

Tähtinen, Timo

**Working Paper**

## Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia

Bank of Finland Discussion Papers, No. 33/1992

**Provided in Cooperation with:**

Bank of Finland, Helsinki

*Suggested Citation:* Tähtinen, Timo (1992) : Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia, Bank of Finland Discussion Papers, No. 33/1992, ISBN 951-686-347-7, Bank of Finland, Helsinki, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-201908081374>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211662>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



Tässä selvityksessä tarkastellaan pääomatulojen verotuksen vaikutusta investointien tuottovaatimukseen ja yritysten rahoituskustannuksiin. Tarkastelutavat selvitykset ovat vuodelta 1992, mutta ne koskevat 1991:n työhön suhteellisesti vastaavasti.

Selvitys perustuu tilastollisiin aineistoihin ja tilastollisiin yksiköihin, joiden osittainen yhteiskuntaosuus on otettu huomioon. Tutkimuksen tulokset on esitetty taulukko- ja tekstimuotoisissa muodoissa.

Selvitys on osa Suomen Pankin ja Finanssivalvonnan yhteistä tutkimusta yritysten rahoituskustannuksista ja investointien tuottovaatimuksesta.

**Timo Tähtinen**

Kansantalouden osasto

2.11.1992

Menettämätön on, mutta se ei ole välttämättä hyödyllinen. Menettämätön on, mutta se ei ole välttämättä hyödyllinen. Menettämätön on, mutta se ei ole välttämättä hyödyllinen.

Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia.

Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia.

Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia.

Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia.

Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia.



## Tiivistelmä

Tässä selvityksessä tarkastellaan pääomatulojen verojärjestelmän muuttumisen vaikutusta investointien tuottovaatimuksiin ja yritysten rahoituskustannuksiin. Tarkasteltavat verojärjestelmät ovat vuoden 1989 vanha järjestelmä ja Arvelan työryhmän suunnittelema siirtymäajanjaksojen jälkeinen uusi järjestelmä.

Selvitys perustuu alkuperäiseen Kingin ja Fullertonin (1984) malliin ja osittain yksinkertaistettuihin olettamuksiin, minkä takia selvityksen tulokset pitää tulkita suuntaa-antaviksi.

Selvitys rajoittuu kotimarkkinoilla toimiviin osakeyhtiömuotoisiin yrityksiin, joiden toimiala on teollisuus. Näkökulma on yrityksen omistajan, jonka tavoitteena on yrityksen arvon maksimointi.

Muuttumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa voimakkaasti yrityksen eri rahoitusmuotojen kustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia. Osakeantirahoituksen kustannus laskee uudistuksessa merkittävästi, mutta sekä velka- että tulorahoituksen kustannus nousee. Investointien tuottovaatimuksille käy vastaavasti eli osakeantirahoitettujen investointien tuottovaatimukset laskevat ja sekä velka- että tulorahoitettujen investointien tuottovaatimukset nousevat. Keskimääräisesti yrityksen rahoituskustannukset ja investointien tuottovaatimukset nousevat.

Selvityksen mukaan velkarahoituksen kustannuksen nousu aiheuttaa ongelmia talouskasvun käynnistymiselle. Sekä liikevaihtoverotus että ehdotettu kiinteistövero nostavat merkittävästi rakennusinvestointien tuottovaatimuksia. Toisaalta purkautuvia varauksia kannattaa käyttää nimenomaan rakennusinvestointeihin mikäli se on yrityksen toiminnan kannalta mahdollista.

ISBN 951-686-347-7  
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskusku  
Helsinki 1992



## SISÄLLYS

1	Johdanto	7
2	Pääomatulojen verotus muuttuu lähes kokonaan	7
3	Malli	9
4	Tulokset	11
4.1	Eri rahoitusmuotojen suhteelliset kustannukset muuttuvat olennaisesti	11
4.2	Investointien tuottovaatimukset alenevat annetulla rahoituskustannuksella	12
4.3	Verouudistus muuttaa olennaisesti investointien tuottovaatimuksia rahoitusmuodoittain	13
4.4	Reaalikorko on tärkein vaikuttava tekijä investointien tuottovaatimuksessa	14
4.5	Liikevaihtoverotus ja ehdotettu kiinteistövero nostavat investointien tuottovaatimuksia	15
5	Johtopäätökset	16
5.1	Verouudistuksen ajankohta on ongelmallinen	16
5.2	Purkautuvat varaukset kannattaa käyttää rakennusinvestointeihin	17
5.3	Investointien tuottovaatimuksia voidaan laskea huomattavasti	18
6	Yhteenveto	19
	Liite 1. Vertailtavien pääomatulojen verojärjestelmien yksityiskohtaiset erot	20
	Liite 2. Laskelmissa käytetyt parametrit	22
	Lähteet	23



## 1 Johdanto<sup>1</sup>

Investoinnit ovat pitkällä aikavälillä taloudellisen kasvun ja elintason nousun välttämätön edellytys. Investointien määrän ratkaisee viime kädessä investointien tuottovaatimus, joka määrittää mitkä harkittavista investoinneista ovat kannattavia. Mitä korkeampi tuottovaatimus on sitä vähemmän on olemassa kannattavia investointimahdollisuuksia ja sitä vähemmän investointeja tehdään.

Investointien tuottovaatimukset riippuvat korkotason ohella vallitsevasta verojärjestelmästä. Näin ollen tuottovaatimukset muuttuvat korkotason tai verojärjestelmän muuttuessa. Lähes täysin muuttumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa siten investointien tuottovaatimuksia vanhaan verojärjestelmään verrattuna.

Tässä selvityksessä tarkastellaan pääomatulojen verojärjestelmän muuttumisen vaikutusta investointien tuottovaatimuksiin ja yritysten rahoituskustannuksiin. Tarkasteltavat verojärjestelmät ovat vuoden 1989 vanha järjestelmä ja Arvelan työryhmän suunnittelema siirtymäajanjaksojen jälkeinen uusi järjestelmä.

Selvitys perustuu alkuperäiseen Kingin ja Fullertonin (1984) malliin ja osittain yksinkertaistettuihin oletuksiin, minkä takia selvityksen tulokset pitää tulkita suuntaa-antaviksi.<sup>2</sup>

Selvitys rajoittuu kotimarkkinoilla toimiviin osakeyhtiömuotoisiin yrityksiin, joiden toimiala on teollisuus. Näkökulma on yrityksen omistajan, jonka tavoitteena on yrityksen arvon maksimointi. Tarkasteltavina investointikohteina selvityksessä ovat tuotannollinen koneinvestointi (käyttöikä 10 vuotta), tuotantorakennusinvestointi (käyttöikä 40 vuotta) ja varastoinvestointi.

## 2 Pääomatulojen verotus muuttuu lähes kokonaan

Suomessa on toteutumassa pääomatulojen verotuksen perusteellinen uudistus. 1980-luvulla vallinnut järjestelmä on elänyt aikansa ja kansainvälinen kehitys on pakottanut Suomen muuttamaan pääomatulojen verotusta perusteellisesti.

Pääomatulojen verotuksen uudistamisen voidaan katsoa alkaneen Suomessa vuonna 1990, jolloin yhtiöveron hyvitysjärjestelmä otettiin käyttöön. Lähdeverotukseen siirtyminen vuonna 1991 ja investointivarauksen poistaminen vuonna 1992 jatkoivat pääomatulojen verotuksen kehittämistä. Arvelan työryhmän suunnittelema pääomatulojen verouudistus, joka astuu voimaan vuoden 1993 alussa, on siten vain osa pääomatulojen verotuksen uudistuksesta.

