

## Yrityksen nettovarallisuus on ongelmallinen pääomatulon veropohja

VESA KANNIAINEN

Professori

Helsingin yliopisto

Seppo *Karin* väitöskirja liittyy verotukseen ja investointeihin. Sen aiheena on »Dynamic Behavior of the Firm under Dual Income Tax». Sen sijoittamiseksi laajempiin puitteisiin on hyödyllistä esittää muutama taustahavainto:

(1) Maan yrittäjyysaste on muiden hyvinvointivaltioiden luokkaa, mutta on laajemmassa vertailussa matala. (2) Vaikka yritysten lukumäärä meillä on eurooppalaista tasoa, yritysten työllisyysosuus on kansainvälisessä vertailussa vääristynyt: pienet yritykset työllistävät suhteessa vähemmän kuin suuret osakeyhtiöt. (3) Suomen investointiaste (ml. teollisuus) on ollut kansainvälisesti erittäin korkea. (4) Yritysten velkaantumisasiaste on ollut vielä 80-luvulla korkea ja osinkojen ulosmaksusuhde varsin matala. Yhteys verotustekijöihin tuntuu selvältä ja verouudistusten myötä tilanne on muuttunut. (5) Markkinoille tulo on riskillistä. Yritysten poistumistodennäköisyys 50 % 5 vuoden kuluessa käynnistymisestä on kansainvälistä luokkaa. (6) Osakemarkkinoilla listattujen yritysten osakkeiden markkina-arvon suhde BKT:seen ei Suomessa ole poikkeuksellinen. (7) Corporate

governance on perustunut perinteisesti pankkien keskeiseen rooliin.

Nyt tarkastetun väitöskirjan näkökulmasta on tietenkin kiintoisaa kytkeä näitä havaintoja yritysten verohistoriaan. Niinpä yhtiöiden muodollinen verokanta Suomessa oli vielä 80-luvulla korkea n. 50 % mutta efektiivinen jäi matalaksi, jopa 20 %:iin. Tämä johtui laajoista tuloksenjärjestelyn mahdollisuuksista. Talouspoliittisena taustana olikin kasvun filosofia. Nähtiin aiheelliseksi luoda kannustimet sille, että yritykset jättävät voittoaan jakamatta ja sen sijaan investoivat. Ongelmaksi saattoi muodostua investointien tehokkuus ts. pääoman tuottoaste.

Olettamus siitä, että voiton jakamatta jättäminen oli jo verotussyistä edullisempaa kuin voiton näyttäminen ja jakaminen sai tukea niistä havainnoista, että pörssiyritykset etenkin eivät maksaneet valtion tuloveroa vaan pelkästään paikallista veroa ja sitäkin harkintaverotuksen välttääkseen. Syntyi teoria veropaineinvestoinneista, jonka ristiriitaisuus ns. trapped equity-teoriaan nähden on ilmeinen mutta jonka vali-

disuutta ei silti voi poissulkea. Yrityksiin kertyi jakamattomia voittovaroja. Tämä ei kuitenkaan näkynyt niiden pörssikursseissa (jotka olivat aliarvostettuja), vaikka pääomavoittojen veroaste oli matala. Toisten yritysten osakkeisiin sijoittajia ei ollut, markkinat olivat ilmeisesti alikvidit. Suhdannepoliittisesti oli onnetonta, että yritysten keskimääräinen voiton veroaste aleni noususuhdanteessa ja nousi laskukautena.

Kaikkien verouudistusten »äidiksi» nousset Ison-Britannian ja USA:n verouudistukset 1984 ja 1986 näkyivät myös meillä. Perussanomana oli veroasteen alentaminen ja veropohjan laajentaminen. Pohjoismaat pistivät vielä paremmaksi eriyttämällä pääomatulojen ja ansiotulojen verokannat.

On aiheellista esittää perustavaa laatua oleva kysymys: miten riskituloa olisi optimaalista verottaa? On eri syitä sille, miksi valtiota on vaikea saada riittävässä määrin riskinjakajaksi mukaan. (Yksi syy eittämättä on moral hazard.) Kun tavoitteena kuitenkin täytyy olla riittävän investointitoiminnan ja työllisyyskehityksen takaaminen kansantaloudessa, huomio fokusoituu mm. seuraaviin näkökohtiin:

- (i) Onko optimaalista verottaa työpanosta ankarammin kuin pääomapanosta? Miten vastaus riippuu niiden teknologisesta komplementaarisuudesta ja kilpailijamaiden käytössä olevasta teknologiasta?
- (ii) Jos yrityksen voittoa verotetaan ankarasti, kohdentuuko vero omistajalle (pääomalle) vai kohdentuuko se komplementaarisuudesta johtuen sittenkin työvoimalle.
- (iii) Minkälainen mahtaa olla optimaalinen yritys-koon jakauma kansantaloudessa? Kuinka nopeasti yritysten tulisi kasvaa ja mikä tulisi olla niiden työn ja pääoman suhde? Pienet ja suuret yritykset eroavat ei vain verotuksensa osalta vaan myös siinä suh-

teessa, miten niissä on toteutettu riskien jakaminen ja kuinka vakavia ovat agenttuuri- ja monitorointiongelmien. Miten määräytyy omistuspohjan jakaminen potentiaalisen venture capitalistin kanssa tai vaihtoehtoisesti listautuminen ja hajautettuun omistukseen siirtyminen osake-emission kautta?

