

VATT-KESKUSTELUALOITTEITA
VATT-DISCUSSION PAPERS

258

KLASSILLINEN
OSAKEYHTIÖ-
VERO KANSAIN-
VÄLISEN VERO-
HARMONISOINNIN
MUOTONA

Seppo Kari -
Jouko Ylä-
Liedenpohja

ISBN 951-561-375-2

ISSN 0788-5016

Valtion taloudellinen tutkimuskeskus

Government Institute for Economic Research

Hämeentie 3, 00530 Helsinki, Finland

Email: etunimi.sukunimi@vatt.fi

Oy Nord Print Ab

Helsinki, heinäkuu 2001

KARI SEPPO – YLÄ-LIEDENPOHJA JOUKO: KLASSILLINEN OSAKEYHTIÖVERO KANSAINVÄLISEN VEROHARMONISOINNIN MUOTONA. Helsinki, VATT, Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, Government Institute for Economic Research, 2001, (C, ISSN 0788-5016, No 258. ISBN 951-561-375-2.

Tiivistelmä: Klassillinen osakeyhtiövero verottaa osinkoja kahteen kertaan. EU-maissa yleinen käytäntö on myöntää hyvitys osakeyhtiöverosta kotimaisille osakkaille. Tämä rajoitus muuntaa yhtiöveron hyvitysjärjestelmän klassilliseksi osakeyhtiöveroksi kansainvälisesti omistettujen yritysten osalta. Kun kotiutettuihin osinkoihin sovelletaan vapautusmenetelmää, ne edelleen jaettuina tulevat lisäksi yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä täydennysveron piiriin. Osakeyhtiövero kertaantuu kansainvälisesti. Tätä lievennetään monimutkaisilla täydennysveron huojennussäännöillä. Klassillinen osakeyhtiövero, yhdistettynä ulkomaisen korko- ja osinkotulon vapautusmenettelyyn, on hallinnollisesti selkeä. Se on lisäksi osinko- ja rahoituspäätösten suhteen neutraali, jos korkomenot eivät ole vähennyskelpoiset yhtiön verotuksessa, eli jos kaksinkertainen verotus ulotetaan myös korkoihin. Monikansallisten yritysten osalta veroharmonisointi voisi perustua klassilliseen järjestelmään. Verokilpailu pitäisi verokannat matalina ja pienentäisi kaksinkertaisen verotuksen haittavaikutusta.

Asiasanat: Kansainvälinen verotus, taloudellinen integraatio, monikansallinen yritys

KARI SEPPO – YLÄ-LIEDENPOHJA JOUKO: KLASSILLINEN OSAKEYHTIÖVERO KANSAINVÄLISEN VEROHARMONISOINNIN MUOTONA. Helsinki, VATT, Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, Government Institute for Economic Research, 2001, (C, ISSN 0788-5016, No 258. ISBN-951-561-375-2.

Abstract: The classical corporation tax entails double taxation of corporate income. The current EU practise is to impute the corporation tax to the domestic recipients of dividends. In case of a company with international owners the feature converts the imputation system back to a classical corporation tax. When the exemption method is applied to the taxation of repatriated dividends, their onward distribution to the international owners of the parent requires complex rules for exempting them from the compensatory tax, which equals the tax credit on dividends. In contrast, the classical corporation tax, combined with the tax exemption of foreign and domestic dividends within the corporate sector, maintains its simplicity and can be designed neutral with respect to the financing and dividend decisions of multinationals, by adopting double taxation of interest income. Broad tax bases and low tax rates are advocated as general policy.

Key words: International taxation, economic integration, multinational firm

Sisällys

1 Johdanto	1
2 Peruskäsitteet	4
3 Rahoituksen neutraalisuus	7
4 Kotiutettava ulkomainen tulo	10
5 Yhtiöveronhyvitys ja kotiutettava tulo	17
6 Päätelmät	21
Lähteet	24
Liitteet	25

1 Johdanto

Klassinen osakeyhtiövero verottaa osakeyhtiön luomaa tuloa kahteen kertaan, erikseen osakeyhtiötä ja uudestaan omistajia osinkotuloista ja osakkeiden myyntivoitoista suomatta omistajille mitään hyvitystä osakeyhtiön jo maksamista veroista. Tätä perusrakennetta eli “kaksinkertaisuutta” pidetään sen huonona puolena. Ajatellaan sen diskriminoivan osakeyhtiöiden perustantaa, ehkäisevän välttämättömän oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista ideoiden taloudelliseksi hyödyntämiseksi sekä kohdentavan uudelleen taloudellisia voimavaroja osakeyhtiösektorista muille sektoreille ja aiheuttavan täten koko kansantaloudelle tehokkuustappioita kuuluisan Harberger-mallin (Harberger 1962) mukaisesti.

Näiden haittojen eliminointitarve synnytti 1960- ja 1970-lukujen vaihteessa veroreformit, joiden painopiste oli osakeyhtiön ja omistajien tuloverotusten integroinnissa. Suomessa se tapahtui suomalla 1969 voimaan tulleessa elinkeinoverolaissa osittainen vähennys jaettujen osinkojen perusteella. EEC-maissa vakiintui ajatus pitää osakeyhtiön tuloveroa eräänlaisena ennakonpidätyksenä omistajien lopullisista veroista. Tämän takia se laskettiin omistajien hyväksi jaetun voiton osalta. Syntyi nk. yhtiöveron hyvitysjärjestelmä (avoir fiscal), jolla pyrittiin takaamaan osakeyhtiön voiton verottaminen kertaalleen. Jakamattoman voiton osalta osakeyhtiöveron hyvittämistä omistajille ei edes harkittu, koska monessa EEC-maassa osakkeiden luovutusvoitot olivat joko kokonaan verovapaita tai osinkoja lievemmän verotuksen kohteena, jota realisointien lykkääminen edesauttoi. Täten pidätettyjen voittojen osalta osakeyhtiövero nähtiin kertymäperusteisena verona, jota ilman pidätetyt voittovarot välttäisivät verotuksen kokonaan, mikä olisi vastoin laajapohjaisen tuloveron ajatusta. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä osakeyhtiö ja sen omistajat käsitellään tavallaan yhtenä verotusyksikkönä, klassillisessa osakeyhtiöverossa puolestaan täysin erillisinä.

Yhtiöveron hyvitystä ei kuitenkaan tyypillisesti myönnetä ulkomaisille osakkeenomistajille eikä ulkomailta saaduista osingoista kuin vastavuoroisuusperiaatteella. Suomella on ollut tällainen sopimus Iso-Britannian ja Irlannin kanssa ¹

Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä ei siten poista kaksinkertaista verotusta ulkomaisien ja ulkomaille virtaavien osinkojen osalta. Päinvastoin ulkomailta saadut ja edelleen jaettavat osingot tulevat tyypillisesti yhtiöveronhyvitystä vastaavan täydennysveron kohteeksi osinkoja jakavan yhtiön kotimaassa. Siten kauttavirtaavat osingot ovat jo lähtiessään kahteen kertaan verotettuja. Omistajien asuinmaa asettaa todennäköisesti vielä lisäveroja. Tämän vuoksi Suomi soveltaa läpivirtaaviin osinkoihin monimutkaisia huojuussääntöjä täydennysverosta.

¹ Irlantilaiset osakkeenomistajat saavat edelleenkin yhtiöveron hyvityksen, joka on puolet Suomessa yleisesti verovelvollisten saamasta yhtiöveron hyvityksestä. Hyvitys koskee portfoliosijoituksia.

Nämä seikat osoittavat yhtiöveron hyvitysjärjestelmän soveltuvan huonosti kansainvälisesti toimiviin yrityksiin, mikä on kyllä tunnistettu verokirjallisuudessa; ks. Boadway ja Bruce (1992) ². Saksan vuoden 2001 alusta astettain voimaan tulevassa verouudistuksessa luovutaan yhtiöveron hyvittämisestä osakkaiden henkilökohtaisessa tuloverotuksessa kokonaan, mutta puolet osingoista luetaan omistajien tavalliseksi verotettavaksi tuloksi. Myös USA on koko ajan pysyttäytynyt kaksinkertaisen verotuksen perusperiaatteessa lukuisista muutosyrityksistä huolimatta.

Seuraavassa demonstroimme klassillisen osakeyhtiöveron

- (i) vanhan tunnetun tosiasian, että jos osakeyhtiöveron veropohja sisältää sekä oman pääoman että vieraan pääoman tuoton eli jos lainojen korot eivät ole vähennyskelpoisia osakeyhtiöverotuksessa ja jos omistajien verotuksessa verotetaan vieraan ja oman pääoman tuottoja (sekä osinkoja että pääomavoittoja) samalla verokannalla, niin osakeyhtiövero ei vääristä yrityksen rahoitusrakennetta, ks. King (1974, 1977. s. 109). Samoin osoitamme, että
- (ii) kansainvälisesti toimivien ja omistettujen yritysten osalta kyseinen vero ei kertaannuta osakeyhtiöveroja, jos ulkomaisista veroista myönnetään aina täysi verohyvitys osinkoja ja pääomavoittoja vastaanottavassa maassa, tai jos
- (iii) ketjuun synnytetään osinkojen osalta useiden Euroopan maiden perinteisesti noudattama verovapaus.

Vertaamme myös edellä kuvatun klassillisen osakeyhtiöveron ominaisuuksia tapaan, jolla nykyinen yhtiöveron hyvitysjärjestelmä on toteutettu osakeyhtiöiden kansainvälisessä verotuksessa. Osoitamme tällöin

- (iv) osakeyhtiöveron alkavan kertaantua, jos yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä osakeyhtiön saamat kansainväliset osingot ovat verovapaita, mutta sen ulkomaisista osingoista jakamat osingot ovat täydennysveron kohteena, ja
- (v) järjestelmän muuntuvan käyttäytymiskannusteiltaan takaisin klassilliseksi osinkojen kaksinkertaiseksi verotukseksi kun huomioidaan se, että yhtiöveron hyvitystä ei suoda ulkomaille maksetuille osingoille.

Velkojen vähennyskelpoisuuden eliminointi yritysverotuksessa eli ominaisuudet (i) täyttävä verojärjestelmä on ollut esillä myös kansainvälisessä veropoliittisessa kirjallisuudessa viimeisen kymmenen vuoden aikana. Vero tunnetaan akronymistä CBIT (Comprehensive Business Income Tax) eli laajan yritystulon verona;

² Alworth (1988) viittaa "imputation system was invented by the French to be beastly to the Americans", koska se suosii kotimaista omistusta ulkomaisen kustannuksella.

ks. Cnossen (1996). Itseasiassa motivointi CBIT:n taustalla on se, että yritystuloa verotettaisiin vain kerran pelkästään yritystasolla eikä enää lainkaan omistajien tuloverotuksessa. Osingot olisivat verovapaat, ja osakkeiden myyntivoittoja verotettaisiin vain siltä osin, kuin ne ylittävät osakeyhtiön pidättämät kumulatiiviset voitot osakkeiden ostamisen jälkeen. Perusteena yritystulon verottamiseen vain yhtiötasolla on neutraalisuus eri omistajaryhmien kesken, koska suurin osa osakeomistusta on kasautunut verottomille institutionaalisille sijoittajille. Monissa maissa suodaan myös tarkoituksellisesti helpotuksia sijoitustulojen verotuksessa kuten säästämisen, erityisesti osakesäästöjen, vähennysoikeus verotettavasta tuloista tiettyyn vuosirajaan saakka.

