milj.mk	2663,0	1979	9
1980 milj.mk	2920,0	1980	8
1981 milj.mk	3058,8	1981	7
1982 milj.mk	4258,6	1982	8
1983 milj.mk	4298,8	1983	7
1984 milj.mk	4838,8	1984	7
1985 milj.mk	5457,5	1985	7
1986 milj.mk	6286,6	1986	8
1987 milj.mk	8796,7	1987	9
1988 milj.mk	8964,7	1988	9
1989 milj.mk	8336,6	1989	10
1990 milj.mk	9236,6	1990	11
1991 milj.mk	11862,8	1991	12
Oma pääoma		Pitkä vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	3269,0	1974	36
1975 milj.mk	3815,0	1975	37
1976 milj.mk	3830,0	1976	36
1977 milj.mk	3973,0	1977	37
1978 milj.mk	4330,0	1978	40
1979 milj.mk	4824,0	1979	40
1980 milj.mk	5367,0	1980	39
1981 milj.mk	5471,2	1981	38
1982 milj.mk	8457,0	1982	39
1983 milj.mk	9341,2	1983	39
1984 milj.mk	11127,0	1984	38
1985 milj.mk	12775,2	1985	37
1986 milj.mk	16451,2	1986	39
1987 milj.mk	22884,3	1987	36
1988 milj.mk	26542,1	1988	34
1989 milj.mk	21529,6	1989	35
1990 milj.mk	24114,6	1990	35
1991 milj.mk	28759,0	1991	35

Arvostuserät		Varaukset/vastattavaa %	
1974 milj.mk	28,0	1974	5
1975 milj.mk	22,0	1975	8
1976 milj.mk	31,0	1976	7
1977 milj.mk	87,0	1977	7
1978 milj.mk	153,0	1978	7
1979 milj.mk	33,0	1979	8
1980 milj.mk	0,0	1980	8
1981 milj.mk	0,6	1981	8
1982 milj.mk	1,6	1982	8
1983 milj.mk	4,4	1983	9
1984 milj.mk	4,3	1984	10
1985 milj.mk	111,4	1985	10
1986 milj.mk	82,8	1986	10
1987 milj.mk	26,1	1987	9
1988 milj.mk	32,2	1988	9
1989 milj.mk	0,0	1989	8
1990 milj.mk	0,0	1990	7
1991 milj.mk	2,8	1991	6
Vastattavaa yhteensä		Osakepääoma/omapääoma %	
1974 milj.mk	18230,0	1974	46
1975 milj.mk	22949,0	1975	52
1976 milj.mk	24158,0	1976	55
1977 milj.mk	26238,0	1977	57
1978 milj.mk	27619,0	1978	57
1979 milj.mk	29832,0	1979	55
1980 milj.mk	36113,0	1980	54
1981 milj.mk	42203,3	1981	56
1982 milj.mk	56368,3	1982	50
1983 milj.mk	60358,1	1983	46
1984 milj.mk	68122,0	1984	43
1985 milj.mk	74945,3	1985	43
1986 milj.mk	81042,4	1986	38
1987 milj.mk	97226,8	1987	38
1988 milj.mk	99649,0	1988	34
1989 milj.mk	84394,7	1989	39
1990 milj.mk	86664,7	1990	38
1991 milj.mk	97444,5	1991	41