Koska viime vuosia, kuluva vuosi mukaan lukien, voidaan pitää siirtymäajanjaksona vanhan ja uuden järjestelmän välillä, verouudistukseen on perusteltua sisällyttää koko vuoden 1989 jälkeinen kehitys. Tällöin tarkastelussa päästään vertaamaan selkeästi kahta erilaista verojärjestelmää, ilman että tarvitsee ottaa kantaa siirtymäajanjakson verojärjestelmiin.

<sup>1</sup> Tämä selvitys on valmistunut kansantalouden osaston kesäprojektin tuloksena. Projektia on vetänyt osaston toimistopäällikkö Seppo Kostiainen. Lisäksi tutkimusosaston osastopäällikkö Heikki Koskenkylä on antanut arvokkaita kommentteja. Kaikki selvityksessä esitetyt kannanotot ovat kirjoittajan omia.

<sup>2</sup> Selvityksen laskelmat perustuvat Tähtinen (1992).



Vanhassa verojärjestelmässä yritysverokanta oli korkea (keskiarvona 50,7%), mutta vastapainona verojärjestelmään sisältyi runsaasti varausmahdollisuuksia, jotka laskivat toteutuvaa veroastetta. Tärkeimmät varaustyyppit olivat varasto-, toiminta- ja investointivaraus. Näistä vain investointivaruksen tekeminen oli sidottu suoraan voittoon. Varastovaraus oli sidottu varaston arvoon eli se oli pohjimmiltaan kiihoke varastoinvestoinnille, vaikka sitä käytettiin veronmaksun siirtämiseksi. Toimintavaraus oli varausvalikoimassa pääasiassa niitä yrityksiä varten, jotka eivät voineet tehokkaasti käyttää varastovarausta, ja näin ollen varastovaruksen maksimisuuruutta pienensi toimintavaruksen tekeminen. Lisäksi verorasitusta pienensi yritysten oikeus vähentää osa jakamistaan osingoista valtionverotuksessa.

Luonnollisten henkilöiden osalta lähtökohtana oli vanhassa verojärjestelmässä se, että pääomatulot olivat tuloveron alaista tuloa, mutta vähennysten ja verohelpotusten avulla vain osaan pääomatulosta kohdistui verorasitus. Osinko- ja korkotulojen osalta tulonsaaja sai tehdä omaisuustulovähennyksen ja vain omaisuustulovähennyksen ulkopuolelle jääviä osinko- ja korkotuloja verotettiin. Osakkeiden myyntivoittojen verotusta puolestaan kevensi myyntivoittojen osittainen verovapaus yli 4 vuoden pituisen hallussapitoajan jälkeen.

Taulukko 1. Vanhan ja uuden verojärjestelmän pääpiirteet (selitykset luvuille liitteessä 1)

Verojärjestelmä	Vanha (1989)	Uusi (1996)
<b>Yritykset</b>		
Voittoveroaste	50,7 %	25 %
Varastovaraus	30 % (35 %)	--
Toimintavaraus	30 %	--
Investointivaraus	20 %	--
Tuotannollisten rakennusten poistoaste	9 % (ei puinen)	7 %
<b>Luonnolliset henkilöt</b>		
Veronalaisten pääomatulojen veroaste	Tuloveron marginaaliveroaste (ylin n. 65 %)	25 %
Arvopapereiden myyntivoittojen verovapaus	4-5 v. 20 % Yli 5 v. 100 % alle 200 000 mk, 60 % yli 200 000 mk	--
Osinkotulojen verovapaus	Omaisuustulovähennys 2000 mk ja 50% 10000 mk:aan asti	--
Korkotulojen verovapaus		--

Uusi pääomatulojen verojärjestelmä on vanhaan järjestelmään verrattuna ennen kaikkea yksinkertainen. Johtavana periaatteena on, että kaikkia pääomatuloja verotetaan saman verokannan (25 %) mukaan, joka siten poikkeaa luonnollisilla henkilöillä ansiotulojen verokannasta. Tämä verokanta koskee niin yhteisöjä kuin luonnollisten henkilöiden korko- ja osinkotuloja sekä luonnollisten henkilöiden

osakkeiden myyntivoittoja. Yhteisöverotuksesta on poistettu edellä mainitut varasto-, toiminta- tai investointivaraukset. Osinkotulojen verotuksessa sovelletaan yhtiöveron hyvitysjärjestelmää, jolloin osinkotuloja verotetaan vain kerran; yrityksen voittoveron muodossa. Omaisuustulovähennys ja osakkeiden myyntivoittojen osittainen verovapaus poistuvat verouudistuksessa.

### 3 Malli

King ja Fullerton (1984) esittivät mallin, jolla voidaan mitata eri rahoitusmuodoilla rahoitettujen investointien efektiivisiä veroasteita. Mallin avulla voidaan mitata verottajalle menevää osuutta investoinnin tuotosta.

Verojärjestelmän muutosta on tutkittu Suomessa aikaisemmin käyttämällä suoraan Kingin ja Fullertonin mallia (Ylä-Liedenpohja 1987 ja Ilvonen 1990).

Tässä selvityksessä näkökulma on kuitenkin erilainen. Kingin ja Fullertonin mallia hyödynnetään siten, että tulokseksi saadaan efektiivisten veroasteiden sijasta yrityksen rahoituskustannukset ja investointien tuottovaatimukset rahoitusmuodoittain. Näin tarkastelu saadaan kohdennettua nimenomaan investointeihin ja näkökulma muuttuu verottajan näkökulmasta yrityksen omistajan näkökulmaksi. Tässä selvityksessä sovellettavan näkökulman etuna on, että investoinnin tuottovaatimus ja rahoituskustannus ovat intuitiivisia mittareita, joilla on suora yhteys reaaliseseen yritysmaailmaan.

Kingin ja Fullertonin mallin lähtökohtana on, että yritys pyrkii maksimoimaan arvoaan, mutta koska yrityksen päätösten katsotaan olevan sen omistajien tekemiä, niin itse asiassa omistajat maksimoivat päätöksillään omaa varallisuuttaan yrityksen kautta. Edustavan yrityksen oletetaan olevan voittoa tuottava ainakin pitkällä aikavälillä, minkä lisäksi yritys pystyy tekemään poistot täysimääräisinä.

Mallissa oletetaan tehtävän marginaalinen investointi tarkasteltaviin investointikohteisiin. Marginaalinen tarkoittaa, että investoinnin voitto on nolla eli investoinnin tuotto on yhtäsuuri kuin sen kustannus. Lisäksi oletetaan täysi tietämys, joten eri investointikohteisiin liittyvää riskiä ei ole otettu huomioon. Tämä on perusteltua, koska riski ei ole verojärjestelmästä riippuvainen. Mallissa oletetaan täydelliset pääomamarkkinat, jotka tasapainottuvat koron  $i = (r + \pi)^3$  varassa.

Käyttöomaisuuteen (rakennus tai kone) kohdistuvan investoinnin tuottovaatimukselle saadaan mallissa seuraava yhtälö

$$p = \frac{(\sigma + \delta - \pi)(1 - f_1 \frac{\tau a}{a + \sigma} - f_2 \tau)}{1 - \tau} - \delta \quad (1)$$

jossa p on investoinnin yritysvero edeltävä nettotuottovaatimus<sup>4</sup>,  $\sigma$  diskonttokorke eli investoinnin rahoituskustannus,  $\delta$  taloudellinen kuluminen,  $\pi$  inflaatiovahti,

<sup>3</sup> r on reaalikorko ja  $\pi$  inflaatio.