Jos emoyhtiön kotimaahan kotiutettu ulkomainen tulo kuten osingot olisivat kokonaan vapautetut kotimaisesta verosta (exemption method), CBIT ilman osinkojen, pääomavoittojen ja korkotulojen verotusta toteuttaisi nk. puhtaan lähdemaaperiaatteen (source principle) kansainvälisten toimintojen verotuksessa. Tytäryhtiön asemamaa keräisi kaiken verotulon. Toisaalta tällainen järjestelmä panisi valtiot kilpailemaan alueilleen sijoittuvista investoinneista alentamalla osakeyhtiöiden efektiivistä verorasitusta.

Täysin vastakkainen kansainvälisen tulon verotusperiaate on nk. asuinmaaperiaate (residence principle), jossa tulo verotetaan vain sijoittajien pysyvässä asuinmaassa. Tytäryhtiön asemamaa ei keräisi mitään verotuloja eikä välttämättä emoyhtiönkään, jos sen omistajat ovat ulkomailla. Tämä puolestaan johtaisi verokilpailuun lopullisten omistajien asuinmaasta.

Käymme seuraavaksi aiheen läpi hieman formaalisemmin ja palaamme lopuksi veropoliittisiin kysymyksiin.

2 Peruskäsitteet

Kingin (1974, 1977) lähestymistapaa soveltaen tarkastellaan osakeyhtiön ja sijoittajien kokonaisveromäärän eri komponentteja olettaen aluksi yhtiön olevan toiminnaltaan ja omistukseltaan puhtaasti kotimaisen (h-maa). Määritellään

y^h = oikean tulokäsitteen mukainen tulo h-maassa

Π^h = verotettava tulo h-maassa ennen velan korkojen vähentämistä

b = reaaliset korkomenot

β = vähennyskelpoinen osa b :stä

τ^h = osakeyhtiöverokanta h-maassa

Tällöin osakeyhtiövero on h-maassa

$$(1) \quad T^h = \tau^h (\Pi^h - \beta b)$$

Verotettava tulo voi poiketa oikeasta tulosta, jos esimerkiksi verotuksessa hyväksytyt poistot eivät vastaa oikeita taloudellisia poistoja. Poikkeama voi tietenkin olla sekä positiivinen että negatiivinen, mutta tähän ei kiinnitetä nyt huomiota. Oletetaan myös sekä oikea y^h että verotettava Π^h tulo eksogeenisiksi, koska yksinkertaisuuden vuoksi tässä ei malliteta yrityksen kasvua.

Sijoittajat maksavat reaalisista korkotuloistaan henkilökohtaista tuloveroa määrän

$$(2) \quad T^b = \tau^b b$$

jossa korkotulon todellinen verokanta τ^b on vakio. Se on tyypillisesti korkeampi kuin lain määrittelemä pääomatulojen verokanta τ , koska tätä sovelletaan nimelisiin korkotuloihin, joista osa on kompensatiota inflaation aiheuttamasta pääomatappiosta.

Määritellään edelleen

d = jaetut osingot

τ^g = todellinen veroaste, jolla osakeyhtiön pidättämä tulo tulee verotetuksi sijoittajien tuloverotuksessa pääomavoittona

γ = markkinoiden arvostuskerroin osakeyhtiön pidätetylle tulolle.

Tällöin sijoittajan pääomavoittoveron määrä on

$$(3) \quad T^g = \tau^g [y^h - b - T^h - d] \gamma$$

jossa hakasuluissa oleva lauseke on osakeyhtiön pidättämä oikea tulo ja γ kertaa se on verotettava oikea pääomavoitto. Käytännössä tietenkin kaavasta (3) poike-
ten legaalista pääomatulojen verokantaa τ sovelletaan realisoituihin pääoma-
voittoihin (luovutusvoittoihin). Koska realisointi tapahtuu usein myöhemmin
kuin pääomavoitto syntyy, tosiasiallinen τ^g on legaalista veroastetta τ alhai-
sempi veronmaksun lykkääntymisen vuoksi.³ Toisaalta legaalista veroastetta so-
velletaan useimmissa maissa inflaation vääristämiin nimellisiin realisointi-
voittoihin, mikä puolestaan kohottaa tosiasiallista veroastetta τ^g ; ks. laskelmista
Ylä-Liedenpohja (1999).

Osinkotulojen verotuksen oletetaan tapahtuvan osakeyhtiöveron hyvityksen peri-
aatteen mukaisesti sijoittajien henkilökohtaisessa tuloverotuksessa. Kirjallisuus-
dessa on vakiintunut mallintaa se brittiläisen järjestelmän⁴ mukaan. Siinä
yhtiöveron hyvitys määritellään hyvitetävän yhtiöverokannan u avulla, jonka
mukaan saatu osinko d on katsottu jo tulleen laskennallisesti (siitä nimi imputati-
on system) verotetuksi osakeyhtiöverotuksessa. Näin brittien järjestelmässä ve-
rotettava brutto-osinko saatua osinkoeuroa kohti on $1/(1-u)$ euroa, ja siitä saatu
hyvitys on $u/(1-u)$ euroa.

Sekä osinkoa että yhtiöveron hyvitystä verotetaan verokannalla τ^d , mutta sijoit-
taja saa lukea jälkimmäisen hyväkseen. Sijoittajan maksama lisävero osingoista d
on täten

$$(4) \quad T^d = (\tau^d - u) \frac{d}{1-u}$$

Osakeyhtiön luoman tulon kokonaisverorasitus osakeyhtiövero ja sijoittajan ta-
son verot yhteensä on

$$(5) \quad T = T^h + T^b + T^g + T^d$$

³ Suomessa on myös vuosittainen varallisuusvero, jota sovelletaan kansainvälisesti jo suhteellisen alhai-
sen tason ylittävään kokonaisvarallisuuteen. Kun pörssiosakkeen markkina-arvosta 70 % luetaan verotet-
tavaksi varallisuudeksi ja kun pörssiosakkeen pitkän aikavälin reaalituotto ennen henkilökohtaista
tuloveroa on uusimpien kansainvälisten laskelmien mukaan keskimäärin 6.7 % vuodessa (Dimson, Marsh
ja Staunton 2000) eli 29 %:n verokannalla 9.5 % ennen osakeyhtiöveroa, niin nykyinen 0.9 %:n varalli-
suusvero vastaa $(0.7)(0.009)/0.095$ eli noin 6.6 %:n kertymäperusteista veroastetta osakesijoituksen reaa-
lituotosta! Ylä-Liedenpohjan (1999) laskelmat eivät sisällä varallisuusveroa.

⁴ Suomen yhtiöveronhyvitysjärjestelmän mukainen kuvaus on liitteessä A.

Viimeinen elementti mallia on pidätettyjen voittovarojen arvostuskertoimen γ määräytyminen. Oletetaan markkinoilla olevan sijoittajia, jotka haluavat hyötyä osinkojen ja pääomavoittojen välisistä mahdollisista veroeroista. Arbitraasitasapainossa pidätetyn euron markkinahinnan γ täytyy olla sellaisen, että sijoittajalle on samantekevää, myykö hän sijoituksensa, jolloin hänen veronjälkeinen pääomavoittonsa on $(1-\tau^g)\gamma$, vai nostaako hän voittoeuron osinkona, jolloin veronjälkeinen netto-osinko θ saadusta yhden euron osingosta $d = 1$ on

$$(6) \quad \theta = 1 - T^d = \frac{1 - \tau^d}{1 - u}$$

Tällöin arbitraasiehdosta $(1-\tau^g)\gamma = \theta$ saadaan tasapainossa

$$(7) \quad \gamma = \frac{1 - \tau^d}{(1 - \tau^g)(1 - u)}$$

Käyttämällä näitä saadaan osakeyhtiön ja sijoittajien kokonaisverotaakan lausekkeeksi

$$(8) \quad T = \tau^h(\Pi^h - \beta b) + \tau^g \left[y^h - b - \tau^h(\Pi^h - \beta b) - d \right] \gamma \\ + \tau^b b + (\tau^d - u)d/(1 - u)$$

3 Rahoituksen neutraalisuus

Rahoitus- ja osinkopolitiikan neutraalisuus tarkoittaa tässä mallissa osakeyhtiön oikean tulon y^h kanavointipäätösten riippumattomuutta verojärjestelmästä. Tulo voidaan käyttää velan korkoihin b , jakaa osinkoina d tai pidättää osakeyhtiöön. Kaikissa päätöksissä on mukana veroseuraamus osakeyhtiötasolla ja mahdollinen lisäseuraamus sijoittajatasolla. Pitämällä korkomenoja b ja osinkoa d päätösmuuttujina niiden veroseuraamukset saadaan määritelmän (8) osittaisderivaattoina

$$(9) \quad \frac{\partial T}{\partial b} = \tau^b - \tau^h \beta - \tau^s \gamma (1 - \tau^h \beta) \quad (= 0)$$

$$(10) \quad \frac{\partial T}{\partial d} = \frac{\tau^d - u}{1 - u} - \tau^s \gamma \quad (= 0)$$

joissa γ täyttää aina arbitraasiehdon (7). Ehtojen (9) ja (10) tulee olla samanaikaisesti nollia neutraalisuuden takaamiseksi. Ennen näiden ehtojen tarkastelua on hyödyllistä tulkita ehdot (9) ja (10).

Veroseuraamuksen (9) ollessa nolla saadaan

$$(11) \quad \tau^b - \tau^h \beta = \tau^s \gamma (1 - \tau^h \beta)$$

Vasen puoli kertoo sen lisäverorasituksen, joka sijoittajille ja osakeyhtiölle koituu osakeyhtiön käyttäessä voittoa velan korkomenojen lisäykseen: sijoittajan lisävero korkoeurosta miinus verosäästö osakeyhtiössä korkoeuron vähennyskelpoisuuden vuoksi. Tämän täytyy olla yhtä kuin sijoittajalle koituva pääomavoitoveron lisä, jos osakeyhtiö päättää olla lisäämättä korkomenoja, jolloin yhtiöön säästyy korkoeurosta $(1 - \tau^h \beta)$ euroa.⁵ Samoin veroseuraamuksen (10) ollessa nolla saadaan

$$(12) \quad \frac{\tau^d - u}{1 - u} = \tau^s \gamma$$

eli sijoittajan lisäverorasituksen tulee olla samat käytettäessä yksi euro osakeyhtiön veronjälkeistä voittoa osingonjakoon (vasen) tai pidätettäessä se osakeyhtiöön (oikea).