Metsäteollisuus yhteensä

Lyhytaikainen vieras po		Vieras/oma po %	
1974 milj.mk	3548,0	1974	255
1975 milj.mk	4581,0	1975	310
1976 milj.mk	6769,0	1976	328
1977 milj.mk	7826,0	1977	330
1978 milj.mk	7864,0	1978	319
1979 milj.mk	8193,0	1979	319
1980 milj.mk	9492,0	1980	325
1981 milj.mk	10486,0	1981	319
1982 milj.mk	10798,6	1982	416
1983 milj.mk	12283,3	1983	363
1984 milj.mk	14465,5	1984	390
1985 milj.mk	14684,1	1985	374
1986 milj.mk	13362,8	1986	381
1987 milj.mk	13290,8	1987	342
1988 milj.mk	16479,4	1988	266
1989 milj.mk	17566,5	1989	234
1990 milj.mk	19485,2	1990	247
1991 milj.mk	23728,5	1991	257
Pitkäaikainen vieras po		Vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	5396,0	1974	66
1975 milj.mk	6373,0	1975	69
1976 milj.mk	9206,0	1976	73
1977 milj.mk	10175,0	1977	74
1978 milj.mk	11399,0	1978	74
1979 milj.mk	12273,0	1979	72
1980 milj.mk	13188,0	1980	72
1981 milj.mk	15687,5	1981	72
1982 milj.mk	17053,3	1982	77
1983 milj.mk	17521,4	1983	74
1984 milj.mk	19188,2	1984	75
1985 milj.mk	20404,8	1985	74
1986 milj.mk	22332,5	1986	75
1987 milj.mk	24589,2	1987	73
1988 milj.mk	30045,0	1988	68
1989 milj.mk	33913,6	1989	66
1990 milj.mk	45597,8	1990	68
1991 milj.mk	55939,3	1991	71
Vieras pääoma yhteensä		Oma po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	8944,0	1974	26
1975 milj.mk	10954,0	1975	22
1976 milj.mk	15975,0	1976	22
1977 milj.mk	18001,0	1977	22
1978 milj.mk	19263,0	1978	23
1979 milj.mk	20466,0	1979	23
1980 milj.mk	22680,0	1980	22
1981 milj.mk	26173,4	1981	23
1982 milj.mk	27851,9	1982	18
1983 milj.mk	29804,8	1983	21
1984 milj.mk	33653,6	1984	19
1985 milj.mk	35088,9	1985	20
1986 milj.mk	35695,2	1986	20
1987 milj.mk	37879,9	1987	21
1988 milj.mk	46524,4	1988	26
1989 milj.mk	51480,1	1989	28
1990 milj.mk	65083,0	1990	28
1991 milj.mk	79667,8	1991	27

Varaukset		Lyh.vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	1011,0	1974	26
1975 milj.mk	1389,0	1975	29
1976 milj.mk	1097,0	1976	31
1977 milj.mk	793,0	1977	32
1978 milj.mk	801,0	1978	30
1979 milj.mk	1405,0	1979	29
1980 milj.mk	2017,0	1980	30
1981 milj.mk	1996,5	1981	29
1982 milj.mk	1697,1	1982	30
1983 milj.mk	1959,7	1983	31
1984 milj.mk	2740,9	1984	32
1985 milj.mk	2712,2	1985	31
1986 milj.mk	2558,9	1986	28
1987 milj.mk	2748,1	1987	26
1988 milj.mk	4170,5	1988	24
1989 milj.mk	4479,1	1989	22
1990 milj.mk	4035,5	1990	20
1991 milj.mk	2181,8	1991	21
Osakepääoma		Osakepääoma/vastattavaa %	
1974 milj.mk	1017,0	1974	8
1975 milj.mk	1367,0	1975	9
1976 milj.mk	1897,0	1976	9
1977 milj.mk	1980,0	1977	8
1978 milj.mk	2111,0	1978	8
1979 milj.mk	2215,0	1979	8
1980 milj.mk	2437,0	1980	8
1981 milj.mk	2693,7	1981	7
1982 milj.mk	2727,4	1982	8
1983 milj.mk	3231,0	1983	8
1984 milj.mk	3337,8	1984	7
1985 milj.mk	4028,7	1985	9
1986 milj.mk	3806,2	1986	8
1987 milj.mk	4378,4	1987	8
1988 milj.mk	5744,1	1988	8
1989 milj.mk	7391,3	1989	9
1990 milj.mk	9537,1	1990	10
1991 milj.mk	10348,7	1991	9
Oma pääoma		Pitkä vieras po/vastattavaa %	
1974 milj.mk	3505,0	1974	40
1975 milj.mk	3531,0	1975	40
1976 milj.mk	4870,0	1976	42
1977 milj.mk	5450,0	1977	42
1978 milj.mk	6040,0	1978	44
1979 milj.mk	6409,0	1979	43
1980 milj.mk	6979,0	1980	42
1981 milj.mk	8211,0	1981	43
1982 milj.mk	6691,7	1982	47
1983 milj.mk	8216,6	1983	44
1984 milj.mk	8632,8	1984	43
1985 milj.mk	9386,7	1985	43
1986 milj.mk	9360,5	1986	47
1987 milj.mk	11077,0	1987	47
1988 milj.mk	17521,8	1988	44
1989 milj.mk	22032,8	1989	43
1990 milj.mk	26360,1	1990	48
1991 milj.mk	31045,9	1991	50