<sup>4</sup> Nettotuotto saadaan, kun investoinnin tuotosta vähennetään investointikohteen taloudellinen kuluminen.



$f_1$  ensimmäisen vuoden jälkeen poistettava osa investoinnista,  $\tau$  yritysveroaste,  $a$  lakisääteinen jäännöspoistoaste ja  $f_2$  ensimmäisenä vuotena poistettava osa investoinnista.

Tässä investoinnin nettotuottoaste ( $p$ ) on siis pienin mahdollinen investoinnin tuottoaste, jolla investointi on kannattava (tuotot = kustannukset). Investoinnin tuottoaste ( $p$ ) on siten sama kuin investoinnin (minimi)tuottovaatimus.

Investointi vaihto-omaisuuteen eli varastoinvestointi on luonteeltaan erilainen kuin investointi käyttöomaisuuteen, koska varastoinvestointi vähennetään verotuksessa normaalisti sinä vuonna kun investointikohde myydään (poikkeus varastovaraus) eikä vähitellen poistoina. Lisäksi osa varastoinvestoinnin tuotosta on inflaatiosta johtuvaa eikä reaalista. Varastoinvestoinnin tuottovaatimus on

$$p = \frac{(\sigma - \pi)(1 - f_2 \tau) + \tau \pi}{1 - \tau} \quad (2)$$

jossa  $p$  on investoinnin yritysvero edeltävä nettotuottovaatimus,  $\sigma$  diskonttokorko,  $\pi$  inflaatiouauhti,  $f_2$  on varastovaraukseen osuus varaston hankintahinnasta ja  $\tau$  yritysveroaste.

Tärkeänä parametrinä investoinnin tuottovaatimukseen vaikuttaa diskonttokorko eli investoinnin yritysveron jälkeinen tuottovaatimus, joka on samalla yrityksen rahoituskustannus. Rahoituskustannus riippuu käytettävästä rahoitusmuodosta, joita selvityksessä on oletettu olevan kolmea eri tyyppiä: Velkarahoitus, tulorahoitus (voittovaroilla) ja osakeantirahoitus (maksullisilla osakeanneilla).

Velkarahoitusta käytettäessä yritys voi vähentää korkomenot veronalaisesta voitosta jolloin velkarahoituksen diskonttokorko  $\sigma_v$  on

$$\sigma_v = i(1 - \tau) \quad (3)$$

jossa  $i$  on markkinakorko.

Tulorahoitusta käytettäessä omistajan tulkitaan saavan tuottonsa osakkeiden arvonnousun kautta. Omistaja voi tällöin realisoida tulonsa myymällä omistustaan eli omistaja on indifferentti kun sijoitus yrityksessä antaa saman tuoton kun sijoitus rahamarkkinoille eli

$$\sigma_t(1 - z) = i(1 - m) \quad (4)$$

jossa  $\sigma_t$  on tulorahoituksen diskonttokorko,  $z$  on myyntivoittojen veroaste ja  $m$  korkotulojen veroaste. Siten tulorahoituksen diskonttokoroksi saadaan

$$\sigma_t = i \frac{(1 - m)}{(1 - z)} \quad (5)$$

Osakeantirahoitusta käytettäessä omistajan tulkitaan saavan tuottonsa jaettavina osinkoina jolloin omistaja on indifferentti kun

$$\sigma_o \frac{(1 - d)}{(1 - y)} = i(1 - m) \quad (6)$$

jossa  $\sigma_o$  osakeantirahoituksen diskonttokorko,  $d$  on osinkotulojen veroaste ja  $y$  yhtiöveron hyvitysaste uudessa verojärjestelmässä ja yrityksen jakamistaan osingoista saama vähennys vanhassa järjestelmässä. Näin osakeantirahoituksen diskonttokorolle saadaan lauseke

$$\sigma_o = i \frac{(1 - m)(1 - y)}{(1 - d)} \quad (7)$$

## 4 Tulokset

### 4.1 Eri rahoitusmuotojen suhteelliset kustannukset muuttuvat olennaisesti

Kuten jo edeltä on käynyt ilmi, diskonttokorko ilmoittaa rahoitusmuodon kustannuksen. Taulukossa on esitetty eri rahoitusmuotojen kustannukset nykyisellä<sup>5</sup> markkinakorolla 14 %.

Taulukko 2. Yrityksen rahoitusmuotojen kustannukset % (inflaatio 3 % ja reaalkorko 11 %)

Rahoitusmuoto	Velkarahoitus	Tulorahoitus	Osakeantirahoitus
Vanha järjestelmä	7.8	7.4	12.4
Uusi järjestelmä	10.5	14.0	10.5

**Velkarahoituksen kustannus nousee verouudistuksen johdosta selvästi.** Kirjallisuudessa tämä ilmiö, jossa yritysveroasteen aleneminen nostaa velkarahoituksen kustannusta tunnetaan veroparadoksina (esim. Kanninen (1991) s. 17). Yritysveroasteen madaltuminen parantaa jo olemassa olevan pääomakannan kannattavuutta, koska investoinnin tuottoja verotetaan vähemmän, mutta nostaa uusien velkarahoitteisten investointien tuottovaatimusta, koska niihin liittyvä verovähennys pienenee.

Velkarahoitus on historiallisesti ollut suomalaisten yritysten tärkeä rahoitusmuoto. Vieraan pääoman osuus yritysten koko pääomasta on jo pitkään ollut noin 2/3<sup>6</sup>. Verouudistus nostaa siis yritysten vieraan pääoman hintaa verrattuna 1980-lukuun ja vaikeuttaa tältä osin uusien investointien tekemistä.

<sup>5</sup> Elokuu 1992.

<sup>6</sup> Syynä velkarahoituksen korkeaan osuuteen on korkomenojen täydellinen vähennyskelpoisuus verotuksessa (ja siihen liittyneet korkeat veroasteet) ja pankkien keskeinen rooli Suomen rahoitusjärjestelmässä.



Tulorahoituksen kustannus nousee verouudistuksessa lähes kaksinkertaiseksi ja sen hinnaksi tulee suoraan markkinakorko. Näin **tulorahoituksesta tulee yrityksen kallein rahoitusmuoto**, vaikka nimenomaan tulorahoitus on yritystoiminnan luonnollisin rahoitusmuoto. Ja samalla kun tulorahoituksen käyttäminen investointeihin tehdään epäedullisemmaksi, tulorahoituksen määrä nousee veroasteen laskiessa ceteris paribus.

Osakeantirahoituksen kustannus on ainoa verouudistuksessa laskeva rahoituskustannus. Osakeantirahoitus oli vanhassa järjestelmässä selvästi kallein rahoitusmuoto, mutta verouudistuksessa siitä tulee yhdessä velkarahoituksen kanssa halvin rahoitusmuoto.

Osakeantirahoitus on perinteisesti ollut anglosaksisissa maissa tärkeässä asemassa, mutta Suomessa osakeantirahoituksen käyttö on jäänyt vähäiseksi ja suhdanneherkäksi. Osakeantirahoituksen käyttöä ovat rajoittaneet ennenkaikkea rahoitusjärjestelmämme pankkikeskeisyys ja osakerahoituksen epäedullinen verotuskohtelu, mutta varmasti myös osakeantirahoituksen hinnalla on ollut vaikutuksensa osakemarkkinoiden kehittymättömyyteen ja kokoon. **Osakeantirahoituksen hinnan laskeminen velkarahoituksen tasolle on selvä kiihoke lisätä osakeantirahoituksen osuutta yritysten rahoituksessa**, ja siten tervehdyttää suomalaisten yritysten rahoitusrakennetta.

