

Pääomatulojen verouudistuksen vaikutuksista Suomessa*

TARMO VALKONEN, KTT

Tutkimusohjaaja

ETLA

Pääomatulojen verotus on potentiaalisesti tehokas, mutta teoreettisilta lähtökohdiltaan kiistanalainen väline vaikuttaa säästämiseen ja investointeihin. Kilpailevat teoriat johtavat erilaisiin politiikkasuosituksiin. Verotuksesta päätettäessä ei välttämättä tiedosteta valintojen merkitystä ja taustaa. Verotusta ohjaavat usein myös muut kuin teoreettisessa keskustelussa esitetyt motiivit.

Suomessa ennen 1980-luvun loppua voimassa ollut verojärjestelmä on nähtävä osana yleisempää rakennepoliittikkaa. Verotuksella haluttiin tukea niitä investointeja, jotka koettiin pääomaniukassa maassa keskeisiksi. Sen lisäksi pääomatulojen verotukselle asetettiin muun muassa aluepoliittisia, sekä tulonjakoon ja yritysten tuloksen vakauttamiseen liittyviä tavoitteita. Myös kytkentä pääomanliikkeiden ja kotimaisen luotonannon säätelyyn oli kiinteä. Ve-

rotuksen tavoite oli siten pikemmin ohjata toimintaa kuin tuottaa verotuloja.

Kuvattu tausta selittää pitkälti sitä, miksi verojärjestelmä oli niin monimutkainen ja sisälsi niin paljon erilaisia kannusteita. Toisaalta ennen verouudistusta todelliset säästämiseen ja investointeihin vaikuttaneet veroasteet olivat selvästi alhaisemmat kuin verotaulukoissa esitetyt, koska verotusta voitiin välttää. Sen sijaan verotus ohjasi voimakkaasti sitä, mitä kanavia myöten kotitalouksien ja julkisen sektorin säästöt ohjautuivat yritysten investointien rahoitukseen.

Verouudistuksen tarve kävi ilmeiseksi useamman syystä. Yksi keskeisiä oli se, että usko valtiovallan ja keskuspankin kykyyn lisätä hyvinvointia voimakkaalla kannuste- ja säännöstelyjärjestelmällä vähitellen heikkeni. Painetta muutoksiin aiheuttivat myös muissa maissa toteutetut verouudistukset, joka herättivät kysymyksen verojärjestelmämme vaikutuksesta kansainväliseen kilpailukykyyn. Kolmas taustatekijä oli rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkaminen, joka avasi mahdollisuuden rahan ansaintaan veroarbitraasin avulla.

* Perustuu lectio praecursoriaan Tampereen yliopistossa 19.11.1999. Väitöskirja on julkaistu nimellä »The Finnish Corporate and Capital Income Tax Reform: A General Equilibrium Approach». ETLA sarja A 29.

Yritysten investointien rahoituskustannusten kannalta eritysongelmana nähtiin olevan jaetun voiton kahdenkertainen verotus, ensin yhteisöveron ja sitten sijoittajan osinkoveron muodossa. Voitot pidätettiinkin ennen uudistusta laajalti yritysten käyttöön.

Verouudistuksen yksityiskohdissa otettiin oppia paljolti muista Pohjoismaista. Uudistuksen keskeisenä sisältönä oli pääomatulojen verotuksen erottaminen muusta verotuksesta, sekä yhtenäisten suhteellisten verokantojen käyttöönotto ja veropohjien laajentaminen. Inflaation todellisia veroasteita nostava vaikutus otettiin huomioon käyttämällä verraten alhaista veroastetta. Jaetun voiton kahdenkertaisen verotuksen estämiseksi otettiin käyttöön mahdollisuus vähentää maksettu yritysvero osingonsaajan verotuksessa. Tästä syystä yksityishenkilön ei tarvitse maksaa suomalaisen pörssiyhtiön jakamista osingoista veroa.