- (iv) Mikä on verorakenteen vaikutus yrittäjän omaan työpannustukseen (efforttiin).
- (v) Vaikka ei-listautuneet yritykset ovat kotimaisesti omistettuja, niiden markkina-arvot ja niille asetetut tuottovaatimukset ovat epäsuorasti yhteydessä kansainvälisiin pääomamarkkinoihin ja arvonnudostukseen. Miten tämä kytkentä siis vaikuttaa käsityksiimme pääomatulojen verotuksen vaikutusmekanismeista?

Myös on aiheutta kysyä, miten yrittäjän tulot tulisi tulkita. Onko se tuottoa sijoitukselle, yrittäjän työpannustukselle ja erityisosaamiselle vai korvausta riskinotosta vai kaikkea näitä? Miten sitä tulisi verottaa?

Verottajan ratkaisu tähän kysymykseen Pohjoismaissa on Seppo Karin väitöskirjan lähtökohta, ns. eriytetty tulovero: yrityksen nettovarallisuudesta osa luetaan laskennalliseksi pääomaksi. Siihen kohdistetaan ansiotulon veroa matalampi veroaste, Loppuosa voitosta on ansiotulona verotettavaa. Yrittäjä nähdään siis sekä sijoittajana että palkkatyöläisenä itselleen.

Kussakin yrityksessä on joka hetki vanhaa pääomaa. Samalla yritys voi suunnitella pääoman lisäystä, investointia. Kunkin vuoden tulos tulee kuitenkin vanhasta pääomasta. On siis tarpeen kyetä erottamaan, miten verotus kohtelee vanhan pääoman tuottoa ja miten se lankeaa uuden pääoman tuotolle. Erityisen kiintoisia ovat ne verot, jotka eivät rasita uuden pääoman

muodostusta lainkaan samalla, kun ne altistavat vanhan pääoman tuoton täysimääräisesti verotukselle. Seppo Karin työn näkökulmasta on kiintoisaa, että perinteisten tulosten mukaan yhtiön tulovero toimii juuri näin jos (1) investointi on rahoitettu velkapääomalla tai (2) jos vero lankeaa osingolle. Jälkimmäinen tulos johtuu siitä, että veron siirtäminen tulevaisuuteen merkitsee verosubventiota marginaali-investoinnille. Tämä on myös sellaisen pohjoismaisen yhtiöiden tuloverotuksen ominaisuus, joissa tuloksen jakamista rajoittaa uniform reporting -vaatimus. Mainittu neutraalisuustulos joutuu uudellenarvioitavaksi Karin tulosten valossa.

Todettuun neutraalisuustulokseen liittyy vielä ns. aikajohdonmukaisuusongelma. Tämän päivän uusi pääoma on huomenna vanhaa. Jos yritys arvioi, että verottaja uudelleen harkitsee verokantaa tulevaisuudessa, todettu hyvä ominaisuus katoaa. Viitaan tässä tuoreeseen osinkoverotuskeskusteluun.

### *Väitöskirjan arviointi*

Seppo Karin työssä tarkastellaan verotuksen vaikutuksia yritysten rahoituskäyttäytymiseen ja investointeihin eriytetystä tuloverojärjestelmässä. Laskennallinen pääomatulo tekee ansiotulona verotettavasta yrityksen tulosta residuaalin. Sen seurauksena netto-osinko on epälineaarinen, polveikas. Tästä aiheutuu tekninen ongelma, jonka ratkaisemiseksi Kari löytää työssään keinot. Hän analysoi tällaisen veron vaikutuksia saksalaisen Hans-Werner Sinnin 1991 julkaistussa artikkelissa esitetyn mallin avulla. Optimaalinen investointivauhti etsitään kontrolliteorian avulla. Ratkaisua rajoittavat useat rajoitteet. Malli on aito investointimalli. Hidas sopeutuminen syntyy siinä juuri osinkoverotuksen johdosta. Karin tutkimuksen keskeiset tulokset ovat seuraavat:

#### *Luku 2.*

Mallissa, jossa ei ole rahoitusvarallisuutta tai velkaa ja jossa verotetaan vain yhtiöstä ulosmaksettua tuloa, eriytetty vero aiheuttaa voimakkaan investointikannustimen. Tätä koskeva teoreettinen tulos on uusi (kaava (2.26), taulukko 2.4). Se kaataa osinkoverotuksen neutraliteetituloksen syystä, että yritys voi omalla investointikäyttäytymisellään vaikuttaa veropohjaansa, joka on endogeeninen. Tämä johtaa myös siihen ennusteeseen, että eriytetty verotus kasvattaa ei-listattujen yritysten suhteellista osuutta. Tulos koskee kuitenkin vain niitä toimialoja, joilla pääoman tuotto on korkea. Matlamman tuoton toimialoilla Sinnin mallin tulemat jäävät voimaan.