Yrityksen keskimääräinen rahoituskustannus nousee verouudistuksen johdosta selvästi, sillä vanhassa verojärjestelmässä keskimääräinen rahoituskustannus<sup>7</sup> on taulukon rahoituskustannusten pohjalta laskettuna noin 9 % eli selvästi alhaisempi kuin uuden järjestelmän alin rahoituskustannus.

## 4.2 Investointien tuottovaatimukset alenevat annetulla rahoituskustannuksella

Eri investointikohteiden tuottovaatimukset eri verojärjestelmissä saadaan yhteismittaisiksi, kun rahoituskustannus oletetaan laskelmissa annetuksi ja samaksi investointikohteittain. Näin on mahdollista saada selville rahoituslähteestä riippumattomat muutokset investointien tuottovaatimuksissa verojärjestelmien ja toisaalta eri investointikohteiden välillä.

Diskonttokorkona on laskelmissa 10.4 %, joka on painottamaton keskiarvo rahoitusmuotojen diskonttokoroista (Taulukko 2) nykyisellä markkinakorolla 14 %.

Taulukko 3. **Investointien tuottovaatimukset (%) vakio rahoituskustannuksella** (inflaatio 3 % ja reaalikorko 11 %)

Investointikohde	Rakennus	Kone	Varasto
Vanha järjestelmä	11.5	10.9	14.0
Uusi järjestelmä	9.4	8.9	10.9

<sup>7</sup> Velan osuudella noin 70 %

Taulukosta nähdään, että **kaikkien investointikohteiden tuottovaatimukset laskevat verouudistuksessa, kun rahoituksen kustannus ei muutu**. Syynä tuottovaatimusten alenemiseen on uuden verojärjestelmän alhainen yritysveroaste, joka pienentää voimakkaasti investoinnin yritysveroa edeltävää tuottovaatimusta (p) annetulla yritysveron jälkeisellä tuottovaatimuksella (diskonttokorko) vanhaan järjestelmään verrattuna.

Veroasteen lasku vaikuttaa eniten varastoinvestoinnin tuottovaatimukseen. Varastoinvestoinnissa veroasteella on tärkeämpi rooli kuin muissa investointikohteissa, koska varastoinvestointiin sisältyy inflaatiotuottoa, jota verotetaan reaalian tuoton tavoin. Näin varastovaraus ja 44.5 % veroaste vaativat vanhan verojärjestelmän vallitessa varastolta selvästi korkeampaa tuottoa kuin 25 % veroaste uudessa verojärjestelmässä ilman varastovarausta.

## 4.3 Verouudistus muuttaa olennaisesti investointien tuottovaatimuksia rahoitusmuodoittain

Edellä on käsitelty erikseen eri rahoitusmuotojen kustannuksia ja investoinnin tuottovaatimusta vakiodiskonttokorolla. Näin rahoitusmuodoittain tapahtuvat kokonaismuutokset investointien tuottovaatimuksessa ovat vielä selvittämättä.

Taulukko 4. **Investointien tuottovaatimukset (%) rahoitusmuodoittain** (inflaatio 3 % ja reaalikorko 11 %)

Rahoitusmuoto	Velkarahoitus		Tulorahoitus		Osakeantirahoitus	
	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi
Rakennus	7.5	9.5	6.9	13.9	14.7	9.5
Kone	7.3	9.0	6.8	13.1	13.7	9.0
Varasto	9.9	11.0	9.3	15.7	17.0	11.0
Keskiarvo	8.2	9.8	7.7	14.2	15.1	9.8

**Osakeannilla rahoitettujen investointien tuottovaatimukset laskevat verouudistuksessa peräti noin kolmanneksella.** Voimakas tuottovaatimuksen lasku johtuu siitä, että sekä osakeantirahoituksen kustannus että investoinnin tuottovaatimus vakiorahoituskustannuksella laskevat verouudistuksen johdosta. Osakeannilla rahoitettujen investointien tuottovaatimukset ovat uudessa verojärjestelmässä samat kuin velalla rahoitettujen investointien. Näin **verouudistus antaa selvän kiihokkeen osakeantirahoituksen suhteellisen osuuden lisääntymiselle investointien rahoituksessa.**

Sen sijaan velkarahoitteiset investoinnit vaativat uudessa verojärjestelmässä keskimäärin noin 20 % korkeamman tuottovaatimuksen kuin vanhassa. Varastoinvestoinnin tuottovaatimus kasvaa verouudistuksen johdosta selvästi vähiten. Tässä näkyy veroasteen keskeinen merkitys varastoinvestoinnin tuottovaatimukselle.

Tulorahoitettujen investointien tuottovaatimukset nousevat verouudistuksessa lähes kaksinkertaisiksi. Koska muutos riippuu voimakkaasti vanhaan järjestelmään liittyvistä parametreista, niin tulorahoitettujen investointien tuottovaatimuksen



muutos on nähtävä suunta-antavana. Sen sijaan uudessa verojärjestelmässä lasketut tuottovaatimukset ovat luotettavia. Koska tulorahoitteinen investointi vaatii uudistuksessa kuitenkin jopa yli 40 % korkeamman tuoton kuin muilla rahoitusmuodoilla rahoitetut investoinnit, niin **tulorahoituksesta tulee yrityksen epäedullisin investointien rahoitusmuoto.**

Yritysten investointien rahoitusrakenne ei vastaa historiallisesti yritysten taseen rahoitusrakennetta. Tärkein investointien rahoitusmuoto on ollut perinteisesti tulorahoitus, jolla on rahoitettu noin 60 % investoinneista. Loput investoinneista on käytännössä katsoen rahoitettu vieraalla pääomalla, sillä osakeantilla on rahoitettu vain muutama prosentti investoinneista. Näiden osuuksien pohjalta määritettynä verouudistus merkitsee huomattavaa keskimääräisten investointien tuottovaatimusten nousua. Verouudistuksen vaikutus investointien tuottovaatimuksiin pysyy samana, vaikka osakeantien osuus investointien rahoituksessa nousisi merkittävästi. Tämä johtuu siitä, että historiallinen keskimääräinen investointien tuottovaatimus on ollut noin 8 % (taulukko 4), kun taas uudessa verojärjestelmässä alhaisinkin keskimääräinen tuottovaatimus on 9.8 % (velka- tai osakeantirahoitus). Näin ollen **verouudistus merkitsee selvää nousua investointien tuottovaatimuksissa pienentäen näin investointimahdollisuuksia ja tehtäviä investointeja.** Toisaalta verotuksen keveneminen nostaa investointien verojen jälkeisiä tuottoja, joten verouudistuksen kokonaisvaikutus investointien määrään jäänee vähäiseksi.

#### 4.4 Reaalikorko on tärkein vaikuttava tekijä investointien tuottovaatimuksessa

Edellä on puhuttu verojärjestelmän vaikutuksesta investointien tuottovaatimuksiin, mutta reaalikorko vaikuttaa verojärjestelmää enemmän tuottovaatimusten tasoon. Sen lisäksi, että reaalikorko vaikuttaa lähes suoraviivaisesti investoinnin tuottovaatimukseen, se vaikuttaa suhteessa enemmän pitempi-ikäisiin investointeihin. Seuraavassa vertailutaulukossa kuvataan reaalikoron vaikutusta investoinnin tuottovaatimukseen.