⁵ Itse asiassa tämän ja ehdon (12) täydelliset tulkinnat ovat paljon monisäikeisemmät, kuten ilmenee alkuperäislähteestä (King 1974, 1977, luku 4; ks. myös Sinn 1987, luku 4.2). Tässä omaksutut tulkinnat ovat kuitenkin täysin riittäviä ongelman veropoliittisen selkeyden kannalta.

Klassillinen osakeyhtiövero

Klassillisessa järjestelmässä on yhtiöveron hyvitysaste $u = 0$. Jos lisäksi velan korkomenot ovat vähennyskelvottomia osakeyhtiöverotuksessa eli $\beta = 0$, neutraalisuusehdot (11)-(12) tulevat muotoon

$$(13a) \quad \tau^b = \tau^s \gamma$$

$$(13b) \quad \tau^d = \tau^s \gamma$$

Nämä ovat voimassa samanaikaisesti, jos kaikkien sijoittajien osalta pätee

$$(14) \quad \tau^b = \tau^d = \tau^s, \text{ jolloin } \gamma=1 \text{ pätee myös.}$$

Tämä verokantaehto toteutuu periaatteellisella kannalla pohjoismaisessa eriytyessä tuloverojärjestelmässä, jossa sijoittajien tuloverotuksessa reaalisia korkotuloja, osinkoja ja reaalisia pääomavoittoja verotetaan sama-asteisesti. Ehdot (13a-b) ja (14) pätevät sekä verovapaille että verotettaville sijoittajaryhmille mutta eivät niiden välillä. Ainoa insentiivi on kanavoida säästämistä ja pääomatuloja verovapaiden instituutioiden kautta, eli järjestelmä ei ole neutraali omistajuuden suhteen. Velka- ja osinkopäätökset ovat kuitenkin riippumattomia verojärjestelmästä. Neutraalisuus toteutuu verollisten sijoittajien osalta, koska sekä velankorkoina että osinkoina jaettu liikevoitto verotetaan kahdesti kuten osakeyhtiön pidätetty liikevoitto: ensin osakeyhtiössä verokannalla τ^h , tai oikeammin efektiivisellä verokannalla $\tau^h \Pi^h / y^h$, ja sitten henkilökohtaisen tulon pääomatuloverokannoilla (14). Ratkaisevaa neutraalisuudelle on siten henkilökohtaisten pääomatuloverokantojen sama-asteisuus ja oikean reaalitytulon verotus. Osakeyhtiön tasolla verotettava tulo voi poiketa oikeasta liikevoitosta $\Pi^h \neq y^h$ rahoitus- ja osinkopäätösten neutraalisuuden rikkoutumatta, mutta tällöin se vääristää investointipäätöksiä, jos verotettava voitto Π^h ei määräydy samoin kaikkien projektien osalta. Emme kiinnitä tähän jatkossa lisähuomiota. Liite B sisältää katsauksen verojen vaikutuksesta investointipäätökseen.

Luonnollisin ratkaisu estää osakeyhtiöveron kertaantuminen osakeyhtiösektorin sisällä on vapauttaa muilta kotimaisilta osakeyhtiöiltä saadut osingot ja korkotulot kokonaan osakeyhtiöverosta. Tarkemmin ottaen sääntö koskisi kaikkia yhteisöverotettavia. Siis raha- ja luottolaitosten veropohja sisältäisi vain luonnollisilta henkilöiltä ja verovapailta yhteisöiltä saadut korkotulot, mutta mitkään korkomenot eivät olisi vähennyskelpoisia.

Toinen vaihtoehto on suoda yhteisöille täysi yhtiöveron hyvitys muilta kotimaisilta osakeyhtiöiltä saaduista osingoista ja koroista nykyisen yhtiöveron hyvityksen tapaisesti. Sitä siis laajennettaisiin koskemaan myös korkotuloa. Osakeyhtiön veropohja sisältää kaikki korot ja osingot ja niistä saadut yhtiöveron hyvitykset, jotka osakeyhtiön veroa määrättäessä hyvitetään ja mahdollinen saatava palautetaan.

4 Kotiutettava ulkomainen tulo

Olkoon oikea ulkomainen tulo y^f ja kotiutettava ulkomainen tulo Π^{hf} , joka koostuu emoyhtiölle maksetuista koroista b^{hf} ja osingoista d^{hf} . Analogisesti lausekkeen (1) kanssa ulkomaille maksettu osakeyhtiövero on

$$(15) \quad T^f = \tau^f \left[\Pi^f - \beta^f (b^f + b^{hf}) \right]$$

jossa b^f on ulkomailta suoraan sijoittajille maksetut korot. Kotimaan oletetaan hyvittävän kotiutetusta osingosta maksetun ulkomaisen veron sekä kotiutettavasta tulosta ulkomaan perimän lähdeveron vain kyseisestä tulosta menevään kotimaiseen veroon asti. Tällöin kotiutettavan tulon osalta osakeyhtiön verot h- ja f-maassa ovat yhteensä

$$(16) \quad T^{hf} = wb^{hf} + \max[0, (\tau^h - w)] b^{hf} + d^{hf} \cdot \max\left\{0, \frac{\tau^h - \tau^f}{1 - \tau^f} - w\right\} + wd^{hf}$$

jossa w = lähdeverokanta f-maassa. Jos kotimainen yhtiöverokanta ylittää riittävästi ulkomaisen ja mahdollisen lähdeveron, oikea argumentti max-lausekkeissa pätee. Silloin sanotaan monikansallisella yrityksellä olevan ulkomaisten verohyvitysten vajaus (deficit credits). Jos taas kotimainen vero on ulkomaista alhaisempi, max-lausekkeiden nolla pätee, jolloin yhtiöllä on ulkomaisten verohyvitysten ylijäämä (excess credits). Ulkomaisen veron hyvittämisen asemesta ulkomainen tulo voidaan vapauttaa kokonaan kotimaisesta verosta (nk. exemption method) kaksinkertaisen kansainvälisen verotuksen estämiseksi. Tällöin max-lausekkeiden 0-argumentti pätee (16):ssa.⁶

Sijoittajien korkotuloistaan maksama vero (2) voidaan laajentaa koskemaan kansainvälistä rahoitusta siten, että b sisältää myös ulkomailta suoraan sijoittajille maksetut korot b^f kotimaassa maksettujen b^h lisäksi eli $b = b^h + b^f$. Ulkomaisesta korkotulosta peritty lähdevero hyvitetään sijoittajan tuloverotuksessa. Näin modifioituna lauseke (2) tulee muotoon⁷

$$(17) \quad T^b = wb^f + \tau^b b^h + \max[0, (\tau^b - w)b^f]$$

⁶ Suomi ei hyvitä varsinaista ulkomaista tuloveroa, vaan pelkän lähdeveron. Sen sijaan Suomi soveltaa vapautusmenettelyä varsin laajalti.

⁷ Tässä siis oletetaan, että sijoittajien asuinmaissa korkotulon verokanta vastaa h-maan verokantaa τ^b .

Sijoittajien pääomavoittoveron lauseke (3) tulee puolestaan muotoon

$$(18) \quad T^s = \tau^s \left[y - b - T^h - T^f - T^{hf} - d^h - d^f - \frac{u}{1-u} d^f \right] \gamma$$

jossa monikansallisen yhtiön oikea liiketulo $y = y^h + y^f$ ei siis sisällä yhtiön sisäistä erää Π^{hf} , kuten $b = b^h + b^f$ ei sisällä korkojen kotiutusta b^{hf} emoyhtiölle, ja jossa $d^f =$ ulkomaisesta tulosta edelleen jaetut, Suomen käytännön mukaiset täydennysveron alaiset osingot. Täydennysvero vastaa yhtiöveron hyvitystä $u/(1-u)$ osinkoeurolta, ja sen maksaa emoyhtiö.

Osingonjako $d^h + d^f$, jossa d^h on h-maan verokannalla verotetuksi tulleesta tulosta jaetut osingot, aiheuttaa analogisen modifikaation lausekkeeseen (4). Lisäksi tulee mahdollinen täydennysvero osakeyhtiötasolla, mikäli jaetun ulkomaisen tulon verohyvitykset eivät riitä kattamaan osinkojen yhtiöveronhyvitystä h-maassa eli mikäli d^f on positiivinen. Täten osingonjaon lisäverorasitus sisältää (4):stä poiketen nyt sekä osakkeenomistajan että emoyhtiön verot:

$$(19) \quad T^d = (\tau^d - u) \frac{d^h + d^f}{1-u} + \frac{u}{1-u} d^f$$

Sijoittajien ja monikansallisen yhtiön kokonaisverorasitus on ehdot (15) – (19) kooten täten

$$(20) \quad T = T^h + T^f + T^{hf} + T^b + T^s + T^d$$

Veroseuraamusten johtaminen määritelmästä (20) korkomenojen lisäys- ja osingonjakopäätöksille tapahtuu ehtojen (9) – (12) tavoin. Keen (1991) johtaa vastaavat ehdot dynaamisella analyysillä.

Korot suoraan sijoittajille

Ulkomaisen konserniyhtiön suoraan sijoittajille maksamien lisäkorkomenojen veroseuraamus on nolla, jos $\partial T / \partial b^f = 0$ pätee ehdoista (15) - (18) ja (20) eli

$$(21a) \quad \tau^b - \tau^f \beta^f = \tau^s \gamma (1 - \tau^f \beta^f); \quad \tau^b > w$$

$$(21b) \quad w - \tau^f \beta^f = \tau^s \gamma (1 - \tau^f \beta^f); \quad w \geq \tau^b$$

Ehdot ovat analogiset ehdon (11) kanssa. Siten klassillista osakeyhtiöveroa ilman korkojen vähennyskelpoisuutta koskeva yleistys (13a) velkarahoituksen veroneutraalisuudesta pätee myös kansainvälisten korkojen tapauksessa, jos $\gamma=1$ pä-

tee ja veroasteiden sama-asteisuuden ehto (14) on voimassa kaikille sijoittajille⁸, kun perittävä ulkomainen lähdevero hyvitetään kokonaan sijoittajien omassa tuloverotuksessa (21a). Kun $\beta^f = 0$ eli korkomenojen vähennyskelvottomuus pätee, silloin ei enää ole taloudellista perustetta lähdeveron perimiselle f-maassa ulkomaille maksetuista koroista.⁹

Korot emoyhtiölle

Lausekkeista (15) ja (16) saadaan veroseuraamus

$$(22a) \quad \frac{\partial T}{\partial b^{hf}} = \tau^h - \tau^f \beta^f; \quad \tau^h > w$$

$$(22b) \quad = w - \tau^f \beta^f; \quad w \geq \tau^h$$

$$(22c) \quad = 0; \text{ ulkomainen korkotulo verovapaa eikä lähdeveroa peritä f-maassa.}$$

Tarkastellaan jälleen tilannetta, jossa f-maassa korkomeno ei ole vähennyskelvoinen eli kun $\beta^f = 0$ pätee. Tuloerän b^{hf} kotiutus ei saisi lisätä konsernin verorasitusta. Ehdoista (22a-c) nähdään, että vain (22c) toteuttaa tämän. Jos b^{hf} jaetaan edelleen h-maassa korkoina emoyhtiön velkaan sijoittaneille, korkotulo verotetaan verokannalla τ^b edellä analysoidun mukaisesti. Näin emoyhtiön kautta virtaava korkotulo tulee verotetuksi kahdesti. Jos ulkomainen korkotulo jaetaan osinkoina h-maassa, neutraalisuus toteutuu jälleen ilman yhtiöveron hyvitystä $u = 0$, ja läpivirtaava tulo tulee verotetuksi kahdesti. Samoin käy, jos ulkomainen korkotulo b^{hf} pidätetään investointien rahoittamiseksi h-maassa ja verotetaan pääomavoittona ehdon (14) mukaisella verokannalla. Ehdoista (22a-b)

⁸ Tämä siis pitää sisällään sen ratkaisevan oletuksen, että veroasteet (14) ovat samat riippumatta sijoittajien asuinmaasta. Toisaalta havaitsemme jäljempänä, että pidätettyjen voittovarojen markkina-arvostuskerroin γ riippuu osinkojen lähdeverosta ja osinkojen kotiutuksen mahdollisesta lisäverosta kotimaassa. Koska tässä on tarkoitus pelkästään demostroida yo. klassisen järjestelmän neutraalisuusominaisuus velkaraahoituksen osalta, vastaava järjestely osinkojen kotiutuksen ja edelleenjaon osalta edellyttää nimenomaan $\gamma = 1$ paikkansa pitävyyttä eli osinkojen lähdeverottomuutta ja vapautusmenettelyä kotimaassa.