Väitöskirjatutkimukseni tavoitteena oli antaa kokonaiskuva verouudistuksen vaikutuksista kansantalouteen ja kotitalouksien hyvinvointiin. Tähän tarkoitukseen sopivaa tutkimusvälinettä ei kuitenkaan Suomessa ollut. Sen vuoksi muokkasin ETLAn Suomen taloutta kuvaavasta numeerisesta sukupolvimallista (FOG) sopivan version. Ideana on asettaa ensin malli kuvaamaan taloutta ennen verouudistusta, muuttaa sitten veroasteita ja antaa mallin jäljitellä kotitalouksien ja yritysten reaktioita verotuksen muutoksiin. Taloudelliset päätökset summataan mallissa kysynnäksi ja tarjonnaksi työ-, hyödyke- ja pääomamarkkinoilla. Malli etsii sellaisen hintojen aikauran, joka tasapainottaa nämä markkinat periodeittain aina talouden uuteen vakaaseen tilaan asti.

Olen yksinkertaistanut verouudistuksen mallitarkasteluja varten veroasteiden muutoksiksi. Tiivistetysti sanottuna, korkotulojen ja myyntivoittojen verottomuudesta siirryttiin 28 prosen-

tin verokantaan, osinkotulojen verotus poistui ja yritysverotusta kiristettiin hieman.

Yritysten rahoituspolitiikkaa koskevan päätöksenteon mallittamisessa kaksi keskeistä vaihtoehtoa olivat joko ns. uuden tai vanhan näkemyksen mukainen käyttäytyminen. Valintani oli kuvata yritysten rahoitusstrategiaa ennen verouudistusta uuden näkemyksen mukaisena, eli siten että yritykset sopeutuivat jaetun voiton kahdenkertaiseen verotukseen rahoittamalla investoinnit pidätetyillä voitoilla ja velalla. Osingonjako oli vähäistä, samoin kuin osakeannit.

Kuten edellä todettiin, uudistuksessa poistettiin kahdenkertainen osinkojen verotus, mikä alensi osakeanneilla rahoitettujen investointien tuottovaatimusta. Samalla pidätetyillä voitoilla rahoitettujen investointien verotus hieman kiristyi. Näin luotiin kannuste lisätä osingonjakoa ja kerätä investointeja varten rahoitusosakemarkkinoilta.

Simulointitulokset osoittivat, että samalla luotiin mielenkiintoinen ristiriita yrityksen päätöksenteossa. Jos nimittäin yritykset kaikesta huolimatta pysyvät aiemmassa strategiassaan ja rahoittavat investoinnit pidätetyillä voitoilla, pääomakustannukset eivät juuri muutu, mutta yritysten arvo ja uudistuksen aikaan osakkeita omistaneiden varallisuus suurenevat huomattavasti. Yritysten arvon nousun taustalla on tulevien osinkojen verotuksen keveneminen. Kustannus tästä koituu tulevien sukupolvien maksettavaksi alhaisempien verotulojen muodossa.

Jos taas rahoituspolitiikkaa muutetaan suosimaan osingonjakoa ja osakeanteja, kuten tarkoitus oli, uusien investointien tuottovaatimus laskee ja pääomakantaa voidaan kasvattaa. Toisaalta alhaisemmat uuden pääoman kustannukset vaimentavat vanhan pääoman arvon nousua, jolloin nykyiset sukupolvet hyötyvät vähemmän uudistuksesta. Tuleville sukupolville strategian

muutos on kuitenkin edullisempi, sillä tuotanto ja työllisyys lisääntyvät.

Näin vastakkain asettuvat pysyminen aiemmassa rahoituspolitiikassa ja siitä seuraava korkeampi yrityksen omistajien varallisuus tai politiikan muutos, jolloin saadaan alhaisemmat pääomakustannukset, mutta vähemmän osakkeiden arvonnousua.