Taulukko 5. **Velkarahoitteisten investointien tuottovaatimukset (%) eri reaalikoroilla (inflaatio 3%)**

Reaalikorko	11.0		5.0	
	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi
Verojärjestelmä				
Rakennus	7.5	9.5	2.7	4.0
Kone	7.3	9.0	2.9	3.8
Varasto	9.9	11.0	4.7	5.0
Keskiarvo	8.2	9.8	3.4	4.3

Taulukosta nähdään, että reaalikoron lasku alentaa investointien tuottovaatimuksia lähes suoraviivaisesti (vastaavasti reaalikoron nousu nostaa tuottovaatimuksia

hyvin suoraviivaisesti). Rakennuksen (käyttöikä 40 vuotta) tuottovaatimus laskee selvästi voimakkaammin kuin koneen (käyttöikä 10 vuotta) ja rakennusinvestointi vaatii vanhassa järjestelmässä alhaisella reaalkorolla jopa koneinvestointia alhaisemman nettotuoton. Reaalikoron muuttuminen ei kuitenkaan muuta verojärjestelmien vertailun antamia tuloksia.

Taulukon 5 laskelmissa **varastoinvestoinnin tuottovaatimus on uudessa verojärjestelmässä suoraan vallitseva reaalkorko.** Kyseessä ei ole erikoistapaus, vaan sama pätee yleisesti varastoinvestoinnin kohdalla kun rahoituslähteenä on joko velka- tai osakeantirahoitus.

#### 4.5 Liikevaihtoverotus ja ehdotettu kiinteistövero nostavat investointien tuottovaatimuksia

Selvityksen päätarkoituksena on tarkastella pääomatulojen verouudistuksen aiheuttamia muutoksia investointien tuottovaatimuksiin. Koska myös liikevaihtoverotus vaikuttaa käyttöomaisuuteen kohdistuvien investointien tuottovaatimuksiin niin sen vaikutusta on perusteltua tarkastella erikseen. Samalla on syytä ottaa huomioon ehdotettu kiinteistövero, koska tällöin päästään tarkastelemaan todellisia tuottovaatimusten muutoksia, eikä vain niitä muutoksia, jotka pääomatulojen verouudistus saa aikaan.<sup>8</sup>

Taulukko 6. **Velkarahoitteisen investoinnin tuottovaatimus (%) verotuksessa vähennyskelvottoman liikevaihtovero-osuuden vaikutuksesta**

Verojärjestelmä	Ilman liikevaihtoveroa		Liikevaihtoveron kanssa	
	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi
Rakennus	7.5	9.5	8.0	10.2
Kone	7.3	9.0	7.8	9.1

Vanhassa järjestelmässä liikevaihtoverotus nosti jonkin verran rakennus- ja koneinvestointien tuottovaatimusta, mutta ei vaikuttanut juuri lainkaan niiden suhteeseen. Sen sijaan **uudessa verojärjestelmässä liikevaihtoverotuksen vaikutus on huomattava rakennusinvestoinnin tuottovaatimukseen,** joka nousee liikevaihtoverotuksen vaikutuksesta selvästi koneinvestoinnin tuottovaatimusta korkeammaksi. Syynä tähän on rakennusinvestointiin sisältyvän liikevaihtovero-osuuden kasvu vuoteen 1989 verrattuna ja koneinvestointiin kohdistuvan liikevaihtovero-osuuden samanaikainen lasku.

Liikevaihtoverotuksen lisäksi kiinteistövero nostaa rakennusinvestoinnin tuottovaatimusta. **Kiinteistövero nostaa rakennusinvestoinnin tuottovaatimusta**

<sup>8</sup> Lähteenä Tähtinen (1992).



suoraan toteutettavalla määrällä. Jos kiinteistövero asetetaan ehdotetun maksimin 0.8 % suuruisena, niin rakennusinvestoinnin tuottovaatimus nousee tässä esimerkissä 11 %:iin (10.2 + 0.8).

Kun sekä liikevaihtoverotus että ehdotettu kiinteistöverotus otetaan huomioon, rakennusinvestoinnin tuottovaatimus nousee selvästi koneinvestoinnin tuottovaatimusta korkeammaksi ja hyvin lähelle varastoinvestoinnin tuottovaatimusta.

## 5 Johtopäätökset

### 5.1 Verouudistuksen ajankohta on ongelmallinen

Verouudistuksen aiheuttama myönteisin muutos on osakeantirahoituksen kustannuksen huomattava aleneminen, joka on nähtävä selvänä signaalina yrityksille lisätä maksullisin osakeannein tapahtuvaa rahoitusta. Toisaalta velkarahoituksen hinnan nousu samaksi kuin osakeantirahoituksen poistaa yhden velkarahoitusta suosivan tekijän. Pitemmällä aikavälillä tämän suuntainen kehitys tuntuu oikeasuuntaiselta, mutta verouudistuksen ajoittuminen lamaan muodostaa selvän ongelman uusien investointien käynnistymisen kannalta.

Koska osakeantirahoitus ei ole tällä hetkellä realistinen vaihtoehto ja koska tulorahoitusta ei juuri synny, niin velkarahoitus on ainoa jotenkuten toimiva rahoituskanava. Kun lisäksi velkarahoituksen markkinahinta on tällä hetkellä valmiiksi korkealla, niin velkarahoituksen hinnan nostaminen edelleen veroteknisin keinoin vaikeuttaa entisestään uusien investointien tekemistä ja hidastaa talouskasvun alkamista sekä vaikeuttaa sen muuttumista kestäväksi (velkarahoituksen hinta nousee myös vuoteen 1992 verrattuna (Koskenkylä 1992)).

Pitkällä aikavälillä ongelmalliselta näyttää tulorahoituksen muuttuminen selvästi kalleimmaksi rahoituslähteeksi. Näin yrityksen luonnollinen ja tärkein investointien rahoitustapa tulee epäedullisemmaksi kuin muut rahoitusmuodot, vaikka sen suuruus veroasteen laskiessa kasvaakin, ceteris paribus. Tulorahoituksen kaksinkertainen verokohtelu (yritys, omistaja) eliminoisi siis tulorahoituksen kasvun positiivisen vaikutuksen. Tässä kohtaa on kuitenkin hyvä palauttaa mieleen selvityksen näkökulma: Yrityksen omistajan tavoitteena on maksimoida yrityksen arvoa ja näin oman varallisuutensa arvoa. Näin ollen tulorahoitusta käytettäessä lisävarallisuutta oletetaan syntyvän osakkeen arvon nousun kautta. Tällöin tämä näkökulma ei ota huomioon tulorahoituksen muita yrityksen kannalta positiivisia tekijöitä, kuten yritystoiminnan jatkuvuuden turvaamista tai yrityksen vakavaraisuuden, luottokelpoisuuden ja arvon nousua. Näin tulorahoituksen kasvu parantaa yrityksen mahdollisuuksia käyttää muita rahoituskanavia ja tuo kustannussäästöjä ja joustavuutta sitä kautta.