⁹ Toisaalta f-maan korkojen ilmoittaminen sijoittajien asuinmaassa on tunnetusti vaikeasti valvottava asia. Jos lähdeverokanta $w = \tau^b$ pätsi aina, mitään valvontaa ja ilmoitusvelvollisuutta h-maassa ei tarvita. Jos lisäksi $\gamma = 1$ vallitsisi, neutraalisuus $\tau^b = w = \tau^s$ pätsi sekä koti- että ulkomaisen korkomenojen lisäämis- ja vähentämispäätösten välillä, kun korko on vähennyskelvoton $\beta^f = \beta^h = 0$. Tällainen järjestely toteuttaisi velan korkojen osalta lähdeperiaatteen täydellisesti. Sijoittajan asuinmaa ei vain saisi mitään verotuloja.

nähdään myös, että ulkomainen lähdevero ja sen hyvitys ovat perusteltavissa vain korkojen vähennyskelpoisuuden $\beta^f = 1$ yhteydessä.¹⁰

Kotiutettava osinko

Tarkastellaan ulkomaisen konserniyhtiön kotiuttamaa osinkoa ja sen jakoa edelleen osinkoina omistajille myös kahdessa eri vaiheessa. Pelkän kotiutus päätöksen veroseuraamus saadaan ehdoista (16) ja (18):

$$(23a) \quad \partial T / \partial d^{hf} = w(1 - \tau^s \gamma); \quad \tau^h < \tau^f + (1 - \tau^f)w ;$$

(veronhyvitysten ylijäämä)

$$(23b) \quad = \frac{\tau^h - \tau^f}{1 - \tau^f} (1 - \tau^s \gamma); \quad \tau^h \geq \tau^f + (1 - \tau^f)w ;$$

(veronhyvitysten alijäämä)

$$(23c) \quad = 0 ; (\text{ulkomainen osinko verovapaa eikä lähdeveroa peritä})$$

Näistä (23a) pätee ulkomaisten verohyvitysten ylijäämän tapauksessa. Tällöin kotiutettava marginaalinen osinko tulee verotetuksi ulkomailla efektiivisellä verokannalla $\tau^f + (1 - \tau^f)w$. Kotimaa ei kerää mitään verotuloja konsernilta, koska ulkomaisia veroja pidetään kotimaan veroisina.

Ulkomailla jätetyn voiton arvostus

Ehdoissa (23a-b) esiintyvä γ on nyt ulkomaille jätetyn osakeyhtiöveron jälkeisen voiton markkina-arvostuskerroin. Olkoon sen symboli γ^f . Se riippuu kotiutettavan ulkomaisen osingon mahdollisesta lisäverorasituksesta ja johdetaan analogisesta arbitraasiehdosta kuin γ ehdossa (7):

$$(24) \quad (1 - \tau^s) \gamma^f = \theta^{hf}$$

Tässä θ^{hf} tarkoittaa tytäryhtiöstä kotiutetun osingon tuottamaa veronjälkeistä netto-osinkoa emoyhtiön lopullisille omistajille:

$$(25) \quad \theta^{hf} = \left\{ 1 - \max \left[\frac{\tau^h - \tau^f}{1 - \tau^f} - w, 0 \right] - w \right\} (1 - T^d)$$

¹⁰ Toisaalta tarkastelun johdonmukaisuus vaatisi, että korkojen vähennyskeltottomuuden tapauksessa ulkomaisen tytäryhtiön osakeyhtiöveron osalta hyvittäisiin tapauksessa (22a). Käsittely olisi aivan vastaava kuin kotimaiselta osakeyhtiöltä saadun korkotulon verokohtelu edellä tai seuraavaksi tarkasteltavan kotiutettavan osingon osalta ulkomaisen osakeyhtiöveron hyvittäminen.

jossa kiharasulkujen ensimmäinen termi on ulkomaisen tytäryhtiön jakama osinko (= osakeyhtiöveron τ^f jälkeinen voittoeuro), toinen termi kuvaa kotiutetusta osingosta emoyhtiön kotimaassa mahdollisesti menevää lisäveroa ja kolmas ulkomaan perimää lähdeveroa. Kiharasulkujen lauseke itsessään kertoo kotiutetusta osingosta emoyhtiön jakaman osingon, ja T^d on yhden osinkoeuron lisävero (19).

Lausekkeista (24) ja (25) seuraa arvostuskertoimeksi ulkomaisten verohyvitysten ylijäämän (23a) tapauksessa (max-lauseke = 0), jolloin ei ole, määritelmän mukaisesti, täydennysveron alaista osingonjakoa $d^f = 0$:

$$(26a) \quad \gamma^f = \frac{1 - \tau^d}{1 - \tau^s} \cdot \frac{1 - w}{1 - u}$$

Ulkomaisten verohyvitysten vajaan tapauksessa max-lausekkeen ensimmäinen argumentti pätee, ja ulkomaisesta tulosta jaetut täydennysveronalaiset osingot ovat edelleenkin $d^f = 0$ ehdoissa (18)-(19), jolloin lausekkeista (24)-(25) seuraa

$$(26b) \quad \gamma^f = \frac{1 - \tau^d}{1 - \tau^s} \cdot \frac{1 - \tau^h}{1 - \tau^f} \cdot \frac{1}{1 - u}$$

Käsiteltäessä ulkomaista osinkoa vapautusmenetelmän mukaan, max-lauseke = 0 ehdossa (25) ja $d^f > 0$ ehdoissa (18)-(19). Näin ehdoista (24)-(25) saadaan

$$(26c) \quad \gamma^f = \frac{(1 - \tau^d - u)(1 - w)}{(1 - \tau^s)(1 - u)}$$

Edelleen jaetun ulkomaisen osingon kokonaisvero

Sijoittajien veroseuraamus osingonjaosta on tavanomainen (10), paitsi kun $d^f > 0$ pätee, jolloin analoginen ehto saadaan (19):sta. Täten kokonaisveroseuraamus ulkomaisen osingon kotiuttamisesta ja jaosta edelleen osinkoina omistajille on ulkomaisten verohyvitysten ylijäämän tapauksessa ehtojen (10) ja (23a) summa eli

$$(27a) \quad \frac{\partial T}{\partial d^{hf}} + \frac{\partial T}{\partial d} = \frac{\tau^d - u}{1 - u} - \tau^s \gamma + w(1 - \tau^s \gamma)$$

jossa γ on ehdon (26a) γ^f . Tässä yhteydessä olemme kiinnostuneita klassisesta osakeyhtiöverosta $u = 0$ ja sama-asteisten pääomaverojen tapauksesta (14). Tällöin veroseuraamus on nolla, jos ulkomaista lähdeveroa ei peritä $w = 0$, koska

$\gamma = 1$ pätee. Jälleen sijoittajien asuinmaa kerää veron sekä osinkotuloista että pääomavoitoista f-maahan jätetyn voiton osalta, f-maan kerätessä tytäryhtiön osakeyhtiöveron. Jos taas tytäryhtiön asemamaa perii lähdeveron, $\gamma^f < 1$ pätee ehdossa (26a), ja kokonaisveroseuraamus (27a) on positiivinen osingonjaon molemmissa vaiheissa. Konsernilla on kannuste jättää voittoeurot tytäryhtiön asemamaahan niin kauan kuin optimaalisen investoinnin ehto täyttyy; ks. liite B, ehto (B5).

Kotiutuksen veroseuraamusehto (23b) on voimassa puolestaan, kun emoyhtiöllä on ulkomaisten verohyvitysten alijäämä. Jos samat osingot jaetaan edelleen omistajille, veroseuraamus on tavallinen (10), ja toimenpiteiden kokonaisveroseuraamus on

$$(27b) \quad \frac{\partial T}{\partial d^{hf}} + \frac{\partial T}{\partial d} = \frac{\tau^d - u}{1 - u} - \tau^s \gamma + \frac{\tau^h - \tau^f}{1 - \tau^f} (1 - \tau^s \gamma),$$

jossa γ on ehdon (26b) γ^f . Veronhyvitysten vajeesta seuraa $\gamma^f < 1$, kun yhtiöverojärjestelmä on klassinen ja sijoittajien osinko- ja pääomavoittoverokannat ovat sama-asteiset. Tällöin molemmat vaiheet, ulkomaisen osingon kotiutus ja jako edelleen omistajille, aiheuttavat positiivisen veroseuraamuksen. Konsernilla on kannuste jättää voittomarkat tytäryhtiön asemamaahan ja investoida ne, mikäli investoinnin optimaalisuusehto toteutuu; ks. liite B, ehto (B5). Vasta investointimahdollisuuksien ehtymisen jälkeen konserni kotiuttaa ulkomaisen tulon, ja kotimaa kerää emoyhtiöltä sen verran mitä kotimainen yhtiöverokanta ylittää ulkomaisen τ^f ja lähdeverokannan w . Näin ulkomailta kotiutettu osinko tulee lopulta verotetuksi yhtä ankarasti kuin kotimaassa syntynyt tulo ennen emoyhtiön osingonjakoa.

