

**Vuoden 2005 verouudistuksen vaikutukset
sijoitustoimintaan ja osakkeen hintaan osingon
irtoamispäivänä.**

Kansantaloustiede
Pro gradu -tutkielma
Taloustieteiden laitos
Tampereen yliopisto
Toukokuu 2008
Jarkko Mononen

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto

Taloustieteiden laitos

MONONEN, JARKKO: Vuoden 2005 verouudistuksen vaikutukset sijoitustoimintaan ja osakkeen hintaan osingon irtoamispäivänä.

Pro gradu -tutkielma: 55 sivua, 2 liitesivua

Kansantaloustiede

Toukokuu 2008

Avainsanat: osinko, osingon irtoamispäivä, verouudistus

Osakkeiden arvo laskee osingon irtoamispäivänä. Osakkeen arvon muutos poikkeaa saadun osingon arvosta. Osakkeen hinnanmuutoksen aiheuttajasta tutkijat eivät ole yksimielisiä. Osakkeen kurssimuutoksen ja osingon hinnan eron aiheuttajasta on kehitetty erilaisia hypoteeseja. Tunnetuimmat hypoteesit ovat verohypoteesi ja lyhyen aikavälin kaupankäynnin hypoteesi. Molemmat hypoteesit ovat saaneet empiiristä tukea ainakin jossain tämän tutkimuksen vertailututkimuksessa.

Suomessa tehtiin merkittävä verouudistus vuonna 2005. Uudistuksessa luovuttiin yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä ja siirryttiin osinkojen osittaiseen kahdenkertaiseen verotukseen. Verouudistuksen yhteydessä tehtiin selkeä ero pörssiyhtiön ja noteeraamattoman yhtiön välille.

Verouudistus on vaikuttanut sekä osakkeiden hintakäyttäytymiseen osingonjaon ympärillä, että yritysten toimintaan voitonjako- ja rahoituspäätöksissä. Verouudistus vaikuttaa hyvin laaja-alaisesti koko markkinatalouteen. Kokonaisvaikutusten selvittäminen on hyvin haastavaa.

Tässä tutkielmassa esitellään merkittävimmät veromuutokset vuoden 2005 verouudistuksessa. Lisäksi tässä tutkielmassa esitellään verohypoteesit joilla osakkeen hinnan muutosta on perusteltu osingon irtoamispäivänä. Myös tärkeimmät käsitteet, kuten osinko ja klassinen yhtiöveromalli esitellään.

Tässä tutkimuksessa esitellään muiden tutkijoiden tutkimuksia osakkeen hintakäyttäytymisen ja osingon irtoamisen välillä. Pääsääntöisesti esitellyt tutkimukset sijoittuvat ajanjaksoon, jolloin valtiolta on muuttanut pääomaverotustaan.

Tämä tutkimus osoittaa, että verohypoteesille on löytynyt todisteita useimmista tutkimuksista ja osakkeiden vaihto kiihtyy merkittävästi osingon irtoamispäivän läheisyydessä.

SISÄLLYS

1 . Johdanto	1
2 . Käsitteitä	4
2.1. Osinko.....	4
2.2. Osingon irtoaminen	5
2.3. Yhtiöverojärjestelmät	6
2.4 Pääomaverojärjestelmän neutraalisuus- ja rahoitusneutraalius-käsitteet	9
3. Suomen vuoden 2005 verouudistus	9
3.1 Yksityishenkilön (sijoittajan) ja kuolinpesän osinkoverotus.....	10
3.3 Veroreformin syyt	14
3.4 Pääomaverotuksen ja osinkoverotuksen vertailu kansainvälisesti	16
3.5 Verouudistuksen vaikutuksia.....	20
4. Teoriaa.....	26
4.1 Taustaoletuksia.....	27
4.2 Verohypoteesi (The tax hypothesis).....	32
4.3 Lyhyen aikavälin kaupankäynnin hypoteesi	36
5. Aikaisempia tutkimuksia.....	40
5.1 <i>Ex-dividend Day Behaviour of Stock Prices in Finland in 1989–1990 and 1993–1997</i> (Sorjonen, P. 1999).....	41
5.2. <i>Ex-day behavior: tax or short-term trading effects</i> (Lasfer, M. 1995).	43
5.3 <i>Tax Heterogeneity and Trading Volume Around the Ex-dividend Day: Estonian Evidence</i> (Sanders, P., 2007).....	45
5.4 <i>The Tax Impact on the Ex-dividend dates: Evidence from European firms</i> (Lasfer, M. & Zenonos, M. 2003).	47
6. Jatkotutkimusaiheita.....	48
7. Päätelmät	49
LÄHTEET	51
LIITTEET	54

1. Johdanto

Osakkeiden arvo putoaa osingon irrotessa osakkeesta. Osakkeen arvo ei muutu täsmällisesti osingon arvolla, vaan yleensä osakkeen arvo laskee vähemmän kuin osakkeesta saadun osingon arvolla. Mistä tämä johtuu?

Osakkeen hinnan muutoksen ja osingon arvon eron aiheuttajasta on useita näkemyksiä. Hinnanmuutoksen ja osingon arvon poikkeamaa on perusteltu oletuksilla verohypoteesista, lyhyen aikavälin kaupankäynnin vaikutuksista tai clientele-efektistä.

Suomassa tehtiin merkittävä verouudistus vuonna 2005. Yksityiselle sijoittajalle verottomat osinkotuotot mahdollistaneesta osinkoverotuksen hyvitysjärjestelmästä luovuttiin ja siirryttiin osinkojen osittaiseen kahdenkertaiseen verottamiseen. Samalla tehtiin selkeä ero noteerattujen pörssiyhtiöiden ja noteeraamattomien osakeyhtiöiden osakkeiden verotusten välille. Myös noteeraamattomien osakeyhtiöiden arvolla ja yhtiön toteuttamalla osinkopolitiikalla on vaikutusta omistajan kohtaamaan verorasitukseen. Osa osingoista välttyy kahdenkertaiselta verotukselta. Uudesta verojärjestelmästä tuli monimutkainen ja sen suoria vaikutuksia on vaikea selvittää.