### 5.2 Purkautuvat varaukset kannattaa käyttää rakennusinvestointeihin

Verouudistuksen seurauksena yritykset joutuvat purkamaan tekemänsä varasto- ja toimintavaraukset viimeistään vuonna 1997. Purkaminen pitää tehdä joko tuloutta-

malla varaukset tai käyttämällä ne investointivarausten tavoin suoraan käyttöomaisuusinvestointeihin. Teollisuuden varasto- ja toimintavarausten varanto oli vuoden 1991 alussa n. 23 miljardia, ja vaikka siitä tuloutettiin vuonna 1991 eräiden arvioiden mukaan noin viidesosa, niin jäljelle jäävä varausten varanto vastaa vielä lähes 1980-luvun lopun teollisuuden yhden vuoden bruttoinvestointeja. On siis perusteltua katsoa, onko varausten käyttäminen investointeihin suoraan tulouttamista kannattavampi vaihtoehto.

Oletetaan, että käyttöomaisuusinvestoinnin sijasta yritys voi sijoittaa tuloutetun varauksen 13 % korolla (spread 1 %-yksikkö verrattuna lainanottoon). Koska varaus joutuu verotettavaksi purettaessa, niin sijoitettavaksi markkinoille jää 75 % purettavan varauksen koko määrästä. Tällöin varauksen tuotoksi jää yritysverojen jälkeen n. 7.3 % ( $75\% * 13\% * (1 - 0.25)$ ), joka on samalla reaali-investoinnin veron jälkeinen tuottovaatimus eli diskonttokorko. Varauksen käyttämisen rahoituskustannus on selvästi alhaisempi kuin muiden rahoitusmuotojen, joiden kustannus on alimmillaan 10.5 % lainakorolla 14 %. Mutta koska investointivarausta käytettäessä menetetään investoinnin poisto-oikeus verotuksessa, niin ratkaisevaa on investoinnin tuottovaatimuksen suuruus.

Taulukkoon 6 on laskettu investointien tuottovaatimukset investointikohteitain siten että rahoitusmuotona on purkautuva varaus ja toisaalta edullisin muu rahoitusmuoto (velka- tai osakeantirahoitus).<sup>9</sup>

Taulukko 7.

**Investointien tuottovaatimukset (%), investoinnin rahoituslähteenä purkautuva varaus tai velka-/osakeantirahoitus (eri käyttöikäisiä investointikohteita) (liikevaihtoverotus mukana laskelmissa)**

Rahoitusmuoto	Velka- tai osakeantirahoitus	Purkautuva varaus
Kone 10 v.	9.1	11.6
Kone 20 v.	8.5	8.3
Rakennus 20 v.	11.3	9.1
Rakennus 40 v.	10.2	7.3

Varauksia kannattaa taulukon mukaan purkaa investointivarausten tavoin, kun investointikohteena on pitkäikäinen koneinvestointi tai rakennusinvestointi (tummennetut). **Varauksen purkaminen rakennusinvestointiin alentaa rakennusinvestoinnin tuottovaatimusta jopa yli 30%:lla**, mutta pitkäikäisen koneinvestoinnin kohdalla alennus on vain marginaalinen. Ero johtuu koneinvestoinnin edullisesta poistoasteesta, josta saatava hyöty menetetään kun investointi tehdään purkamalla varausvarantoa.

Kun yrityksellä on mahdollisuus valita purkautuvan varauksen käyttötapa, niin varaus kannattaa käyttää ensisijaisesti rakennusinvestointiin. Koska koneinvestoinnit ovat talouskasvun kannalta avainasemassa, niin politiikka jossa

<sup>9</sup> Lähteenä Tähtinen (1992).



purkautuvia varauksia ohjataan rakennusinvestointeihin ei tunnu perustellulta. On siis aiheellista kysyä, **onko rakennusinvestointien tukeminen koneinvestointien kustannuksella harkittua vai kiireessä syntynyt virhe?**

### 5.3 Investointien tuottovaatimuksia voidaan laskea huomattavasti

Investointien tuottovaatimukset ovat tällä hetkellä niin korkeita, että uusia investointeja on erittäin vaikea tehdä. Suoranaisena syynä korkeisiin tuottovaatimuksiin on huippukorkea reaalikorkotaso. Reaalikoron alentamiskeinojen käsittely ei kuulu tämän selvityksen aihepiiriin, mutta verojärjestelmän mahdollisuuksia alentaa investointien tuottovaatimuksia on syytä tarkastella lähemmin.

Lähtökohdaksi on otettava, että harkittavat verotekniset keinot ovat mahdollisimman vähän valtion talouden alijäämää lisääviä. Lisäksi oletetaan, että ensisijaisesti pyritään koneinvestointien lisäämiseen ja että rahoitusmuotona on velkarahoitus. Laskelmassa oletetaan myös, että tukea käyttävät yritykset ovat ainakin pitkällä tähtäimellä voittoa tuottavia. Seuraavassa taulukossa on tarkasteltu erilaisten veroteknistien keinojen mahdollisuuksia laskea koneinvestoinnin tuottovaatimusta.<sup>10</sup>

Taulukosta nähdään, että useat tarkasteltavista vaihtoehdoista vaikuttavat vain marginaalisesti tuottovaatimuksiin. Ainoastaan korkomenojen vähentäminen kaksinkertaisena alentaisi selvästi investointien tuottovaatimusta.

Oletetaan, että päädyttäisiin investointien tukemiseen korkomenojen vähennyskelpoisuuden nostamisella kaksinkertaiseksi ja että tuki koskisi kolmen seuraavan vuoden aikana tehtäviä investointeja seuraavien 10 vuoden ajalta. Oletetaan vielä, että koneinvestointeja tehtäisiin investointituen avulla 10 miljardin markan verran vuosittain. Valtiontaloudelle syntyy tuesta kustannuksia verotulojen menettämisen kautta. Ensimmäisenä vuotena verotulojen menetys olisi 350 miljoonaa, toisena 700 miljoonaa ja loppuina kahdeksana vuotena 1050 miljoonaa. Investoinneista kansantuotteen kasvun kautta valtiolle syntyviä tuloja ei ole otettu huomioon.

Korkomenojen vähennyskelpoisuus kaksinkertaisena siis laskee koneinvestoinnin tuottovaatimusta lähes saman verran kuin 5 %-yksikön reaalikoron lasku. Valtion taloudelle syntyy merkittäviä kustannuksia verotulojen menettämisen kautta, mutta teoriassa positiivisia vaikutuksia syntyy myös monen kanavan kautta.

<sup>10</sup> Lähteenä Tähtinen (1992).

Taulukko 8:

**Velkarahoitteisen koneinvestoinnin tuottovaatimus (%) eri toimenpiteiden jälkeen, uusi verojärjestelmä** (reaalikorko 11 %, inflaatio 3 %, liikevaihtoverotus mukana laskelmissa)

Uusi verojärjestelmä	9.1
Vapaa poisto <sup>1</sup>	7.7
Poistoaste 40 % <sup>2</sup>	8.7
Investointituki 1 % <sup>3</sup>	8.7
Ylimääräinen verovähennys ensimmäisenä vuonna 10 % <sup>4</sup>	8.3
Korkomenojen vähennyskelpoisuus kaksinkertaisena <sup>5</sup>	5.1
Reaalikoron lasku 5 %-yksikköä	4.8

<sup>1</sup> Koneen hankintahinnan voi vähentää välittömästi verotuksessa.  
<sup>2</sup> Lakisääteinen poistoaste nostetaan 40 %:iin.  
<sup>3</sup> Valtio maksaa 1 % yrityksen koneinvestoinnin hankintahinnasta.  
<sup>4</sup> Yritys voi vähentää verotuksessa koneen hankintavuonna ylimääräisen teknisen 10 %:n vähennyksen, joka ei laske koneen poisto-oikeuksia.  
<sup>5</sup> Velan korkomenot voi vähentää verotuksessa kaksinkertaisena (vastaa teknisesti veroasteen nostamista 50 %:iin uusien investointien osalta).