Ehto (23c) pätee, kun kotiutettu ulkomainen osinko vapautetaan emoyhtiön kotimaan verosta eikä lähdeveroakaan peritä. Jaettaessa tällaiset voitot eteenpäin osinkoina, niihin kohdistuu emoyhtiössä täysimääräisesti täydennysvero, joka vastaa osingoista myönnettävää yhtiöveron hyvitystä ehdossa (19). Täten osingonjaon d^f lisävero saadaan ehdoista (18)-(20) seuraavaksi:

$$(27c) \quad \frac{\partial T}{\partial d^f} = \frac{\tau^d - u}{1 - u} - \tau^s \gamma + \frac{u}{1 - u} [1 - \tau^s \gamma]$$

jossa γ on nyt ehdon (26c) γ^f .

Jälleen kerran klassisen yhtiöveron tapauksessa ja sama-asteisin pääomaveroin osingoille ja pääomavoitolle $\gamma^f = 1$ pätee ja veroseuraamus (27c) on nolla. Omistajilta kerätään joko osinkovero tai pääomavoittovero. Se, mitä säästetään pääomavoittoverossa, kun jaetaan osinkoja, maksetaan osinkoverona. Kotiutus- ja osinkopäätökset ovat riippumattomia verojärjestelmästä. Verojärjestelmä ei vääristä investointien suuntautumista. Osakeyhtiön tuottama tulo on verotettu

kahdesti, ensin tytäryhtiön asemamaassa verokannalla τ^f ja sitten omistajien asuinmaassa verokannalla $\tau^d = \tau^s$. Tulos on efektiivisesti aivan sama kuin kohdassa (27a), jos lähdeveroa ei peritä, tai kohdassa (27b), jos kotimainen verokanta on yhtäsuuri kuin ulkomainen. Osakeyhtiöverot maksetaan tulon synnyttävän osakeyhtiön asemamaassa ja sijoittajien tuloverot heidän asuinmaahinsa.

Näin olemme demostroineet alussa mainitut ominaisuudet (i)-(iii). Olemme myös näyttäneet, että tässä tapauksessa ulkomaisen tulon verotus osingon ja korkotulon osalta tuottaa aivan saman lopputuloksen käsiteltäessä ulkomaista tuloa osakeyhtiösektorin sisällä joko vapautusmenettelyn tai veron hyvitysmenettelyn mukaan, jos osakeyhtiöverokannat ovat samat eri maissa. Tällöin järjestelmä ei vääristä investointien jakautumista eri maiden kesken.

5 Yhtiöveronhyvitys ja kotiutettava tulo

Olemme kirjoittaneet edellä kaikki kaavat pitäen mukana yhtiöveron hyvitys. Siksi ne voidaan hyödyntää lähestulkoon sellaisinaan. Pääero klassilliseen osakeyhtiöveroon havaitaan kaavasta (7). Pääomavoiton ja netto-osingon välinen arbitraasi johtaa pidätetyn voiton markkina-arvon γ nousuun.

Puhtaasti kotimainen osakeyhtiö

Sijoittamalla γ :n lauseke (7) rahoitus- ja osinkopäätösten neutraalisuusehtoihin (11)-(12) saadaan

$$(28) \quad \tau^b - \tau^h \beta = \frac{\tau^s (1 - \tau^d) (1 - \tau^h \beta)}{(1 - \tau^s) (1 - u)}$$

$$(29) \quad \frac{\tau^d - u}{1 - u} = \frac{\tau^s (1 - \tau^d)}{(1 - \tau^s) (1 - u)}$$

Kun korot ovat vähennyskelpoisia $\beta = 1$ ja pääomatulojen verokannat samaasteiset (14) ja yhtäsuuria kuin osakeyhtiöverokanta, joka hyvitetään täysin eli $u = \tau^h$, ehdon (28) vasen puoli on nolla. Velan korko verotetaan kertaalleen, mutta oikea puoli on yhtä kuin τ^s , koska pidätetyt voittovarot verotetaan kahdesti. Samoin ehdon (29) vasen puoli on nolla. Osinkona jaettu voitto verotetaan kerran, mutta oikea puoli on jälleen τ^s . Verotus ei siten vääristä velan korkojen ja osinkojen välistä jakopäätöstä, yhtälöiden (28) ja (29) vasempien puolien yhtäläisyyttä, mutta kylläkin suosii näitä voiton kanavointimuotoja voittojen pidättämiseen nähden. Näin yhtiöveron hyvitysjärjestelmän ja korkojen vähennyskelpoisuuden kanssa neutraali pidätettyjen voittojen verokohtelu olisi vapauttaa ne kokonaan luovutusvoittoverosta, joka on edelleenkin yleinen käytäntö monissa Manner-Euroopan maissa. Vielä parempi on Norjan järjestelmä, jossa osakeyhtiövero hyvitetään omistusaikana kertyneiden pidätettyjen voittovarojen osalta. Sellaisten yritysten osalta, jotka eivät vielä ole tehneet voitollista tulosta, mutta kuitenkin myyty voitolla (nk. dotpommit), vero lankeaa yksinomaan yritysten tulevien taloudellisten lisäarvovirtojen pääoma-arvoille.

Kansainvälisesti toimiva yritys

Ehdot (27a-c), ja vastaavasti γ ehdoista (26a-c), antavat kotiutettavan ulkomaisen ja edelleen jaettavan osingon kokonaisveroseuraamukset. Ehdot (27a) ja (26a) ovat voimassa, kun kotimainen vero on ulkomaista alhaisempi. Osinkopäätöksen neutraalisuus edellyttäisi sekä pääomavoittoverokannan τ^s :n että ulkomaisen lähdeveron w :n asettamista nolliksi, kun osingosta myönnetään täysi yhtiöveron hyvitys eli kun $\tau^d = u = \tau^h$ pätee. Samanaikainen velkapäätöksen neutraalisuus

edellyttäisi lisäksi tytäryhtiön osakeyhtiöverokannan τ^f harmonisointia samalle tasolle sijoittajien sama-asteisten pääomatuloverokantojen kanssa; ks. ehto (21a), kun $\beta^f = 1$. Investoinnin tuottovaatimus olisi tällöin sama kaikkien rahoitusmenojen osalta ja sama sekä tytär- että emoyhtiössä.

Jos taas pääomavoittoverokanta ja lähdeverokanta ovat positiiviset, havaitsemme niiden kumoavan toistensa vaikutuksen γ^f :än niin kauan kuin ne ovat sama-asteiset, mutta nettovaikutuksen ehdossa (27a) alentavan kotiutuksen ja osingon edelleenjaon kokonaisverorasitusta termin $-w\tau^g\gamma$ verran. Koska tässä tapauksessa konsernilla on ulkomaisten verohyvitysten ylijäämä, lähdevero alentaa suoraan ulkomaisen tytäryrityksen ja koko konsernin veronjälkeistä voittoa. Siksi osakkeen markkina-arvo osingonjaon seurauksena ei alene pelkästään tavanomaisen γ^f :n verran vaan lisäksi $w\gamma$:llä, mikä alentaa osakkeiden realisoinnin pääomavoittoveroa. Hyvitysjärjestelmän vuoksi tytäryhtiön asemamaalla on houkutin asettaa lähdevero kotiutettaville osingoille. Nettomääräisesti emoyhtiön kotimaa menettää verotuloja siis enemmän kuin hyvitettyjen ulkomaisten verojen määrän, koska myös sijoittajien pääomavoittoverotaakka kevenee.

Toisaalta tiedämme, että lopullisille sijoittajille myönnetty yhtiöveron hyvitys ei koske yleensä emoyhtiön ulkomaisia omistajia.¹¹ Täten osingonjaon lisäveroa (19) tulee itse asiassa tarkentaa ($\eta =$ ulkomaille maksettava osa osingonjaosta):

$$(30) \quad T^d = (\tau^d - u) \cdot d \left(\frac{1-\eta}{1-u} \right) + \tau^d d\eta + \frac{u}{1-u} d^f$$

jossa $d = d^h + d^f$. Tästä seuraa arbitraasiehdosta (24) täyden yhtiöveron hyvityksen $u = \tau^h$ järjestelmässä pidätettyjen voittovarojen markkina-arvostuskertoimeksi

$$(31a) \quad \gamma^{f\eta} = \frac{1-\eta\tau^d}{1-\tau^g} (1-w)$$

eli sama kuin ehto (26a) klassisen osakeyhtiöveron tapauksessa, mutta efektiivinen osinkoveroaste on ulkomaisten omistajien omistusosuudella painotettu osinkoveroaste.¹²

¹¹ Sama koskee kotimaisia verottomia sijoittajia kuten eläkerahastoja ja -säätiöitä.

¹² Jos ulkomaiset omaistajat ovat etupäässä verovapaita eläkerahastoja kuten kotimaistenkin pääosa, arvostuskertoimeen (31a) jää jäljelle yksinomaan mahdollisen lähdeveron w vaikutus. Se, mikä on oikea tapa mallintaa eläkerahan efektiiviset pääomatuloveroasteet, on kuitenkin debatin alaista, koska nostettu säästö eli eläke on veronalaista.

Myös ehto (27a) on modifioitava vastaavasti, koska osingonjaon lisäverorasitus saadaan nyt ehdosta (30):

$$(32a) \quad \frac{\partial T}{\partial d^{hf}} + \frac{\partial T}{\partial d} = \frac{\tau^d - u}{1 - u} (1 - \eta) + \eta \tau^d - \tau^s \gamma + w(1 - \tau^s \gamma)$$

jossa γ on (31a):n γ^{fn} . Jos siis emoyhtiön kotimaa noudattaa täyden yhtiöveron hyvityksen politiikkaa $u = \tau^h = \tau^d$ kotimaahan maksetuille osingoille, ehdon (32a) ensimmäinen termi on nolla. Jäljellejäävien termien yhteisvaikutuksen tulee olla nolla, että verojärjestelmä olisi neutraali osingon kotiutuksen ja edelleenjaon suhteen. Täten myös sijoittajien pääomatuloveroasteen tulee olla positiivisen. Jos lähdeveroa ei ole $w = 0$, nähdään ehdosta (32a), että $\tau^s = \eta \tau^d$ tulee vallita neutraalisuuden takaamiseksi. Jäljelle jää kuitenkin velan verosuosinta korkomenojen ollessa vähennyskelpoisia.

Tarkastellaan seuraavaksi ulkomaisten verohyvitysten vajeen tapausta, jolloin kotimainen osakeyhtiöveroaste ylittää ulkomaisen. Ehto (27b) pätee osingon kotiutuksen ja edelleenjaon kokonaisveroseuraamukselle ja (26b) vastaavasti γ^f :lle. Verrattaessa ehtoa (27b) ehtoon (27a) näemme, että nyt kotimaisen osakeyhtiöverokannan enemmisyys ulkomaiseen nähden on lähdeverokannan roolissa. Ehdot ovat muutoin samat. Emoyhtiön kotimaa kerää lisäveroa kotiutuksesta, ei enää lähdeveron asettajamaa yksin. Osinkopäätösten veroneutraalisuus edellyttäisi pääomavoittoveron asettamista nollassa ja kotimaisen osakeyhtiöverokannan harmonisointia ulkomaisen tasolle, jonka pitäisi edelleen vastata sijoittajien korkotulon veroastetta velkapäätöksen samanaikaisen neutraalisuuden takaamiseksi.