Tämän tutkimuksen tavoite on perehdyttää hypoteeseihin, jotka vaikuttavat osakkeen hintaan osingon irtoamisajankohdan ympärillä. Merkittävimpänä vaikuttajana osakkeen hinnanmuutokseen pidetään verotuksellisia tekijöitä. Lisäksi tässä tutkimuksessa tarkastellaan yhtä kotimaista ja useaa ulkomaista tutkimusta, joissa tutkitaan verovaikutuksia Suomen verouudistukseen verrattavissa verouudistuksissa. Näiden tutkimusten yhteisenä tekijänä on tutkia osakehintojen muutosten aiheuttajia tunnettujen hypoteesien avulla osingon irrotessa.

Suomalaisella aineistolla tehdyssä tutkimuksessa Pasi Sorjonen on selvittänyt aiemmin mainittujen hypoteesien pitävyyttä Helsingin Pörssin osakkeilla vuosina 1989–1990 ja 1993–1997, jolloin osinkoverotus poikkesi verouudistuksenmukaisesta verotuksesta.

Veromuutos on niin mittava, että Sorjosen tutkimukset eivät voi antaa täyttä kuvaa osakkeiden hintojen käyttäytymisestä tämänhetkisen verotuksen aikana. Verouudistuksen vaikutusta osakkeen hinnan käyttäytymiseen pyritään arvioimaan myös ulkomaisten tutkimusten avulla. Valittujen tutkimusten tuloksien avulla arvioidaan esiteltyjen hypoteesien pitävyyttä. Valittuja tutkimuksia myös verrataan Suomen tilanteeseen mahdollisuuksien mukaan.

Kun Suomen verouudistus tuli voimaan, tämä antoi aiheita tutkia juuri verotusperusteisia vaikutuksia osakkeen hinnoissa. Tässä tutkimuksessa selvitetään muiden maiden veromuutosten vaikutuksia osakkeen hintaan, osingon irtoamisen yhteydessä. Vertailututkimusten avulla pyritään selvittämään, minkälaisia vaikutuksia verouudistuksella on osakemarkkinoiden käyttäytymiseen. Toisena tutkimuksen tavoitteena on selvittää, minkälaista tukea tunnetut hypoteesit ovat saaneet aikaisemmissa tutkimuksissa.

Suomen verouudistuksessa vuosi 2005 oli siirtymävuosi ja vuonna 2006 veromuutokset tulivat voimaan täysimääräisinä. Verouudistus oli hyvin laaja-alainen. Osinkoverotus kiristyi huomattavasti jo vuonna 2005. Tuloverouudistuksen yhteydessä myös yritys- ja pääomaverotus ovat kokeneet mittavia muutoksia. Tämä tutkimus paneutuu muutoksiin yritys- ja pääomaverotuksessa ja erityisesti siihen, miten ne vaikuttavat sijoitustoimintaan. Preferoivatko sijoittajat osakkeita, jotka pidättäytyvät osingonjaosta?

Osinkoverotus on kiristynyt erityisesti pörssiyritysten jakamien osinkojen osalta ja verorasite kohdentuu suoraan yhtiön omistajille eli sijoittajille ja osakesäästäjille. Myös listaamattomien osakeyhtiöiden jakamien osinkojen verotus on kiristynyt, kun niiden tuotot ylittävät laissa annetut raja-arvot.

Verouudistuksen yhteydessä Suomi luopui osinkoveron hyvitysjärjestelmästä ja siirtyi osinkojen osittaiseen kahdenkertaiseen verotustapaan. Nykyinen yritys- ja pääomaverojärjestelmä on huomattavasti monimutkaisempi kuin sitä edeltänyt yhtiöveron hyvitysjärjestelmä. Samalla erityisesti pörssiyritysten jakamien osinkojen

verotus on kiristynyt. Verorasitteen kasvu kohdentuu suoraan yhtiön kotimaisille omistajille, eli sijoittajille ja osakesäästäjille. Myös listaamattomien osakeyhtiöiden jakamien osinkojen verotus on osittain kiristynyt, kun niiden tuotot ylittävät laissa annetut raja-arvot. Osakeyhtiön matemaattisen omistuksen arvon suuruus ja osakeyhtiön tuotonjaon määrä osinkoina, ovat erittäin merkittäviä tekijöitä listautumattoman yhtiön voitonjaon verotukselle.

Tässä tutkimuksessa pyritään arvioimaan Suomen verouudistuksen vaikutuksia sijoitustoimintaan aikaisempien tutkimustulosten avulla, sillä empiiriseen tutkimukseen aikajänne vuodesta 2005 nykyhetkeen on tähän tarkoitukseen liian lyhyt.

Tämän tutkimuksen toisessa luvussa esitellään oleellisia käsitteitä osingonjakoon liittyen. Luvussa kaksi esitellään myös merkittävimmät yhtiöverojärjestelmät, klassinen yhtiöverojärjestelmä ja yhtiöveron hyvitysjärjestelmä. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä tunnetaan myös osinkoveron hyvitysjärjestelmänä. Tutkimuksen kolmannessa luvussa esitellään Suomen vuoden 2005 verouudistuksen sijoitustoiminnalle merkittävät osat. Lisäksi luvussa kolme tuodaan esille syitä uuteen verotukseen siirtymiselle sekä uuden verojärjestelmän vaikutuksia niin sijoittajille, yrittäjille kuin kansantaloudellekin.

Neljännessä luvussa esitellään osakkeen hinnan käyttäytymisen ja osingon irtoamisen yhteyden selvittämiseksi luotuja teoreettisia ja kansainvälisesti tunnettuja hypoteeseja. Viides luku sisältää kansainvälisiä tutkimuksia, joiden viitekehyksenä on luvussa neljä esiteltyjä hypoteeseja.

Luvussa kuusi esitellään jatkotutkimusehdotuksia. Luvussa seitsemän esitetään tämän tutkimuksen päätelmät.

2. Käsitteitä

2.1. Osinko

Osingolla tarkoitetaan osakeyhtiön jakamaa voittoa. Osinkona pidetään yleisesti ns. käteisosinkoa, joka Suomessa maksetaan kerran vuodessa. Osakeyhtiön hallitus antaa ehdotuksen jaettavan osingon määrästä, jonka jälkeen yhtiökokous päättää osingosta ehdotuksen pohjalta. Normaalina käteisosinkoa Suomessa maksetaan kerran vuodessa. Muissa maissa on yleinen tapa maksaa osinkoa neljä kertaa vuodessa. Osingonjaolla on muitakin muotoja kuin käteisosinko.