## 6 Yhteenveto

Muuttumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa voimakkaasti yrityksen eri rahoitusmuotojen kustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia. Osakeantirahoituksen kustannus laskee uudistuksessa merkittävästi, mutta sekä velka- että tulorahoituksen kustannus nousee. Investointien tuottovaatimuksille käy vastaavasti eli osakeantirahoitettujen investointien tuottovaatimukset laskevat ja sekä velka- että tulorahoitettujen investointien tuottovaatimukset nousevat. Keskimääräisesti yrityksen rahoituskustannukset ja investointien tuottovaatimukset nousevat.

Selvityksen mukaan velkarahoituksen kustannuksen nousu aiheuttaa ongelmia talouskasvun käynnistymiselle. Sekä liikevaihtoverotus että ehdotettu kiinteistövero nostavat merkittävästi rakennusinvestointien tuottovaatimuksia. Toisaalta purkautuvia varauksia kannattaa käyttää nimenomaan rakennusinvestointeihin mikäli se on yrityksen toiminnan kannalta mahdollista.



## Liite 1. Vertailtavien pääomatulojen verojärjestelmien yksityiskohtaiset erot

Yritysverokanta koostui vanhassa verojärjestelmässä kunnallis- ja kirkollisvero-äyrien lisäksi suhteellisesta valtionverokannasta. Vuonna 1989 valtionverokanta yhteisöille oli 33 %, kunnallisveroäyrien keskiarvo oli 16,4 % ja kirkollisveroäyri oli 1,3 %, jolloin verokanta yhteisöille oli siten 50,7 %. Verouudistuksessa siirryttiin 25 % verokantaan.

Veroasteen alentamisen vastapainona on poistettu yritysten varasto-, toiminta- ja investointivaraukset. Vuonna 1989 kumulatiivinen maksimi toimintavaraukselle oli 30 % viimeisen 12 kuukauden ennakonpidätyksen alaisista palkoista. Varastovarauksen määrä oli sidottu vuonna 1989 tehtyyn toimintavaraukseen siten, että toimintavarauksen ohella sai tehdä 30 % varastovarauksen ja ilman toimintavarausta varastovarauksen maksimi oli 35 %. Varastovarauksen pohjana oli tilinpäätöshetkellä varastossa olevien hyödykkeiden inventaariarvo. Investointivaraus oli maksimissaan 20 % voitosta vuonna 1989. Tässä voittoon sisällytetään myös verovapaat tulot. Investointivarauksesta on tehtävä 50 % suuruinen talletus Suomen Pankkiin, jossa sille maksetaan korkoa (Suomen Pankin peruskorko vähennettynä 2,5 %-yksiköllä). Investointivarauksella katettu meno ei ole verotuksessa vähennyskelpoinen, eikä investointivarauksella katetusta menosta voi tehdä poistoja.

Verouudistus poistaa kokonaan nämä varaukset, siten että vuonna 1993 voi vielä tehdä 10 % toimintavarauksen. Uudistus edellyttää tehtyjen varausten purkamista tai käyttämistä investointivarauksen tapaan viimeistään vuonna 1997.

Jaetuista osingoista sai vuonna 1989 vähentää 40% valtionverotuksessa. Uudessa verojärjestelmässä siirryttiin yhtiöveron hyvitysjärjestelmään, eivätkä jaetut osingot enää ole yritysverotuksessa vähennyskelpoisia.

Poistosäännökset ovat perinteisesti olleet etenkin koneiden osalta etupainotteisia ja täten edistämässä investointeja. Koneiden kohdalla ei uudistus tuo muutoksia, mutta rakennusten poistosäännökset yksinkertaistuvat ja poistoasteet alenevat. Vuonna 1989 tässä selvityksessä tarkasteltavien tuotantorakennusten poistoaste oli 9 % (kivinen tai kestävyydeltään vastaava rakennusmateriaali). Uudessa verojärjestelmässä ei enää erotella poistoasteita rakennusmateriaalin mukaan ja yhteinen poistoaste tuotantorakennuksille on 7 %.

Luonnollisten henkilöiden kohdalla osakkeiden myyntivoitot olivat vuonna 1989 kokonaan veronalaisia, jos omaisuuden hallussapitoaika oli alle 4 vuotta. Hallussapitoajan ollessa 4-5 vuotta oli myyntivoitosta veronalaista 80 %. Yli 5 vuoden hallussapitoajan jälkeen olivat myyntivoitot verovapaita 200 000 markkaan asti, jonka jälkeen 40 % myyntivoitosta oli veronalaista tuloa. (Verolait 1989 Luovutusvoitot § 68 M 2a). Uudessa verojärjestelmässä osakkeiden myyntivoiton veroaste on omistusajasta riippumatta 25 %.

Osinkotulot olivat vuonna 1989 veronalaista tuloa omaisuustulovähennyksen ylittävältä osalta. Omaisuustulovähennys oli 2000 mk ja 50 % 2000 mk:n ylittävältä osalta aina 10000 mk:n tuloihin asti (Verolait 1989 § 97 M 2a). Uudistuksessa osingoille asetetaan suhteellinen 25 % veroaste, jonka yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä maksaa yritys.

Korkotulot olivat vuonna 1989 yo. omaisuustulovähennyksen piirissä verollisten korkotulojen osalta. Verovapaat talletukset esim. obligaatiot olivat sidottu peruskorkoon, eivätkä niiden tuotot olleet lähelläkään markkinakorkoja.

Veronalaisista talletuksista saadut korkotulot ovat lähdeveron alaista tuloa uudistuksen mukaisessa verojärjestelmässä, jossa lähdeveroaste on siirtymäkausien jälkeen 25 prosenttia vuonna 1996.

Veronalaisista talletuksista saadut korkotulot	
Vuosi	Veronalaista tuloa
1989	25 %
1990	25 %
1991	25 %
1992	25 %
1993	25 %
1994	25 %
1995	25 %
1996	25 %
1997	25 %
1998	25 %
1999	25 %
2000	25 %
2001	25 %
2002	25 %
2003	25 %
2004	25 %
2005	25 %
2006	25 %
2007	25 %
2008	25 %
2009	25 %
2010	25 %
2011	25 %
2012	25 %
2013	25 %
2014	25 %
2015	25 %
2016	25 %
2017	25 %
2018	25 %
2019	25 %
2020	25 %
2021	25 %
2022	25 %
2023	25 %
2024	25 %
2025	25 %



Verojärjestelmä	Vanha	Uusi
Yritysveroaste $\tau$	44.5%	25%
Osinkotulojen veroaste $d$	65%	25%
Korkotulojen veroaste $m$	65%	25%
Osakkeiden myyntivoittojen veroaste $z$	34%	25%
Yrityksen jakamistaan osingoista saama vähennys/hyvitys $y$	0.116	0.25
Ensimmäisen vuoden jälkeen poistettava osa investoinnista $f_1$		
- rakennus	0.91	0.93
- kone	0.7	0.7
Ensimmäisenä vuonna poistettava osuus investoinnista $f_2$ ja poistoaste $a$		
- rakennus	0.09	0.07
- kone	0.3	0.3
Varastovaraus	0.3	--

<sup>11</sup> Lähteenä Tähtinen (1992).