Otettaessa huomioon ulkomainen omistus ja ulkomaille maksetut osingot tilanne palautuu jälleen tosiasiallisesti klassillisen osakeyhtiöveron analyysiksi, jossa tytäryhtiöön pidätettyjen voittovarojen arvostustekijä, $u = \tau^h = \tau^d$ pätiessä, on ehdosta (24):

$$(31b) \quad \gamma^{fn} = \frac{1 - \eta \tau^d}{1 - \tau} \left(1 - \frac{\tau^h - \tau^f}{1 - \tau^f} \right)$$

Tehtäessä vastaavaa modifikaatio ehtoon (27b) ehdosta (30) tulokset ovat analogiset ehdon (32a) kanssa. Kotimaisen ja ulkomaisen yhtiöverokannan ero on vain ulkomaisen lähdeveron roolissa. Jälleen siis ulkomaisen osakeyhtiöveron hyvitystä noudattavalla maalla on samanaikainen houkutin käyttää positiivista pääomaverotuloverotusta paremman neutraalisuuden aikaansaamiseksi osinkopäätöksen osalta, mutta velkarahoituksen verosuosinta kasvaa samalla.

Tarkastellaan lopuksi kotiutettavan osingon vapauttamista kotimaisesta verosta, ehtoa (27c), jolloin kaikki osingot saavat yhtiöveron hyvityksen ja jolloin konsernilla on täydennysveronalaista osingonjakoa $d^f > 0$. Täydennysvero kertaan-

nuttaa selvästi osakeyhtiöveron, mutta parantaa verojärjestelmän neutraalisuutta positiivisen pääomavoittoveron vallitessa. Selvä vaikutus on ehdosta (26c) nähtävä tytäryhtiöön pidätetyn voiton alhaisempi markkina-arvostus kuin ehdon (26a). Ulkomaisen tulon vapautus kotimaisessa verotuksessa ei siten ole johdonmukainen yhtiöveron hyvitysjärjestelmän ja täydennysveromenettelyn kanssa. Jälkimmäinen on tarpeeton, jos yhtiöveron hyvitys ulotetaan myös ulkomaisiin osakeyhtiöveroihin.

Huomioitaessa ulkomaille maksettavat osingot ja pysyttäydyttäessä täyden yhtiöveron hyvityksen järjestelmässä kotimaassa $u = \tau^h = \tau^d$ saadaan arbitraasiehdosta (24) tytäryhtiöön pidätettyjen voittovarojen markkina-arvostuskertoimeksi:

$$(31c) \quad \gamma^{fn} = \left\{ I - \eta\tau^d - \frac{u}{I-u} \right\} \frac{I-w}{I-\tau^g}$$

Ehdon (27c) modifiointi vastaavasti tuottaa osingon kotiutuksen ja edelleenjaon kokonaisveroseuraamukseksi:

$$(32c) \quad \frac{\partial T}{\partial d^f} = \frac{\tau^d - u}{I-u} (I - \eta) + \eta\tau^d - \tau\gamma + \frac{u}{I-u} [I - \tau^g \gamma]$$

jossa γ on γ^{fn} ehdosta (31c). Tulos on analoginen tapauksen (32a) kanssa. Ainoa ero koskee tytäryhtiöön jätetyn voiton alhaisempaa arvostuskerrointa (31c). Tämä selittää sen, miksi päätöksentekijät ovat taipuneet myöntämään täydennysveron huojennukset ulkomaille maksettavien osinkojen osalta. Yhtäläillä täydennysvero kertauttaa osakeyhtiöveron kotimaahan jäävien osinkojen osalta.

Järjestelmä, jossa yhtiöveron hyvitys ulotetaan emoyhtiön kaikkiin omistajiin, myös kansainvälisiin, ehdot (27a-c), on kannusteiltaan ekvivalentti sen kanssa, että sijoittajien asuinmaa noudattaa ulkomaisen veron hyvitysmenetelmää. Verotulojen jakaantuminen emoyhtiön ja sijoittajien asuinmaiden kesken kuitenkin poikkeaa.

Joka tapauksessa lopputulos ulkomaisen omistuksen huomioimisesta nykyisellä tavalla on se, että emoyhtiön käyttäytymistä ohjaavat klassisen, kahdesti verotetun osingon mukaiset kannusteet, riippumatta siitä, noudattaako emoyhtiön kotimaa ulkomaisen tulon verokohtelussa vapautusmenettelyä tai ulkomaisen veron hyvittämistä. Kaksinkertainen verotus koskee nimenomaan osinkoa. Korkotulo tulee sen sijaan verotetuksi vain kertaalleen, koska se on tyypillisesti vähennyskelpoista. Näin ulkomainen omistus myös saa aikaan kansainvälisesti omistetun konsernin rahoitusrakenteen vääristymisen.

6 Päätelmät

Olemme tarkastelleet varsin seikkaperäisesti sekä yhtiöveron hyvitysjärjestelmän että klassisen kaksinkertaisen osakeyhtiöveron ominaisuuksia kansainvälisesti toimivien konsernien verojärjestelminä. Tarkastelu on oletuksiltaan yleisempää kuin puhtaasti Suomen soveltama kansainvälisten toimintojen verotus. Toisaalta myös Suomen järjestelmä on paljon vivahdeikkaampi kuin tässä oletetut tyyppitapaukset.

Tarkastelumme käyttövoimana on osakeyhtiöveron nk. 'trapped equity' –argumentin logiikka. Sen mukaan osingonjaon lisävero tai verohelpotus kapitalisoituu osakkeen hintaan, koska voitonjako osinkoina on lopulta ainoa tapa kanavoida osakeyhtiön luoma kassavirta omistajille. Osingonjaon lisävero 'maksetaan' siis siinäkin tapauksessa, kun voittoeuro pidätetään yrityksen investointien rahoittamiseksi. Oma pääoma on siten veroloukussa. On kuitenkin muistettava 'trapped equity' –argumentin liittyvän yhtiön pitkän aikavälin tasapainoon, jossa yrityksen kannattavat lisäinvestointikohteet ovat ehtyneet ja tuottavat juuri reaalisien rahoituskustannuksen verran.

Yhtiöveron hyvitysjärjestelmän osalta päätuloksenamme voi pitää sitä, että huomioitaessa osakeyhtiöiden ulkomainen omistus ja se, että yhtiöveron hyvitystä ei suoda ulkomaille maksetuille osingoille, yhtiöveron hyvitysjärjestelmä palautuu käyttäytymisen kannusteiltaan kuitenkin samaksi kuin klassillinen osakeyhtiövero. Yhtiöveron hyvitys ei siis kapitalisoidu osakekurssiin. Oman pääoman tuotto, sekä osingot että osakkeiden realisointivoitot, ovat kaksinkertaisen verotuksen kohteena. Tämä tapahtuu siitä riippumatta, noudattaako emoyhtiön kotimaa ulkomaisen tulon osalta vapautusmenetelmää tai tulosta ulkomailla maksetun veron hyvitystä kotimaista veroa vastaan, jolloin emoyhtiöllä voi olla ulkomaisen verohyvitysten ylijäämä tai vaje.

Toisaalta ulkomaisten verojen hyvittäminen olisi kotimaisen yhtiöveron hyvitysjärjestelmän luonnollinen looginen jatko tai sitten ulkomaisen tulon vapautusta pitäisi myös osingon edelleen jaossa soveltaa loogisesti ilman täydennysveroa. Nyt täydennysvero kertaannuttaa ulkomaisen osakeyhtiöveron jaettaessa verovapaa ulkomainen osinko edelleen osinkoina omistajille siitä siippumatta, jaetaanko ne kotimaahan vai ulkomaille. Suomi kylläkin myöntää täydennysveron huojennuksen ulkomaille maksettavien osinkojen osalta.

Ulkomaisen omistuksen kohtelu yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä johtaa myös siihen, että verojärjestelmä vääristää lopulta myös rahoitusrakennepäätöstä, koska korkotulo pysyy yhteen kertaan verotettuna korkomenojen vähennyskelpoisuuden vuoksi.

Yhtiöveron hyvityksen suosiminen vain kotimahan maksetuille osingoille parantaa kuitenkin omistuksen neutraalisuutta. Se panee osinkojen osalta kotimaisen henkilöomistuksen samalle viivalle säätiöiden ja eläkerahan kanssa. Jos ulkomainen omistus on pääasiassa verotonta eläkerahaa, myös se on samassa veroasemassa.

Olemme myös liitteessä B osoittaneet, että sen paremmin ulkomaisen tulon verokohtelu, vapautus tai hyvitys, kuin ulkomaille maksettavien osinkojen kohtelu yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä ei vaikuta ulkomaisessa tytäryhtiössä syntyneen tulon edelleen investoimisen minimituottovaatimukseen, joka ei riipu yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä laisinkaan, vaan ulkomaisesta osakeyhtiöverokannasta, pääomavoittoveroasteesta ja vaihtoehtoisen korkosijoituskohteen veroasteesta. Liite B tarkastelee myös lyhyesti pidätettyjen voittovarojen keskimääräistä verostetta, johon yhtiöveronhyvitysjärjestelmä vaikuttaa puhtaasti kotimaisesti omistetussa osakeyhtiössä sitä kohottavasti.

Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä on kansainvälisestä perspektiivistä hallinnollisesti monimutkainen ja palauttaa erityisesti kansainvälisesti omistettujen osakeyhtiöiden osalta kaikki perinteiset klassillisen osakeyhtiöveron huonot ominaisuudet, jotka yhtiöveron hyvitysjärjestelmän oli tarkoitus oikaista. Siksi olemme analysoineet kirjoituksemme alussa laajalti klassillista osakeyhtiöveroa.

Erityisesti olemme demonstroineet sen toteuttamista kaksinkertaisena koko osakeyhtiön tulon osalta, eli ilman korkomenojen vähennysoikeutta, mutta sijoittajan verotuksessa sama-asteisin veroastein. Tällöin saavutetaan

1. hallinnollinen yksinkertaisuus, koska osakeyhtiösektorin sisällä virtaavat osingot, korot ja realisointivoitot ovat aina saavalle yhtiölle verovapaat; ulkomaisesta tulosta maksettujen verojen hyvitysmenettelyä maksimirajoineen ei tarvita; ei tarvitse määritellä, mitkä ovat hyvitettäviä veroja ja miten; lähdeveron perimiselle ei ole olemassa taloudellisia perusteita, kun tulon mak-saja on osakeyhtiö.
2. ymmärrettävyys ja selkeys.
3. neutraalisuus eri rahoituksen lähteiden kesken; osakeanti-, voitto- ja velkara-han tuotot olisivat kaikki verotetut kahdesti, ensin osakeyhtiöverokannalla, siten sijoittajien tuloverokannoilla.