Ylimääräisellä osingolla tarkoitetaan yleisestä vuotuisesta käytännöstä poikkeavaa ylimääräistä osinkoa. Kun Suomessa vuonna 2005 tuli verouudistus voimaan, joka merkittävästi vaikutti osingoista maksettuihin veroihin, monet osakeyhtiöt päättivät jakaa ylimääräisiä osinkoja. Ylimääräisellä osingolla tarkoitetaan osinkoa, jota ei makseta toistuvasti vuodesta toiseen vaan suoritus on kertaluontoinen.

Osingonjaolle vaihtoehtoinen menetelmä voitonjakoon on osakkeiden takaisinosto. Osakeyhtiö ostaa suoraan osakemarkkinoilta oman yhtiön osakkeita. Yhtiö voi tehdä myös ostotarjouksen tai ostaa osakkeet suunnatusti yhtiön yhdeltä tai useammalta suuromistajalta. Osakkeiden takaisinostossa osakeyhtiö käyttää vapaata pääomaansa omien osakkeiden takaisin hankintaan. takaisinhankitut osakkeet mitätöidään. Yksittäisen osakkeen arvo nousee. Viime vuosikymmeninä osakkeiden takaisinosto on lisääntynyt suhteessa käteisosinkoihin (Grullon & Michaely, 2000).

Pääoman palautus on vaihtoehtoinen menetelmä käteisosingolle. Osakeyhtiö voi omistajilleen takaisin ylimääräistä omaa pääomaa, jota yhtiö ei itse tarvitse. Pääoman palautuksen verot tulevat sijoittajan maksuun vasta osakkeen myyntihetkellä. Pääoman palautuksen vero katsotaan luovutusvoittoveroksi.

Ilmaisosakeannissa (*stock dividend*) osakeyhtiö ei jaa käteisosinkoja vaan antaa omistajilleen lisää osakkeita. Yhtiön osakkeiden määrä lisääntyy ja yksittäisen osakkeen arvo laskee.

2.2. Osingon irtoaminen

Osakeyhtiön hallituksen tekemästä osingonjakoehdotuksesta osingonmaksupäivään on useita osingonjaolle ja osakkeen hinnalle merkittäviä päiviä. Merkittävin päivä osakkeen hinnan kannalta on osingon irtoamispäivä. Tärkeitä osingonjakoon liittyviä päiviä ovat:

- osingon ilmoituspäivä,
- yhtiökokouspäivä,
- osingon irtoamispäivä,
- täsmäytymispäivä, sekä
- osingonmaksun aloituspäivä.

Osingon ilmoituspäivänä yhtiön hallitus antaa osinkoehdotuksensa. Yhtiökokouksessa päätetään osingonjakamisesta ja sen määrästä hallituksen osinkoehdotukseen tukeutuen. Yleisesti yhtiökokoukset hyväksyvät yhtiön hallituksen antaman osinkoehdotuksen ja vain harvoin yhtiökokous muuttaa osinkoa yhtiökokouksen yhteydessä. Yhtiökokouspäivänä tehty osakekauppa sisältää myös osinkokuponin.

Osingon irtoamispäivänä osakekauppaa käydään osakkeella ilman osinkokuponkia. Osakkeen hinta laskee, mutta yleensä hinnanlasku poikkeaa osingon hinnasta. Tässä tutkimuksessa pyritään selvittämään syitä hinnanlaskun poikkeamalle. Suomessa osingon irtoamispäivä on yleensä yhtiökokouksesta seuraava kaupankäyntipäivä.

Täsmäytymispäivä on yleensä kolmen pankkipäivän kuluttua osingon irtoamispäivästä. Täsmäytymispäivänä selvitetään, että osinko ja osake menevät oikealle omistajalleen.

Osingonmaksun aloituspäivänä osingonmaksu aloitetaan täsmäytymispäivänä osoitetulle osingonsaajalle.

2.3. Yhtiöverojärjestelmät

Yhtiöverojärjestelmät jaotellaan kahteen tyyppiin, klassiseen yhtiöverojärjestelmään ja yhtiöveron hyvitysjärjestelmään. Klassisen yhtiöverojärjestelmän perusajatuksena on pitää osakeyhtiö ja sen omistajat erillisinä entiteetteinä. Tästä johtuen osakeyhtiön jakama voitto tulee verotetuksi omistajalta käytännössä kahteen kertaan.

Osinkoveron hyvitysjärjestelmässä sijoittajat ovat oikeutettuja saamaan hyvitystä yritysten jo aiemmin maksamista osinkoveroista. Suomessa yksityiseen sijoittajaan kohdentunut osinkoveroaste oli nolla yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä lakkautettiin Suomessa vuonna 2005.

2.3.1. Klassinen yhtiöverojärjestelmä

Klassisessa yhtiöverojärjestelmässä yritys ja yrityksen omistajat pidetään erillisinä entiteetteinä. Sen vuoksi tulot verotetaan kahdesti; ensin yrityksiltä, sitten uudelleen omistajilta osinkotuotoista ja realisoidusta pääoman arvonnoususta.(Harberger, 1962.)

Kun yritys ja sijoittaja nähdään yksittäisinä veronmaksajina verottajan näkökulmasta, sijoittajan saamasta osingosta maksetaan kahdesti veroa, sillä ensin yritys maksaa yritysveron jakamastaan voitosta ja sitten sijoittaja maksaa osinkoveron saamastaan osingosta.

Vaikka klassinen verojärjestelmä on yritysten omistajia kohtaan verotuksellisesti raskas, sitä voidaan pitää toimivampana mallina kuin hyvitysjärjestelmää globaaleilla ja avoimilla pääomamarkkinoilla. Klassinen verojärjestelmä lisää verotuksen neutraalisuutta eli tasavertaisuutta kansainvälisesti, koska sen avulla verokohtelu voi olla kaikille sijoittajille tasavertaisempi asuinmaahan katsomatta, kun osinkoverojen

hyvitysjärjestelmää voidaan monissa tilanteissa pitää ulkomaisia pääomasijoittajia syrjivänä. Osinkoverojen hyvitysjärjestelmä ei koskaan laajentunut kaikkia maita koskevaksi, vaan ulkomaille maksetun osinkoveron hyvittämistä voidaan pitää poikkeuksena yleisestä linjasta. Maiden välillä voi mahdollisesti olla ns. verosopimuksia, jotka mahdollistavat hyvityksen tai osittaisen verohuojennuksen osinkoverosta.