Ilvonen Juha (1990) **Verouudistuksen vaikutukset investointien efektiivisiin marginaaliveroasteisiin**, Tampere Economic Working Papers 8/1990.

Kanniainen Vesa (1991) **Yhtiöveron hyvitysjärjestelmään siirtyminen Suomessa**, ETLA Sarja B73.

King M. (1977) **Public Policy and the Corporation**.

King M. & Fullerton D. (1984) **The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden, and West Germany**, The University of Chicago Press.

Koskenkylä Heikki (1992) **Pääomatulojen verouudistus jatkuu: Ehdotettu rakenne oikeasuuntainen, mutta taso väärä**, Liiketaloudellinen Aikakauskirja 2/1992.

Tähtinen (1992) **Vuosien 1990–1993 pääomatulojen verouudistuksen vaikutus yrityksen rahoituskustannuksiin ja investointien tuottovaatimuksiin**, Suomen Pankin kansantalouden osaston työpäpaperi 2/92.

Valtionvarainministeriön vero-osasto (1991) **Pääomatulojen verotuksen ja yritysverotuksen kehittämissuunnitelmat**, Asiantuntijaryhmän muistio, Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1991:28.

Verolait 1989 ja 1992.



SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/92 Jaakko Autio **Valuuttakurssit Suomessa 1864–1991**. Katsaus ja tilastosarjat. 1992. 36 + 245 s. ISBN 951-686-309-4. (TU)
- 2/92 Juha Tarkka – Johnny Åkerholm **Fiscal Federalism and European Monetary Integration**. 1992. 29 s. ISBN 951-686-310-8. (KP)
- 3/92 Päivikki Lehto-Sinisalo **The History of Exchange Control in Finland**. 1992. 92 s. ISBN 951-686-311-6. (TO)
- 4/92 Erkki Koskela – Matti Virén **Inflation, Capital Markets and Household Saving in Nordic Countries**. 1992. 21 s. ISBN 951-686-312-4. (TU)
- 5/92 Arto Kovanen **International Capital Flows in Finland 1975–1990: The Role of Expectations**. 1992. 18 s. ISBN 951-686-313-2. (KT)
- 6/92 Ilmo Pyyhtiä **Investointien kohdentuminen Suomessa**. 1992. 54 s. ISBN 951-686-314-0. (KT)
- 7/92 Margus Hanson **Eesti Pank ja Viron rahajärjestelmä 1920- ja 1930-luvulla**. 1992. 58 s. ISBN 951-686-315-9. (TU)
- 8/92 Markku Malkamäki **Estimating Conditional Betas and the Price of Risk for a Thin Stock Market**. 1992. 36 s. ISBN 951-686-317-5. (TU)
- 9/92 Markku Malkamäki **Conditional Betas and the Price of Risk in a Thin Asset Market: A Sensitivity Analysis**. 1992. 39 s. ISBN 951-686-318-3. (TU)
- 10/92 Christian Starck **Keskuspankkien riippumattomuus – kansainvälinen vertailu**. 1992. 43 s. ISBN 951-686-319-1. (KP)
- 11/92 Juha Tarkka **Tax on Interest and the Pricing of Personal Demand Deposits**. 1992. 21 s. ISBN 951-686-320-5. (TU)
- 12/92 Terhi Kivilahti – Jyri Svanborg – Merja Tekoniemi **Itä-Euroopan maiden valuuttojen vaihdettavuudesta**. 1992. 45 s. ISBN 951-686-322-1. (IT)
- 13/92 Heikki Koskenkylä **Norjan pankkikriisi ja vertailua Suomen pankkeihin**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-323-X. (TU)
- 14/92 Tom Kokkola **An International Bibliography of Payment Instruments and Systems Literature for the Years 1985–1991**. 1992. 94 s. ISBN 951-686-325-6. (RM)
- 15/92 Paavo Peisa – Kari Takala **Selviämmekö lamasta ehjin nahoin? Bruttokansantuotteen rakennemallien estimointituloksia**. 1992. 32 s. ISBN 951-686-326-4. (KT)
- 16/92 Markku Malkamäki **Cointegration and Causality of Stock Markets in Two Small Open Economies and Their Major Trading Partner Nations**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-328-0. (TU)
- 17/92 T.R.G. Bingham **The Ecu and Reserve Management**. 1992. 22 s. ISBN 951-686-329-9. (KP)
- 18/92 Kari Takala **Työttömyyden ennustaminen lyhyellä aikavälillä**. 1992. 40 s. ISBN 951-686-330-2. (KT)
- 19/92 Anne Turkkila **Suomalaisten pankkien kansainvälistyminen**. 1992. 47 s. ISBN 951-686-331-0. (TU)
- 20/92 Bent Christiansen – Már Gudmundsson – Olli-Pekka Lehmuusaari – Christina Lindenius – Sigurd Simonsen – Christian Starck – Johnny Åkerholm **De nordiska centralbankerna i det framtida Europa**. 1992. 18 s. ISBN 951-686-332-9. (KP)
- 21/92 Paavo Peisa – Heikki Soltila **Pankkikriisi yritysaineiston valossa**. 1992. 18 s. ISBN 951-686-334-5. (RM)
- 22/92 Timo Tyrväinen **Wage Setting, Taxes and Demand for Labour: Multivariate Analysis of the Cointegrating Relations**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-335-3. (TU)
- 23/92 Timo Tyrväinen **Tax Incidence in Union Models**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-336-1. (TU)
- 24/92 Bent Christiansen – Már Gudmundsson – Olli-Pekka Lehmuusaari – Christina Lindenius – Sigurd Simonsen – Christian Starck – Johnny Åkerholm **Pohjoismaiden keskuspankit tulevassa Euroopassa**. 1992. 24 s. ISBN 951-686-337-X. (KP)
- 25/92 Christian Starck – Matti Virén **Bankruptcies and Aggregate Economic Fluctuations**. 1992. 20 s. ISBN 951-686-338-8. (TU)
- 26/92 Amos Golan – Moshe Kim **Maximum Entropy and the Existence of Consistent Aggregates: An Application to U.S. Banking**. 1992. 22 s. ISBN 951-686-339-6. (TU)
- 27/92 Antti Suvanto **Pricing Decisions and the Position Constraint in Foreign Exchange Dealing**. 1992. 40 s. ISBN 951-686-340-X. (KP)
- 28/92 Heikki Soltila – Vesa Vihriälä **Pankkien vakavaraisuus ja luotontarjonta**. 1992. 17 s. ISBN 951-686-341-8. (RM)
- 29/92 Jukka Vesala **Incomplete Exchange Rate Pass-Through and Hysteresis in Trade. A Survey of Recent Theories and an Empirical Study of Export Pricing of Finnish Paper Manufactures**. 1992. 76 s. ISBN 951-686-342-6. (TU)
- 30/92 Jaakko Autio **Lama ja raha**. Suomen luopuminen kultakannasta vuonna 1931. 1992. 61 s. ISBN 951-686-343-4. (TU)
- 31/92 Markku Malkamäki **Conditional Risk and Predictability of Finnish Stock Returns**. 1992. 27 s. ISBN 951-686-344-2. (TU)
- 32/92 Anu Mürsepp **Viron maksujärjestelmä ja sen kehittämistarpeet**. 1992. 24 s. ISBN 951-686-345-0. (TU)
- 33/92 Timo Tähtinen **Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia**. 1992. 23 s. ISBN 951-686-347-7. (KT)