Jäljelle jäisivät kuitenkin laajakäsitteisen tuloveropohjan yleiset ongelmat

4. säästämis- ja investointipäätösten intertemporaalinen vääristymä eli inves-tointien bruttotuottoaste ylittää verokiilan verran säästämisen nettotuottoas-teen, ja

5. omistuksen vääristymän; säästövarat pyrkivät kanavoitumaan verottamattoman sektorin kautta, eli eläkesäätiöiden, eläkevakuutusyhtiöiden, säätiöiden ja erilaisten yhdistysten omistusosuus kasvaa.

Nämä ongelmat liittyvät kaikkiin verojärjestelmiin, jotka pyrkivät verottamaan kotitalouksien saamia pääomatuloja kertymäperusteisesti. Monissa maissa suodaankin yksityiselle säästämislle tiettyyn vuosirajaan saakka sama verokohtelu, kuin eläkeraha nauttii, eli vähennyskelpoisuus säästettäessä, mutta täysi verollisuus nostettaessa säästö pääomaa korkoineen kulutuskäyttöön. Myös kansainvälinen verokilpailu säästäjien sijoitusmarkoista on tästä perspektiivistä hyväksi. Se pakottaa valtioita alentamaan sijoittajien saamien pääomatulojen verokantoja ja laajentamaan eläkerahan verotuskohtelua nauttivan yksityissäästämisen piiriä ja täten pienentäen verottoman ja verollisen omistuksen välistä diskriminointia.

Verokilpailu realisijoituksista eli työpaikkojen luomisesta pitäisi puolestaan osakeyhtiötason verokannat kurissa ilman muodollista harmonisointia. Ainoa harmomisoinnin tarve koskisi siten veropohjaa ja perusjärjestelmää.

Harmonisointipyrkimysten ohella verokilpailu yllä kaavaillun järjestelmän muodossa johtaisi osakeyhtiöverokantojen yhdenmukaistumiseen kansainvälisesti, samoin sijoittajien pääomatuloverokantojen osalta. Investoinnin kokonaisverokiila pyrkisi muodostumaan samaksi siitä riippumatta, missä investointi toteutetaan ja missä lopullinen säästäjä asuu. Investointien ja säästämisen allokointuminen lähentyisivät taloustieteiljän tehokkuusihanteita.

Lähteet:

- Alworth, J.S. (1988): *The Finance, Investment and Taxation Decisions of Multinationals*, Basil Blackwell, Oxford.
- Boadway, R. and N. Bruce (1992): Problems with integrating corporate and personal income taxes in an open economy, *Journal of Public Economics* 48, 39-66.
- Cnossen, S. (1996): Company taxes in the European Union: criteria and options for reform, *Fiscal Studies* 17, 67-93.
- Dimson, E., P. Marsh ja M. Staunton (2000): *The Millennium Book: A Century of Investment Returns*, London Business School ja ABN-Amro.
- Harberger, A.C. (1962): The Incidence of the Corporation Income Tax, *Journal of Political Economy* 70, 215-240.
- Keen, M. (1991): Corporation tax, foreign direct investment and the single market, teoksessa Winters, L.A. and A.J. Venables (toim.) *European integration: trade and industry*, Cambridge University Press.
- King, M.A. (1974): Taxation and the Cost of Capital, *Review of Economic Studies*, 41, 21-35.
- King, M.A. (1977): *Public Policy and the Corporation*, Chapman and Hall, Lontoo.
- Poterba, J. ja L.H. Summers (1983): Dividend taxes, corporate investment and "Q", *Journal of Public Economics* 22, 135-167.
- Sinn, H.-W. (1987): *Capital Income Taxation and Resource Allocation*, North-Holland, Amsterdam.
- Ylä-Liedenpohja, J. (1999): Eräiden pääomatulojen verotuksen ankaruudesta, *VEROTUS* nro 2/1999.

LIITE A:

Suomessa yhtiöveron hyvitysjärjestelmä toteutetaan Ranskan *avoir fiscal*'in mukaisena. Siinä määritellään h = yhtiöveron hyvitysaste jaettavasta osingosta. Tällöin verotettava brutto-osinko saatua osinkoeuroa kohti on $1+h$ euroa. Sijoittajan maksama lisävero osingosta d on täten

$$(4') \quad T^d = [\tau^d (1+h) - h]d$$

Hänen veronjälkeinen netto-osinkonsa yhden euron osingosta $d=1$ on

$$(6') \quad \theta = 1 - T^d = (1 - \tau^d)(1+h).$$

ja pidettyjen voittojen arvostuskerroin

$$(7') \quad \gamma = \frac{(1 - \tau^d)(1+h)}{(1 - \tau^g)}$$

Amerikkalaiset tutkijat käyttävät γ :sta vielä poikkeavaa versiota Poterba ja Summersin (1983) vaikutusvaltaisen artikkelin johdosta. He puhuvat osinkojen veropreferenssiparametrilla

$$(7'') \quad \gamma = \frac{(1 - \tau^d)(1 - \tau_{distr} + \tau_{imp})}{(1 - \tau^g)(1 - \tau_{ret})}$$

jossa τ_{distr} = osakeyhtiöverokanta jaetuille voitoille

τ_{ret} = osakeyhtiöverokanta pidätetyille voitoille

τ_{imp} = osakkeenomistajan saama yhtiöveronhyvitys

Ero (7''):n ja (7'):n välillä johtuu siis siitä että (7''):n lähtökohta on osakeyhtiön voitto ennen veroa, kun taas (7') lähtee osakeyhtiön veronjälkeisestä voitosta.

LIITE B: Investointipäätös ja 'trapped equity' - argumentti

Intertemporaalinen neutraalisuus tarkoittaa sitä, että kulutuksen ajoitus- ja investointipäätökset eivät riipu lainkaan säästämisen tuoton verotuksesta. Laaja tulovero haluaa kuitenkin tarkoituksellisesti verottaa myös säästämisen tuottoa, mutta siten että kaikkia säästämiskanavia verotetaan sama-asteisesti kaikkien säästäjien osalta. Korkotulojen vähennyskelpoisuuden eliminointi osakeyhtiöverotuksessa johtaa siihen, että investoinnin bruttotuotto tulee verotetuksi kahteen kertaan, mutta silti sama-asteisesti investoinnin rahoituslähteestä riippumatta.

Katsotaan asiaa tarkemmin ja yleisemmin pidätetyin voiton rahoitetun investoinnin osalta, aluksi puhtaasti kotimaisen osakeyhtiön osalta.

Määritellään

MRR^h = investoinnin reaalin tuottovaatimus kotimaassa oikean taloudellisen poiston jälkeen

r = vaihtohtoisen finanssisijoituksen reaalikorko ennen veroja

Pidättäytymällä osingonjaosta yhdellä eurolla ja investoimalla kyseisen osakeyhtiöveron jälkeisen voiton omistajien varallisuus kasvaa γ eurolla. Investointi tuottaa omistajilleen kaikkina tulevina periodeina veronjälkeisen osinkovirran $\theta(1-\tau^h)MRR^h$ olettaen, että oikea poisto investoidaan jatkuvasti, mikä säilyttää kohteen tulontuottokyvyn ennallaan hamaan tulevaisuuteen. Kun vaihtohtoisen finanssisijoituksen veronjälkeinen reaalityttö on $(1-\tau^b)r$, reaali-investoinnin täytyy tuottaa vähintään saman. Näin osakeyhtiö vaatii viimeiseltä investoimaltaan eurolta tuottoastetta MRR siten, että

$$(B1) \quad \frac{\theta(1-\tau^h)MRR^h}{\gamma} = (1-\tau^b)r$$

jossa θ on ehdosta (6) ja γ ehdosta (7). Koska näistä seuraa, että $\gamma = \theta / (1-\tau^g)$ pätee, supistuu θ pois sekä osoittajasta että nimittäjästä ehdossa (B1). Investoinnin reaalin mimituottovaatimus ennen veroja on siten

$$(B2) \quad MRR^h = \frac{(1-\tau^b)r}{(1-\tau^g)(1-\tau^h)}$$

Näin pidätetyin vottovaroin muodostuneelle pääomalle jaettujen osinkojen verotus ei riipu lainkaan osinkoveroasteesta τ^d , koska osinkovero vähennetään jo

osakkeen hinnasta γ voiton pidättämishetkellä. Tästä seuraa, että marginaalisen investoinnin veroaste

$$(B3) \quad \frac{MRR^h - (1 - \tau^b)r}{MRR^h} = \tau^h + \tau^s (1 - \tau^h)$$

ei riipu osinkotulojen veroasteesta τ^d , kun investointi rahoitetaan pidätetyin voiton.

Osinkoveroasteen kapitalisoitumista pidätettyjen voittovarojen markkinahintaan kutsutaan ”trapped equity” – argumentiksi. Voittovarot ovat loukussa. Niistä maksetaan osinkovero joka tapauksessa, voittoja pidätettäessä tai jaettaessa, koska osinko on ainoa tapa kanavoidan investoinnin kassavirta omistajille. Marginaalisen investoinnin veroaste (B 3) sisältää sekä investoijan verokiilan τ^h että rahoituksen tarjoajan, säästäjän verokiilan $\tau^s (1 - \tau^h)$

Koska osinkovero τ^d vähennetään pidätettyjen voittovarojen markkinahinnassa, se vaikuttaa pidätettyjen voittovarojen keskimääräiseen kertymäperusteiseen veroasteeseen. Määritellään y_R^h oikea pidätetty voitto ennen veroja. Jos se myös verotetaan pätee, määritelmästä (8) saadaan pidätettyjen voittovarojen keskimääräiseksi veroasteeksi.

$$(B4) \quad \frac{T^R}{y_R^h} = \tau^h + \tau^s (1 - \tau^h) \gamma,$$

joka selvästi riippuu γ :n kautta (ehto (7)) sijoittajien osinkoveroasteesta τ^d . Jos siis γ on alle yhden, koska reaali maailman järjestelmissä tosiallinen τ^s pyrkii olemaan τ^d :ä pienempi, pidätettyjen voittovarojen keskimääräinen veroaste (B 4) on matalampi kuin niiden marginaalinen veroaste (B 3). Jos taas $\gamma=1$ ehdon (14) mukaisesti pätee, veroasteet (B3) ja (B4) ovat yhtä suuret klassillisen osakeyhtiöveron tapauksessa. Tällöin ne ilman koron vähennyskelpoisuutta ovat luonnollisesti yhtä suuria myös puhtaasti velalla rahoitetun projektin marginaalisen veroasteen $\tau^h + \tau^b (1 - \tau^h)$ ja puhtaasti osakeannilla rahoitetun projektin marginaalisen veroasteen $\tau^h + \tau^d (1 - \tau^h)$ kanssa. Jos nämä jälkimmäiset projektit tuottavat puhdasta taloudellista voittoa yli niiden rahoituskustannuksen eli taloudellista lisäarvoa EVA:a, myös näiden projektien keskimääräinen veroaste on ehdon (14) tapauksessa sama kuin (B4).