Pääoman vapaan liikkumisen ja sen verotuksen neutraalisuuden parantumisen vuoksi rahoitus allokoituu tehokkaasti ja rajat ylittävän sijoitustoiminnan esteet madaltuvat. Kansainvälinen verokilpailu ohjaa verotusta niin, että ulkomaisen pääoman ja kotimaisen pääoman verotuksellinen asema tasavertaistuu ja pääomalähteen sijainti menettää merkitystään.

Klassinen yritysverojärjestelmä toisaalta on myös haitallista yritysten kehityksen kannalta. Kun osakemarkkinoilta verotetut resurssit uudelleen allokoidaan muualle kuin yrityssektorille, tehokkuustappiota aiheutuu koko taloudelle. (Harberger, 1962.)

2.3.2 Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä (avoir fiscal, tax imputation system)

Osinkoverotuksen hyvitysjärjestelmä perustuu ajatukseen, jossa yrityksen kerran maksamaa veroa pidetään jonkinlaisena ennakonpidätyksenä omistajan saamasta tulosta. Tällöin omistajalla on oikeus verohyvitykseen osinkoverostaan yrityksen maksaman yritysveron perusteella. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä verotus kohdentuu yrityksen tuloon ainoastaan yhden kerran, klassisen veromenettelyn kahdenkertaisen verotuksen sijaan. Osinkoveron hyvitysjärjestelmä ei ollut tasapuolinen kaikkia sijoittajia kohtaan. Kotimaiset sijoittajat saivat pääsääntöisesti täyden verohyvityksen kun ulkomainen sijoittaja ei hyvitystä saanut lainkaan vaan maksoi saamastaan osingosta veron kotimaahansa.

Hyvitysjärjestelmän ongelmaksi muodostui yrityksen kansainvälisten omistajien verokohtelu. Koska ulkomaalaiset omistajat joutuivat edelleen maksamaan

osinkotuloistaan osinkoveron, hyvitysjärjestelmä toimi heidän kohdallaan samalla tavalla kuin klassinen verojärjestelmä. Kotimainen sijoittaja oli eriarvoisessa asemassa ulkomaiseen sijoittajaan nähden.

Pääsääntöisesti osinkoverotuksessa osinko määritellään pääomatuloksi. Joissakin maissa on silti päädytty ratkaisuihin, joissa osinko määritellään osittain ansiotuloksi. Myös Suomen nykyisessä verojärjestelmässä osa osinkotuloista saattaa tietyissä tapauksissa listautumattomista yhtiöistä olla ansiotuloverotettavaa tuloa. Koska vain osa osingosta on kuulunut yhtiöveron hyvitysjärjestelmään, verotuksellinen muutos siirryttäessä klassiseen malliin ei ole ollut yhtä suuri kuin Suomessa. Poikkeavuudet eri maiden välisissä hyvitysverojärjestelmissä ovat heikentäneet kyseisen järjestelmän kestävyyttä kansainvälisessä verotusmallien yhdentymispaineessa.

Kun yhtiöveron hyvitysjärjestelmän hyvitys ei kosketa ulkomaille maksettuja osinkoja, hyvitysjärjestelmä muuntautuu ulkomaisille sijoittajille klassiseksi veromalliksi pääomatulon kahdenkertaisine verotuksineen, ja se suosii velkarahoitusta. Kun huomioidaan yhtiöveron hyvitysjärjestelmän hallinnalliset hankaluudet ja sen monimutkainen hallinnointi pyrittäessä välttämään yritysverotuksen kansainvälistä kumuloitumista, klassinen yhtiöverojärjestelmä soveltuu yhtiöveron hyvitysjärjestelmää paremmin globaaliksi verojärjestelmäksi. (Ylä-Liedenpohja, 2001, 17.)

Veron hyvitysjärjestelmä rajoittaa pääomien vapaata liikkumista, sillä sijoittajat preferoivat verottomia sekä veroetua omaavia sijoituskohteita. Hyvitysjärjestelmän aiheuttamaa rahoitusmarkkinoiden vääristymää voidaan korjata kansallisella ja kansainvälisellä veroharmonisoinnilla. Pääoman kanavoitumisen ei tulisi riippua verotuksellisista tekijöistä. (Ylä-Liedenpohja, 2001, 17.)

Kansainvälinen verokilpailu pakottaa valtioita pidättäytymään suurista pääomaveron korotuksista. Jos jokin valtio päättää poiketa jyrkästi kansainvälisen verotuksen tasosta ja nostaa verotuksen huomattavasti muiden maiden verotusta korkeammaksi, pääomat pakenevat korkean veroasteen maasta. Pääoman liikkumisen rajoitteiden vähentyessä,

verotuksellisesti edullisemmassa maassa olevan yhtiön on helpompi saada rahoitusta kuin yhtiön, joka sijaitsee ankaran pääomaverotuksen maassa. Näin verokilpailu pakottaa valtioita pitämään verotasonsa hyväksyttävänä.

2.4 Pääomaverojärjestelmän neutraalisuus- ja rahoitusneutraalius-käsitteet

Rahoitusmarkkinoiden toiminnalle on tavoitteellista neutraali pääomaverojärjestelmä. Neutraali verojärjestelmä on neutraali sekä investointien, että rahoituksen suhteen. Neutraalilla pääomaverotuksella tarkoitetaan verotustapaa, joka ei sinällään vaikuta pääomamarkkinoiden toimintaan. Neutraaleilla pääomamarkkinoilla toimija ei voi saavuttaa verohyötyjä siirtymällä sijoituskohteesta toiseen. Investointipäätökset muodostuvat suoraan investoinnin tuotosta ja korosta. (Kari, 2007,128.)