Arvostuserät		Varaukset/vastattavaa %	
1974 milj.mk	3,0	1974	8
1975 milj.mk	26,0	1975	9
1976 milj.mk	4,0	1976	5
1977 milj.mk	18,0	1977	3
1978 milj.mk	21,0	1978	3
1979 milj.mk	32,0	1979	5
1980 milj.mk	33,0	1980	6
1981 milj.mk	19,5	1981	5
1982 milj.mk	11,8	1982	5
1983 milj.mk	63,9	1983	5
1984 milj.mk	11,8	1984	6
1985 milj.mk	47,1	1985	6
1986 milj.mk	36,9	1986	5
1987 milj.mk	94,3	1987	5
1988 milj.mk	127,3	1988	6
1989 milj.mk	92,9	1989	6
1990 milj.mk	51,2	1990	4
1991 milj.mk	37,8	1991	2
Vastattavaa yhteensä		Osakepääoma/omapääoma %	
1974 milj.mk	13463,0	1974	29
1975 milj.mk	15899,0	1975	39
1976 milj.mk	21946,0	1976	39
1977 milj.mk	24261,0	1977	36
1978 milj.mk	26125,0	1978	35
1979 milj.mk	28312,0	1979	35
1980 milj.mk	31711,0	1980	35
1981 milj.mk	36401,5	1981	33
1982 milj.mk	36252,5	1982	41
1983 milj.mk	40045,1	1983	39
1984 milj.mk	45039,1	1984	39
1985 milj.mk	47235,0	1985	43
1986 milj.mk	47651,6	1986	41
1987 milj.mk	51799,4	1987	40
1988 milj.mk	68344,0	1988	33
1989 milj.mk	78084,9	1989	34
1990 milj.mk	95529,8	1990	36
1991 milj.mk	112933,2	1991	33

Muu teollisuus yhteensä

		Vieras/oma po %
Lyhytaikainen vieras po		
1974 milj.mk	11.728,0	361
1975 milj.mk	13.497,0	414
1976 milj.mk	14.673,0	426
1977 milj.mk	15.902,0	424
1978 milj.mk	17.128,0	438
1979 milj.mk	20.550,0	424
1980 milj.mk	24.741,0	458
1981 milj.mk	26.348,9	459
1982 milj.mk	27.119,5	462
1983 milj.mk	30.502,8	483
1984 milj.mk	34.281,0	446
1985 milj.mk	39.091,9	451
1986 milj.mk	34.530,7	400
1987 milj.mk	37.178,6	353
1988 milj.mk	41.344,1	266
1989 milj.mk	32.977,3	228
1990 milj.mk	41.183,6	254
1991 milj.mk	37.643,2	241
Pitkäaikainen vieras po		Vieras po/vastattavaa %
1974 milj.mk	9.434,0	71
1975 milj.mk	11.485,0	72
1976 milj.mk	12.127,0	72
1977 milj.mk	13.516,0	72
1978 milj.mk	15.341,0	72
1979 milj.mk	15.722,0	70
1980 milj.mk	18.764,0	70
1981 milj.mk	23.670,6	70
1982 milj.mk	25.578,6	70
1983 milj.mk	28.124,9	71
1984 milj.mk	30.694,3	70
1985 milj.mk	34.261,9	70
1986 milj.mk	37.163,9	69
1987 milj.mk	40.447,8	67
1988 milj.mk	43.751,3	63
1989 milj.mk	31.907,4	61
1990 milj.mk	36.101,5	64
1991 milj.mk	39.831,9	64
Vieras pääoma yhteensä		Oma po/vastattavaa %
1974 milj.mk	21.162,0	20
1975 milj.mk	24.982,0	17
1976 milj.mk	26.800,0	17
1977 milj.mk	29.418,0	17
1978 milj.mk	32.469,0	16
1979 milj.mk	36.272,0	16
1980 milj.mk	43.505,0	15
1981 milj.mk	50.019,5	15
1982 milj.mk	52.698,1	15
1983 milj.mk	58.627,7	15
1984 milj.mk	64.975,4	16
1985 milj.mk	73.353,9	15
1986 milj.mk	71.694,6	17
1987 milj.mk	77.626,4	19
1988 milj.mk	85.095,4	24
1989 milj.mk	64.884,7	27
1990 milj.mk	77.285,1	25
1991 milj.mk	77.475,1	27