#### *Luku 3.*

Luvussa 3 mallia viedään sikäli realistisempaan suuntaan, että siihen liitetään jakamattomien voittojen, pääomavoittojen ja korkotulojen verotus ottaen samalla huomioon yhtiöveron hyvitysjärjestelmä. Intuitio sanoo, että jakamattoman voiton verotus pienentää luvun 2 yli-investointikannustinta. Kari osoittaa, että näin myös tapahtuu, joskin potentiaalisia tulemia on paljon siitä riippuen, miten verotus strukturoidaan.

#### *Luku 4*

Luku 4 rikastuttaa tuloksia useaan suuntaan. Ensimmäisessä vaiheessa Kari tuo mukaan rahoitusvarallisuuden vaihtoehtoisena investointikohteena. Hän keskittyy yrityksiin, joiden pääoman tuottoaste on korkea. Yritykselle syntyy portfolio-ongelma. Jos pääoman tuotto kasvun alussa on korkea, on optimaalista investoida pääomaan. Rahoitusvarallisuuden kasvattaminen tulee ajankohtaiseksi tuonnempana, kun

pääoman tuotto on alentunut. Mikä motivoi investointia rahoitusvarallisuuteen? Peruskannustin on sama kuin Sinnin mallissa: tätä kautta on mahdollista siirtää eteenpäin ajankohtaa, jolloin ansiotulon vero lankeaisi yrityksen tulokselle. Karin mallissa syntyy kuitenkin lisäkannustin, jos rahoitusvarallisuuden tuotto ylittää laskennallisen pääomatulo-osuuden: osinkoina kannattaa maksaa ulos vain tuota vastaava osuus ja investoimalla jatkuvasti rahoitusvarallisuuteen välttää ansiotulon verotus tykkäänään. Kiintoisaa on kuitenkin, että reaalin vääristymä tällä kertaa tyystin katoaa. Esim. Norjan ja Suomen erilaiset pääomatulomääritelmät ovat näin taloudellisilta vaikutuksiltaan kovin erilaiset.

Seuraavassa jaksossa Kari liittää malliin velan (mutta jättää rahoitusvarallisuuden pois). Osoittautuu, että vaikka yritykselle on optimaalista käyttää kasvunsa alkutaipaleella velkahoitusta, velka kannattaa kuitenkin tiettyssä vaiheessa maksaa pois ja siirtyä rahoittamaan tuonnempaa kasvua voittovaroilla. Malli toimii tässä vaiheessa kuten luvun 2 malli. Tämä tulema on helppo selittää: velkaisella yrityksellä pääomatuloksi luettava tulo-osuus jää pieneksi.

Lopuksi Kari analysoi kiihdytetyn poiston haluttavuutta. Hän johtaa kiintoisan tuloksen: vaikka kiihdytetty poisto edustaa korotonta veroluottoa ja näin vähentää tulo-rahoituksen kustannusta, yritykselle saattaa olla edullisempaa tästä huolimatta siitä luopua. Tämä selittyy sillä, että veropoi-  
stot syövät yrityksen laskennallista pääomaosuutta.

Yhteenvetona on aihetta korostaa, mistä tutkimuksen keskeiset tulokset johtuvat. Ne johtuvat siitä, että pohjoismaisessa eriytyy-  
ssä vero-

järjestelmässä yrityksillä on mahdollisuus omalla rahoitus- ja investointikäyttäytymisellään vaikuttaa omaan veropohjaansa. On mahdollista, että tätä ei ole osattu ennakoida verojärjestelmän valmistelutyössä.

### *Loppuarvio*

Julkistalouden tutkijoille on aina ollut kirkasta se, että on vakava väärinkäsitys arvioida verotuskysymyksiä pelkästään olemassa olevien veroasteiden pohjalta. Julkistalouden tutkijat ovat nähneet, että on aiheellista myös kyetä arvioimaan, mitä dynaamisia vaikutuksia veroilla voi olla. Nyt tarkastettu Seppo Karin väitöskirja täydentää oivallisesti tätä kenttää. Ei-listattuja yrityksiä koskevan eriytetyn tuloverotuksen vaikutuksia ei ole aikaisemmin teoreettisesti analysoitu. Karin työ on tässä suhteessa kiistatta alan pioneeritutkimus. Hänen tuloksensa on johdettu listattujen yhtiöiden investointi- ja rahoitusteoriaa koskevien mallien johdannaisten avulla. Analyysi on oikeaoppista, huolellista ja siinä raportoidaan tuloksia, joita aikaisempi kirjallisuus ei ole käsitellyt.

Seppo Karin johtamilla tuloksilla ei ole pelkästään akateemista arvoa. On aihetta toivoa, että niillä on merkitystä tulevan veropoliittisen keskustelun kannalta. Niillä on myös muuta jälkikäyttöä: tulosten implikaatioita on mahdollista arvioida empiirisesti paitsi Suomessa myös esim. pohjoismaisella vertailuaineistolla. Ovatko listaamattomien yritysten taseet siis Karin tulosten mukaisia jää tulevan tutkimuksen arvioitavaksi. Peruskivi tälle arviolle on Karin tutkimuksen myötä luotu.