Verotus lisää investointien kustannuksia ja alentaa investoinnin kannattavuutta. Tällöin alhaisimpien tuottojen investoinnit voivat muuttua kannattamattomiksi. Neutraalissa pääomaverojärjestelmässä eri investointien kannattavuusjärjestys ei kuitenkaan muutu. Jos pääomaverotus on rahoitusneutraalia, tuottovaatimukset investoinneilla pysyy samana riippumatta investoinnin rahoitusmuodosta.(Kari, 2007,128.)

3. Suomen vuoden 2005 verouudistus

Yritys- ja pääomaverouudistuksen seurauksena osinkotulojen verotusta muutettiin Suomessa kansainvälisen kehityksen mukaisesti. Uudet säännökset otettiin käyttöön vuoden 2005 alusta. Vuosi 2005 oli siirtymävuosi ja verotus muuttui täysimääräiseksi vuoden 2006 alusta. Lakimuutoksen yhteydessä aikaisemmin voimassa olleesta yhtiöverojärjestelmästä luovuttiin ja laki yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä kumottiin.

Aikaisempi yhteisöverokanta oli 29 prosenttia. Vuoden 2005 verouudistuksessa se laskettiin 26 prosenttiin. Verouudistuksen yhteydessä yhteisöverokantaa alennettiin 10,3 prosentilla $((0,29 - 0,26) / 0,29 = 0,1034)$. (VATT, 2004, 5.)

Vuoden 2005 verotustapa toteutettiin alhaisemmalla verotasolla uuden ja vanhan yhtiöverojärjestelmän yhteensovittamisen helpottamiseksi. Vuosi 2005 toimi niin sanottuna pehmeänä laskuna täysimittaisen osinkojen verotukseen siirryttäessä. Kun yksityishenkilön tai kuolinpesän saamasta osingosta on veronalaista täysimääräisenä 70 prosenttia (v. 2006), niin siirtymäjaksolla (v. 2005) osingosta on veronalaista 57 prosenttia. Myöhemmin tässä tutkimuksessa sijoittajan kokemalla verotuksella tarkoitetaan juuri yksityishenkilön verotusta.

Yhteisöjen saamien osinkojen veronalaisuus on 65 prosenttia vuonna 2005 ja 75 prosenttia 2006. Yritys- ja pääomaverouudistuksessa yhteisöjen verokanta alennettiin vuodesta 2005 26 prosenttiin ja pääomatulojen verokanta 28 prosenttiin. Yksityisen elinkeinonharjoittajan yritystulon ja yhtymästä saadun tulo-osuuden pääomatulo-osuudeksi säädettiin 20 prosentin vuotuinen tuotto aikaisemman 18 prosentin tilalle. (Verohallinto, ohje Drno 1214/345/2005.)

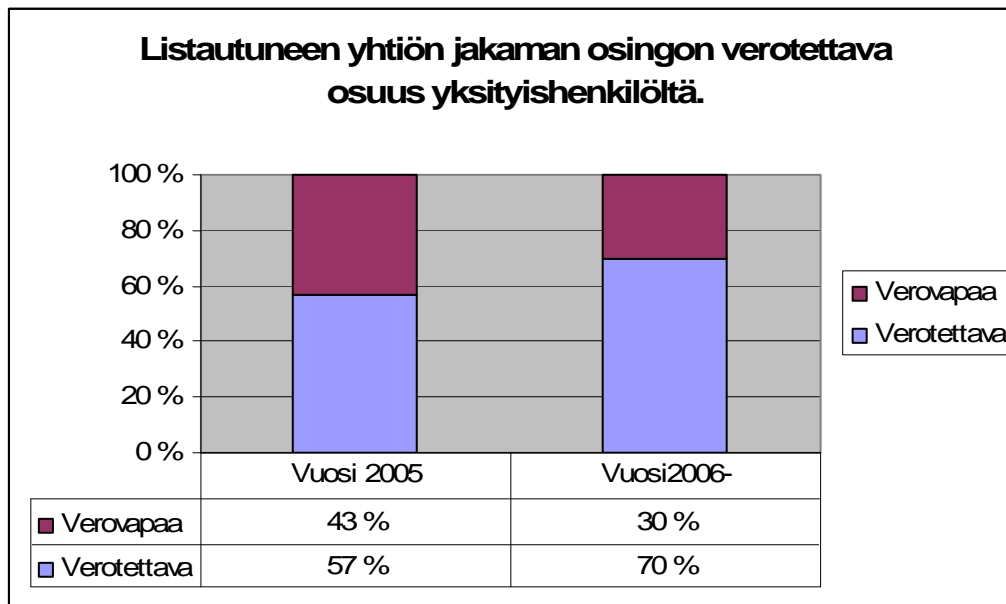
Verouudistuksen yhteydessä yksityisen sijoittajan luovutusvoiton verotukseen ei tehty suuria muutoksia. Yksityiselle sijoittajalle merkittävin muutos luovutusvoiton verotuksessa oli pääomaverokannan alentaminen 29 prosentista 28 prosenttiin. Toinen merkittävä muutos oli vähintään 10 vuoden omistuksen hankintameno-olettaman alentaminen 50 prosentista 40 prosenttiin. (Juusela, 2004, 142–144.)

Yhteisöjen osakeluovutusten verotus jaettiin veronalaisiin ja verovapaisiin osakeluovutuksiin. Verovapaa osakeluovutus koskee ainoastaan käyttöomaisuusosakkeita. Sijoitustoimintaan yhdistetyt osakkeet on edelleen veronalaista. Muiden kuin käyttöomaisuusosakkeiden verotus ei muuttunut verouudistuksessa. (Juusela, 2004, 166–167.)

3.1 Yksityishenkilön (sijoittajan) ja kuolinpesän osinkoverotus

Uudessa verojärjestelmässä erotellaan listautuneet ja listautumattomat yhtiöt toisistaan. Listautuneiden ja listautumattomien yhtiöiden maksamien osinkojen verotukset poikkeavat toisistaan. Listatun yhtiön maksama osinko on luonnolliselle henkilölle ja kuolinpesälle kokonaisuudessaan pääomatulo-osinkoa siten, että 70 prosenttia (vuonna 2006) osingosta on veronalaista pääomatuloa (Kuvio 1) ja 30 prosenttia (vuonna 2006) verovapaata tuloa. (Verohallinto, ohje Drno 1214/345/2005.)