Kansainvälisesti toimivan osakeyhtiön osalta ”trapped equity” – argumentin olennaisin osa ei muutu miksikään. Ehdosta (B1) seuraa edelleenkin, että kotiutetun ulkomaisen tulon netto-osinko θ^{hf} ehdosta (26) esiintyy sekä osoittajassa että nimittäjässä γ^f , ehdot (26 a-c), ja siksi supistuu pois. Täten pidätetyin voiton rahoitetun investoinnin tuottovaatimus

$$(B5) \quad MRR^f = \frac{(1 - \tau^b)r}{(1 - \tau^g)(1 - \tau^f)}$$

riippuu tytäryhtiön asemaan osakeyhtiöverokannasta τ^f . Osinkojen kotiutuksen ja edelleen jaon veroseuraamukset eivät näy investoinnin minimituotovaatimuksessa. Sen sijaan ne näkyvät tytäryhtiöön pidätettyjen voittovarojen keskinäisessä verokannassa, sikäli kun γ^f , joka nyt ehdoista (26a-c) on relevantti γ ehdossa (B4), poikkeaa ykkösestä.

**VATT-KESKUSTELUALOITTEITA / DISCUSSION PAPERS ISSN 0788-5016
- SARJASSA ILMESTYNEITÄ**

189. Ikonen Pasi: Further Testing of the Human-Capital Augmented Solow Model. Helsinki 1999.
190. Heikkilä Tuomo: Finnish Agricultural Support in Changes. Helsinki 1999.
191. Kuismanen Mika – Laakso Seppo – Loikkanen Heikki A.: Demographic Factors and the Demand for Housing in the Helsinki Metropolitan Area. Helsinki 1999.
192. Rahikainen Marjatta: Aikuiskoulutus Suomessa ja muualla Euroopassa. Helsinki 1999.
193. Mäki Tuomo – Romppanen Antti – Virén Matti: Julkisen velan hallinta eräissä EU-maissa. Helsinki 1999.
194. Koskela Erkki – Virén Matti: Is There a Laffer Curve Between Output and Public Sector Employment. Helsinki 1999.
195. Loikkanen Heikki A. – Parkkinen Pekka: Omavaraisen väestön Suomi. Helsinki 1999.
196. Viitamäki Heikki: Asumisen tuet vuosina 1990–1999. Helsinki 1999.
197. Mäkelä Pekka – Virtanen Sari (toim.): EU:n laajenemisen näköalat. Helsinki 1999.
198. Holm Pasi – Kiander Jaakko – Tossavainen Pekka: Social Security Funds, Payroll Tax Adjustment and Real Exchange Rate: The Finnish Model. Helsinki 1999.
199. Järviö Maija-Liisa – Luoma Kalevi: Kuntien terveydenhuoltomenot 1990–96 ja menokehitystä selittävät tekijät. Helsinki 1999.
200. Pirttilä Jukka – Tuomala Matti: On Optimal Non-Linear Taxation and Public Good Provision in Overlapping Generations Economy. Helsinki 1999.
201. Junka Teuvo: EU:n talousarvio. Helsinki 1999.
202. Holm Pasi – Romppanen Antti: Vuosien 1995 ja 1997 tulopoliittisten sopimusten työllisyysvaikutuksista. Helsinki 1999.
203. Koskela Erkki – Schöb Ronnie: Does the Composition of Wage and Payroll Taxes Matter Under Nash Bargaining? Helsinki 1999.
204. Virén Matti: Fiscal Policy, Automatic Stabilisers and Policy Coordination in EMU. Helsinki 1999.
205. Uusitalo Roope: Homo Entreprenaurus? Helsinki 1999.
206. Uusitalo Roope: Miten kävi hallitun rakennemuutoksen? Helsinki 1999.
207. Östring Timo: Statens budgetstyrning i de Nordiska länderna. Helsinki 2000.
208. Kari Seppo: Laskelmia vapaaehtoisen eläkevakuutuksen verotuksen tasosta. Helsinki 1999.
209. Holm Pasi – Tossavainen Pekka – Tuomala Juha – Valppu Pirkko: Työmarkkinoiden toimintaympäristön muutokset julkisen sektorin palkanmuodostuksen kannalta. Helsinki 1999.

210. Holm Pasi – Sinko Pekka – Tossavainen Pekka: Labour Market Policy and Unemployment – A Job Flow Model of Finland. Helsinki 1999.
211. Kajanoja Jouko: Syrjäytyminen, työvoiman tarjonta ja työllisyys. Helsinki 1999.
212. Rauhanen Timo: Kotitalouksille suunnattujen palvelujen arvonlisäverokannan alentaminen. Helsinki 1999.
213. Loikkanen Heikki A. – Riihelä Marja – Sullström Risto: Kaupunkien, taajamien ja maaseudun väliset tulo- ja kulutuserot. Helsinki 1999.
214. Ilmakunnas Seija: Yet Another Fiscal Indicator. Helsinki 2000.
215. Kauppila Jari: Hanhiauran seuraajasta johtajaksi – Japanin teollisuuspolitiikka 1860-1940 sekä jatkumo nykypäivään. Helsinki 2000.
216. Glazer Amihai – Niskanen Esko: Which Consumers Benefit from Congestion Tolls? Helsinki 2000.
217. Aronen Kauko: Kaupunkipoliittinen näkökulma alueiden väliseen tasaukseen. Helsinki 2000.
218. Luoma Kalevi – Järviö Maija-Liisa: Productivity Changes in Finnish Health Centres in 1988-1995: A Malmquist Index Approach. Helsinki 2000.
219. Kilponen Juha: On the Efficiency of Job and Income Protection in the Dynamic Labour Markets. Helsinki 2000.
220. Venetoklis Takis: Impact of Business Subsidies on Growth of Firms - Preliminary Evidence from Finnish Panel Data. Helsinki 2000.
221. Laakso Seppo: Asuntomarkkinoiden alueellinen kehitys Suomessa 1980- ja 1990-luvulla. Helsinki 2000.
222. Perrels Adriaan (ed.): Greenhouse Gas Policy Questions and Socio-Economic Research Implications for Finland in a National and International Context. Helsinki 2000.
223. Moilanen Paavo: Assessing the Effectiveness of Marginal Cost Pricing in Transport - the Helsinki Case. Helsinki 2000.
224. Hakola Tuulia: Navigating Through the Finnish Pension System. Helsinki 2000.
225. Tuomala Juha: Työttömien työmarkkinasiirtymät vuonna 1998. Helsinki 2000.
226. Korkeamäki Ossi – Kyyrä Tomi: Integrated Panel of Finnish Companies and Workers. Helsinki 2000.
227. Häkkinen Iida – Kirjavainen Tanja – Uusitalo Roope: School Resources and Student Achievement Revisited: New Evidence Using Panel Data. Helsinki 2000.
228. Perrels Adriaan – Weber Christoph: Modelling Impacts of Lifestyle on Energy Demand and Related Emissions. Helsinki 2000.
229. Hietala Harri: Suorien sijoitusten verorasituksen mittaamisesta. Helsinki 2000.
230. Virén Matti: How Sensitive is the Public Budget Balance to Cyclical Fluctuations in the EU? Helsinki 2000.
231. Ilmakunnas Seija – Kiander Jaakko – Parkkinen Pekka – Romppanen Antti: Globalisaatio ja työn loppu? Talous ja työllisyys vuoteen 2030. Helsinki 2000.

232. Mustonen Esko – Sinko Pekka: Hiilidioksidiveron vaikutus kotitalouksien tulonjakoon. Helsinki 2000.
233. Holm Pasi – Pankka Kari – Toivonen Seppo – Tykkyläinen Yrjö – Virén Matti: PK-yritysten turvallisuuskysely. Helsinki 2000.
234. Kiander Jaakko – Virén Matti: Do Automatic Stabilisers Take Care of Asymmetric Shocks in the Euro Area? Helsinki 2000.
235. Kiander Jaakko – Kilponen Juha – Vilmunen Jouko: Taxes, Growth and Unemployment in the OECD Countries - does Collective Bargaining Matter? Helsinki 2000.
236. Venetoklis Takis: Methods Applied in Evaluating Business Subsidy Programs: A Survey. Helsinki 2000.
237. Siivonen Erkki: Pohjoinen ulottuvuus: Investointien rahoitukseen liittyviä näkökohtia. Helsinki 2000.
238. Kemppi Heikki – Pohjola Johanna: Hiilidioksidipäästöjen rajoittamisen kustannusten arvioinnissa käytetyt käsitteet ja mittarit. Helsinki 2000.
239. Virén Matti: Cross-Country Evidence on a Nonlinear Okun Curve. Helsinki 2000.
240. Pollari Johanna: Yhteistoteutuksen merkitys Suomen ilmastopolitiikassa. Helsinki 2000
241. Coenen Heide: Network Effects in Telecommunications: when Entrants are Welcome. Helsinki 2000.
242. Moisio Antti: Spend and Tax or Tax and Spend? Panel Data Evidence from Finnish Municipalities during 1985 - 1999. Helsinki 2000.
243. Coenen Heide – Holler Manfred J.– Niskanen Esko (eds.): 5th Helsinki Workshop in Standardization and Networks 13-14 August, 2000. Helsinki 2000.
244. Virén Matti: Modelling Crime and Punishment. Helsinki 2000.
245. Nash Chris – Niskanen Esko (eds.): Helsinki Workshop on Infrastructure Charging on Railways 31 July - 1 August, 2000. Helsinki 2000.
246. Parkkinen Pekka: Terveystieteiden ja sosiaalipalvelujen tuotevuoteen 2030. Helsinki 2001.
247. Riihelä Marja – Sullström Risto – Tuomala Matti: What Lies Behind the Unprecedented Increase in Income Inequality in Finland During the 1990's. Helsinki 2001.
248. Kangasharju Aki – Pekkala Sari: Regional Economic Repercussions of an Economic Crisis: A Sectoral Analysis. Helsinki 2001.
249. Kiander Jaakko – Luoma Kalevi – Lönnqvist Henrik: Julkisten menojen rakenne ja kehitys: Suomi kansainvälisessä vertailussa. Helsinki 2001.
250. Kilponen Juha – Sinko Pekka: Taxation and the Degree of Centralisation in a Trade Union Model with Endogenous Labour Supply. Helsinki 2001.
251. Vaitinen Risto: WTO:n kauppaneuvottelujen merkitys EU:n maataloudelle. Helsinki 2001.

252. Bjerstedt Katja: Työssä jaksamisesta ja työmarkkinoiden muutoksesta. Helsinki 2001.
253. Sinko Pekka: Unemployment Insurance with Limited Duration and Variable Replacement Ratio – Effects on Optimal Search. Helsinki 2001.
254. Rauhanen Timo: Arvonlisäverotus EU:n jäsenmaissa – voiko vientiä verottaa? Helsinki 2001.
255. Korkeamäki Ossi: Työttömyysriskiin vaikuttavat yksilö- ja yrityskohtaiset tekijät Suomessa 1990-1996. Helsinki 2001.
256. Kyyrä Tomi: Estimating Equilibrium Search Models from Finnish Data. Helsinki 2001.
257. Moisio Antti: On Local Government Spending and Taxation Behaviour – effect of population size and economic condition. Helsinki 2001.