Varaukset

		Lyh.vieras po/vastattavaa %
1974 milj.mk	2.572,0	39
1975 milj.mk	3.686,0	39
1976 milj.mk	3.928,0	39
1977 milj.mk	4.240,0	39
1978 milj.mk	5.120,0	38
1979 milj.mk	7.018,0	39
1980 milj.mk	8.992,0	40
1981 milj.mk	10.851,0	37
1982 milj.mk	10.671,5	36
1983 milj.mk	12.089,0	37
1984 milj.mk	13.737,5	37
1985 milj.mk	15.716,2	37
1986 milj.mk	14.362,1	33
1987 milj.mk	15.642,2	32
1988 milj.mk	17.625,5	31
1989 milj.mk	13.263,4	31
1990 milj.mk	13.380,7	34
1991 milj.mk	11.225,6	31
Osakepääoma		Osakepääoma/vastattavaa %
1974 milj.mk	2.631,0	9
1975 milj.mk	2.758,0	8
1976 milj.mk	3.013,0	8
1977 milj.mk	3.292,0	8
1978 milj.mk	3.742,0	8
1979 milj.mk	4.066,0	8
1980 milj.mk	4.660,0	8
1981 milj.mk	4.717,4	7
1982 milj.mk	4.910,1	7
1983 milj.mk	5.329,2	6
1984 milj.mk	6.073,0	7
1985 milj.mk	6.918,6	7
1986 milj.mk	7.740,4	7
1987 milj.mk	9.264,6	8
1988 milj.mk	10.448,3	8
1989 milj.mk	6.759,0	6
1990 milj.mk	8.594,4	7
1991 milj.mk	9.722,5	8
Oma pääoma		Pitkä vieras po/vastattavaa %
1974 milj.mk	5.865,0	32
1975 milj.mk	6.031,0	33
1976 milj.mk	6.288,0	33
1977 milj.mk	6.934,0	33
1978 milj.mk	7.414,0	34
1979 milj.mk	8.553,0	30
1980 milj.mk	9.499,0	30
1981 milj.mk	10.892,8	33
1982 milj.mk	11.407,9	34
1983 milj.mk	12.140,3	34
1984 milj.mk	14.561,8	33
1985 milj.mk	16.266,1	33
1986 milj.mk	17.917,3	36
1987 milj.mk	21.972,6	35
1988 milj.mk	32.018,2	32
1989 milj.mk	28.458,3	30
1990 milj.mk	30.414,7	30
1991 milj.mk	32.176,7	33