Varallisuusveron alarajaa muutettiin 185 000 eurosta 250 000 euroon vuonna 2005. Varallisuusveroprosenttia laskettiin samalla 0,9 prosentista 0,8 prosenttiin. Vuoden 2006 alusta varallisuusvero poistettiin.



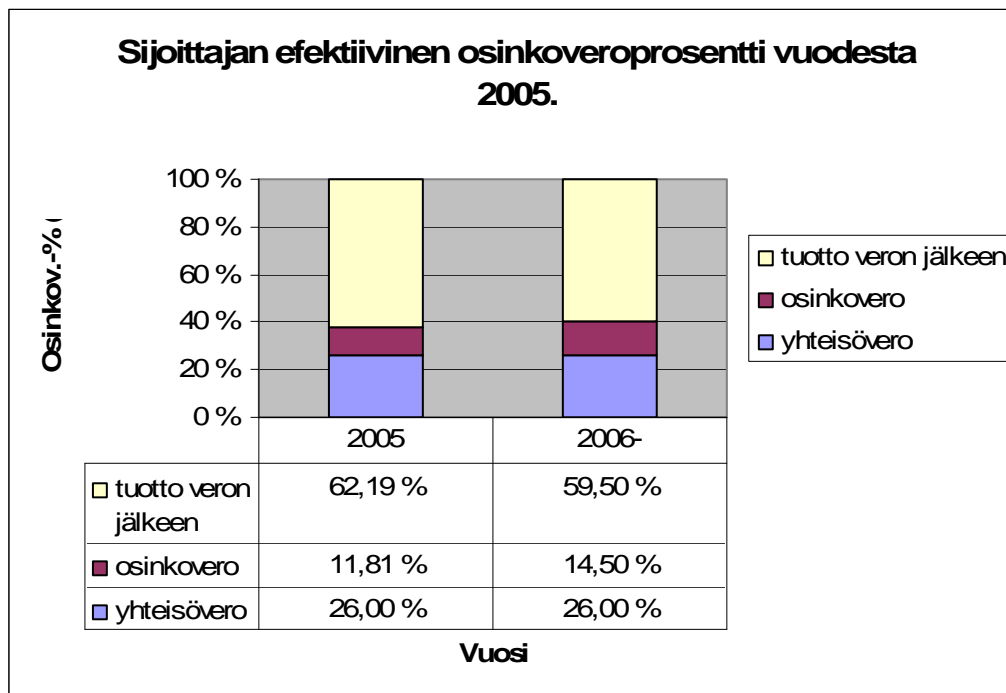
Kuvio 1. Listautuneen yhtiön jakaman osingon veronalainen prosenttiosuus yksityishenkilölle.

3.1.1 Listattu yhtiö

Listattuja yhtiöitä ovat sellaiset yhtiöt, joiden osakkeilla käydään arvopaperimarkkinain 1 luvun 3 §:n mukaisesti julkisesti kauppaa Helsingin Pörssin päälistalla, I-, NM-, Pre-listalla tai ML -markkinalla tai vastaavalla säännellyllä ja viranomaisen valvonnassa olevalla markkinalla Suomessa tai ulkomailla. Osinko katsotaan saaduksi listatusta

yhtiöstä silloin, kun yhtiön osakkeet ovat olleet osingonjaosta päätettäessä julkisesti noteerattuja. (Verohallinto, ohje Drno 1214/345/2005.)

Kun yksityinen sijoittaja saa osinkoa listautuneesta osakeyhtiöstä, osakeyhtiö on maksanut alkuperäisestä osingosta yhteisöveroa 26 prosenttia (Kuvio 2). Kun sijoittaja maksaa vielä saamastaan osingosta osinkoveroa osingon veronalaisesta osasta eli 57 prosentista vuonna 2005 ja 70 prosentista vuodesta 2006 vuodesta lähtien pääomatuloa 28 prosenttia ja sijoittajan saaman osingon rajaveroasteiksi tulee tällöin 15,96 prosenttia (v. 2005) ja 19,6 prosenttia (v. 2006). Näiden verojen osuus alkuperäisestä osingosta ennen yhteisöveroa ovat 11,81 prosenttia (v. 2005) ja 14,5 prosenttia (v. 2006). Sijoittajan efektiiviseksi osinkoveroprosentti on 40,50 prosenttia (vuodesta 2006). Siirtymävuoden 2005 efektiivinen osinkovero prosentti listautuneesta yhtiöstä oli 37,81 prosenttia.



Kuvio 2. Yksityisen sijoittajan efektiivinen osinkoveroprosentti (osinkovero + yhteisövero) vuodesta 2005.

Listautuneet yhtiöt maksoivat jakamistaan osingoista veroa. Osingosta ennakonpidätettiin 15 prosenttia vuonna 2005 ja 19 prosenttia vuonna 2006.