Toistaiseksi emme tiedä, kumpaa polkua yritykset tulevaisuudessa noudattavat. Osingonjako on selvästi lisääntynyt, mutta osakeantien määrä on jäänyt vähäiseksi. Tulkintani mukaan nykyinen osakeantien vähäisyys on kuitenkin osoitus vain siitä, että muista syistä johtuva investointiasteen aleneminen on vähentänyt yritysten rahoitustarvetta. Johtopäätös pitkän aikavälin rahoitusstrategian valinnasta jää siten tulevien tutkimusten aiheeksi.

Yritysten rahoitusstrategiaan liittyvien päätösten lisäksi keskeinen elementti tutkimuksessa on kotitalouksien reaktio korkotulojen verotuksen merkittävään kiristymiseen. Tulosten mukaan kotitalouksien säästäminen vähenee huomattavasti. Kansantalouden kannalta tämä merkitsee sitä, että osa investoinneista rahoitetaan ulkomaisella velalla.

Säästämisen tuoton laskusta koituvan hyvinvointitappion merkitys on suurempi kuin yritysten rahoitusstrategian valinnan hyvinvointiseurausten. Näin kokonaisarvio tutkituista veroasteiden muutoksen vaikutuksista on negatiivinen riippumatta siitä miten yritykset uudistukseen reagoivat. Päädyin negatiiviseen kokonaisarvioon, vaikka kaikki osakkeita uudistuksen aikaan omistaneet kotitaloussukupolvet hyötyivät osakekurssien noususta. Kielteinen arvio johtuu siitä, että tulevien sukupolvien menetykset olivat niin suuret, ettei niitä voida kompensoida verottamalla nykyisten sukupolvien voittoja.

Edellä kuvatun tutkimuksen päätuloksen lisäksi simuloinnit tuottivat useita muita mielen-

kiintoisia ja tärkeitä havaintoja. Yksi niistä on johdonmukaisen ja ennustettavan pääomatulojen verotuksen tarve. Tämä tulos tuli esille, kun verrattiin ennakolta tiedossa olevan ja yllätyksenä tehtävän verouudistuksen hyvinvointituloksia. Ennakolta tiedossa olevassa uudistuksessa taloudellisten resurssien siirtymät sukupolvien välillä jäivät vähäisemmiksi, koska muutoksiin voitiin sopeutua etukäteen.

Toinen mielenkiintoinen havainto on pitkän ja lyhyen aikavälin tulosten erimerkkisyys. Tämä koskee sekä kansantaloudellisia muuttujia että sukupolvittaista hyvinvointia. Johtopäätöksenä on, että sekä lyhyen aikavälin mallien että pelkästään tasapainotiloja vertaavien mallien käyttö saattaa johtaa harhaan pitkävaikutteisten rakennepoliittisten uudistusten tulosten arvioinnissa.

Kolmas lisätulos liittyy talouden avoimuuteen. Ennen verouudistusta hyödyke- ja pääomamarkkinoiden kytkentä Länsi-Eurooppaan ei ollut yhtä tiukka kuin nykyisin. Talouden ulkomaisten kytkentöjen muutoksen vuoksi verouudistuksen tulosten voimassaoloa testattiin erilaisilla kuvauksilla kotimaisen koron ja vaihtosuhteen muodostumisesta. Simulointitulosten mukaan yhteinen korkotaso asettaa suurempia sopeutumisvaatimuksia vaihtosuhteelle. Toisaalta jos myös vientihinnat määräytyvät ulkomailla, jolloin vaihtosuhte on kiinteä, ulkomaisessa velassa saattaa syntyä suuria pysyviä muutoksia verokannusteita muutettaessa.

Kaiken kaikkiaan tulokset osoittavat sen, että verouudistuksia suunniteltaessa on perusteellisesti analysoitava talouden toimijoiden reaktiot verotuksen aiheuttamiin kannusteisiin. Tutkimusvälineen kehittäminen edelleen olisi tarpeen, jotta saataisiin luotettavammin arvioitua määrällisiä vaikutuksia. Mielenkiintoisena jatkotutkimuksen aiheena on ulkomaisen sijoitustoiminnan vapauttamisen vaikutusten ottaminen mukaan analyysiin.