Arvostuserät		Varaukset/vastattavaa %	
1974 milj.mk	182,0	1974	9
1975 milj.mk	173,0	1975	11
1976 milj.mk	201,0	1976	11
1977 milj.mk	206,0	1977	10
1978 milj.mk	205,0	1978	11
1979 milj.mk	215,0	1979	13
1980 milj.mk	50,0	1980	14
1981 milj.mk	79,3	1981	15
1982 milj.mk	18,2	1982	14
1983 milj.mk	68,4	1983	15
1984 milj.mk	49,5	1984	15
1985 milj.mk	37,0	1985	15
1986 milj.mk	39,8	1986	14
1987 milj.mk	29,8	1987	14
1988 milj.mk	89,3	1988	13
1989 milj.mk	17,8	1989	12
1990 milj.mk	15,4	1990	11
1991 milj.mk	0,8	1991	9
Vastattavaa yhteensä		Osakepääoma/omapääoma %	
1974 milj.mk	29.780,0	1974	45
1975 milj.mk	34.872,0	1975	46
1976 milj.mk	37.219,0	1976	48
1977 milj.mk	40.799,0	1977	47
1978 milj.mk	45.206,0	1978	50
1979 milj.mk	52.057,0	1979	48
1980 milj.mk	62.043,0	1980	49
1981 milj.mk	71.841,0	1981	43
1982 milj.mk	74.795,7	1982	43
1983 milj.mk	82.925,3	1983	44
1984 milj.mk	93.324,1	1984	42
1985 milj.mk	105.373,0	1985	43
1986 milj.mk	104.013,8	1986	43
1987 milj.mk	115.270,9	1987	42
1988 milj.mk	134.828,3	1988	33
1989 milj.mk	106.624,3	1989	24
1990 milj.mk	121.095,8	1990	28
1991 milj.mk	120.878,2	1991	30

Lähteet

- Airaksinen, T. (1986) **Vertaileva analyysi pääomatulojen verotuksesta Suomessa ja Ruotsissa vuonna 1986**. ETLA Keskusteluaiheita 210.
- Airaksinen, T. – Hagfors, R. (1987) **Pääomatuloverotus**. ETLA B51.
- Eskelinen, J. (1991) **Vakavaraisuusvaatimusten pankeille asettamat vaatimukset**. Suomen Pankin keskustelualoitteita 18/91.
- Fazzari, S. – Hubbard, R. – Petersen, B. (1987) **Financing constraints and corporate investment**. NBER working paper 2387.
- Ilvonen, J. (1990) **Verouudistuksen vaikutukset investointien efektiivisiin marginaaliveroasteisiin**. Tampere Economic Working Papers 8/1990.
- Kanniainen, V. (1991) **Yhtiöveron hyvitysjärjestelmään siirtyminen Suomessa**. ETLA B73.
- King, M. (1977) **Public policy and the corporation**. Chapman and Hall, London.
- King, M. – Fullerton, D. (1984) **The Taxation of Income from Capital**. A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden, and West German, University of Chicago press.
- Koskenkylä, H. (1987) **Verouudistus ja neutraalisuusperiaate: mistä oikein on kysymys?**. UNITAS 3/87.
- Koskenkylä, H. (1992) **Pääomatulojen verotus jatkuu: ehdotettu rakenne oikeansuuntainen, mutta taso väärä**. Suomen Pankin työpäpöri 4/92.
- Miller, M. (1977) **Debt and taxes**. Journal of Finance no. 2.
- Sinn, H-W (1987) **Capital Income Taxation and Recourse Allocation: North-Holland**.
- Verolait 1990.
- Tilastolähteitä:
- Suomen Pankin YRITYS-tietokanta 1974–1989.
- Tilastokeskus
Teollisuuden tilinpäätöstilasto 1988–1991.
Tulo- ja varallisuustilasto 1974–1991.
Luottovirtatilastot 1980–1990.

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/93 Shumin Huang **Determinants of Country Creditworthiness: An Empirical Investigation, 1980–1989.** 1993. 57 s. ISBN 951-686-363-9. (TU)
- 2/93 Rami Hakola **Pääoma- ja yritysverouudistuksen vaikutukset teollisuuden rahoitusrakenteeseen.** 1993. 45 s. ISBN 951-686-364-7. (KT)