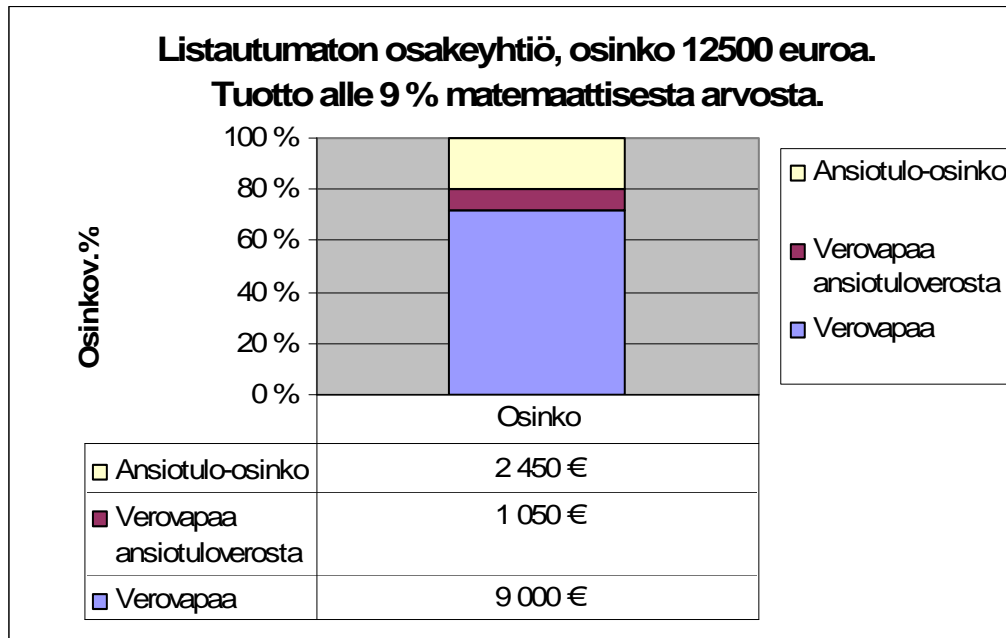
3.1.2 Listaamaton yhtiö

Listaamattoman yhtiön osinko jaetaan pääomatulo-osinkoon ja ansiotulo-osinkoon. Pääomatulo-osinkoa on yhdeksän prosentin vuotuinen tuotto osingonsaajan omistamien osakkeiden matemaattiselle arvolle. Osakkeen matemaattinen arvo lasketaan yhtiön verovuotta edeltävän vuoden nettovarallisuuden perusteella siten, että yhtiön tilinpäätöshetken nettovarallisuus (varat - velat) jaetaan yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärällä. Yhtiön lunastamia ja muutoin hankkimia omia osakkeita ei oteta laskelmassa huomioon. (Verohallinto, ohje Drno 1214/345/2005.)

Osingonsaajan verovuonna listaamattomista yhtiöistä saatujen pääomatulo-osinkojen yhteismäärästä 90 000 euroa on verovapaata tuloa. Raja on verovelvolliskohtainen, ei yhtiökohtainen. Ylimenevästä osasta 70 prosenttia on veronalaista pääomatuloa ja 30 prosenttia verovapaata tuloa. (Verohallinto, ohje Drno 1214/345/2005.)

Jos osinkona jaettu tuotto ylittää yhdeksän prosentin tuoton omistuksen matemaattisesta arvosta, ylittävältä osalta saatu osinko on ansiotulo-osinkoa ja siitä peritään ansiotuloveroa. Ansiotulo-osingosta 70 prosenttia on veronalaista ansiotuloa ja 30 prosenttia verovapaata tuloa. Listaamattoman yhtiön jakamasta osingosta ei toimiteta ennakonpidätystä. (Verohallinto, ohje Drno 1214/345/2005.)

Jos yksityinen henkilö saa omistamastaan listaamattomasta yhtiöstä 12 500 euroa osinkoa, 9 000 euroa on verovapaata tuloa, jos omistuksessa olevien osakkeiden matemaattinen arvo on vähintään 100 000 euroa (Kuvio 3.). Jäljelle jäävästä 3 500 eurosta 70 prosenttia osingosta on veronalaista ansiotulo-osinkoa. Ansiotuloveron alaista osinkoa on tällöin 2 450 euroa $((12\,500\text{ €} - 9\,000\text{ €}) * 70\%)$. Täten veronalaista tuloa 12 500 euron osingosta on 19,6 prosenttia. Verovapaata osinkoa 12 500 eurosta on kaiken kaikkiaan 10 050 euroa $(12\,500\text{ €} - 2\,450\text{ €})$.



Kuvio 3. 12 500 euron osingon verotus listautumattomasta osakeyhtiöstä, kun omistuksen matemaattinen arvo osakeyhtiöstä on vähintään 100 000 euroa.

Jos listaamattoman yhtiön omistajan tulot ansiotyöstä, että häntä verotetaan korkeimmalla mahdollisella eli 60 prosentin ansiotuloverotuksella, hän joutuu maksamaan 12 500 euron osingosta veroa 1 470 (2 450 €*60 %) euroa. Jos tätä tilannetta verrataan sijoittajan vaihtoehtoisesta sijoituskohteesta, listautuneesta yhtiöstä saatuun osinkoon jonka efektiivinen veroprosentti on 40,50 prosenttia (vuonna 2006), on hänen maksettava 5062,50 euroa.

3.3 Veroreformin syyt

Edellisessä suuressa verouudistuksessa vuonna 1993 siirryttiin eriytettyyn tuloverojärjestelmään. Siinä erotettiin ansiotulot ja pääomatulot toisistaan. Tätä edeltäneenä aikana osinko-, korko- ja vuokratuloja verotettiin eri tavoilla, ja myyntivoitot olivat pääsääntöisesti verovapaita. Pääomatulojen verotuksessa pyrittiin neutraalisuuteen. Tuolloin Suomi asetti pääoma- ja yhteisöverokannaksi 25 prosenttia. Tämä oli alhaisempi

kuin muissa maissa keskimäärin. Myöhemmin pääomaverokantaa nostettiin kahdesti, ensin 28 prosenttiin ja siitä vielä 29 prosenttiin. Samassa yhteydessä veropohjaa laajennettiin. Vuoden 1993 verouudistuksen ja hyvän taloudellisen kehityksen myötä verokertymä kasvoi tuntuvasti. (Niskakangas 2005, 19–20.)

Veropohjan laajuus kuvaa sitä, mitkä tulot lasketaan veronalaiseksi. Jos veronalaisesta tulosta on mahdollisuus vähennyksiin tai verovapaisiin ansioihin, efektiivinen veroprosentti voi olla huomattavasti alhaisempi kuin nimellinen veroprosentti. Mitä vähemmän on mahdollisuuksia tällaisiin vähennyksiin, sitä laajempi on veropohja. Jos efektiivinen ja nimellinen veroprosentti ovat samat, veropohja kattaa kaikki tulot. Vertailu eri maiden verotuksen välillä nimellisen veroprosentin perusteella, ilman riittävää selvyttä veropohjasta ja efektiivisistä veroprosenteista, voi olla harhaanjohtavaa. Useissa tutkimuksissa (esim. Lasfer & Zenonos, 2003, 16.) on havaittu ongelmalliseksi efektiivisen veroasteen selvitys, sillä nimelliseen veroasteeseen kohdentuu monenlaisia vähennysmahdollisuuksia tai poikkeussääntöjä.

Kansainvälisesti hyvitysverojärjestelmän suosio on ollut viime aikoina laskussa. Hyvitysverojärjestelmää käyttävien valtioiden määrä on vähentynyt 1990-luvun huippuvuosista. Vaikka hyvitysverojärjestelmää pidettiin edistyksellisenä mallina, se ei koskaan laajentunut globaaliksi verojärjestelmäksi. Vaikka yhtiöveron hyvitysverojärjestelmällä oli kotimaisten sijoittajien vahva tuki, järjestelmän muuttamiseen oli ulkoisia paineita. Ulkomaiset ja kotimaiset sijoittajat olivat eriarvoisessa asemassa. Tämän lisäksi valtiovalta näki mahdollisuuden kasvattaa verokertymää.

Kansainvälisen verotuksen kehitys aiheutti paineita kotimaiselle verotukselle. Rahoitus- ja pääomamarkkinoiden laajentuessa globaaleiksi, Suomen oli yhdenmukaistettava verotusta yleisen eurooppalaisen linjan mukaisesti. Tämä oli seurausta kansainvälisestä verokilpailusta. Suomi pyrki säilyttämään asemansa kilpailukykyisenä sijoitusmarkkinana muihin maihin nähden. Merkittävimpänä syynä verouudistukselle voidaan pitää Euroopan Unionin tavoittelemaa verotuksen yhtenäistämistä. Tosin monessa Euroopan maassa myyntivoitot ovat edelleen verovapaita.

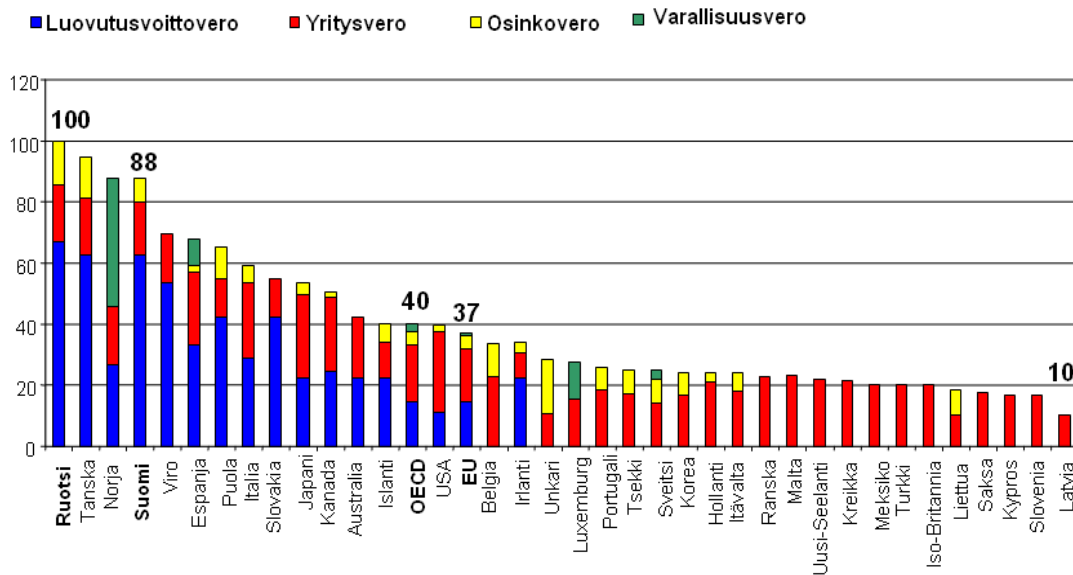
Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luovuttaessa, Suomi paransi ulkomaisten sijoittajien asemaa kotimaisiin sijoittajiin nähden. Verouudistuksella tavoiteltiin myös kansainvälisen pääoman saannin parantumista.

3.4 Pääomaverotuksen ja osinkoverotuksen vertailu kansainvälisesti

Yleisesti arvopaperisäästämisen vertailu kansainvälisesti on haastavaa. Eri maiden pääomaverolainsäädännöt poikkeavat runsaasti toisistaan, vaikka pääperiaatteellisesti veromenetelmät olisivat samankaltaiset. Nämä eroavuudet selittyvät yksittäisistä verohuojennuksista, verovähennyksistä tai muista poikkeuksista pääasialliseen verotustapaan.

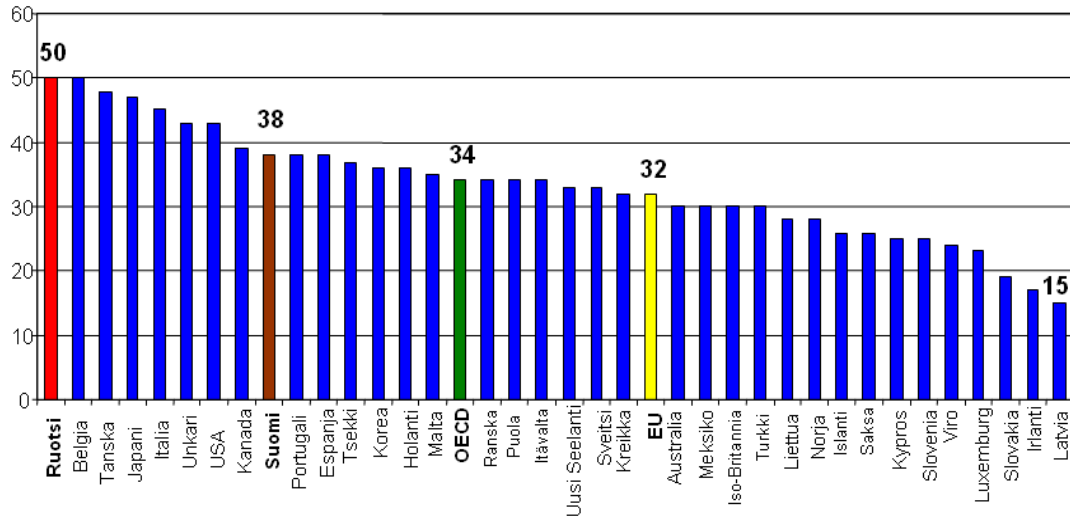
Ruotsalainen osakesäästäjien järjestö Aktiespararna on tutkinut 36:n eri maan osakesijoittamiseen kohdentuvaa verotusta vuodelta 2005 (Kuvio 4). Aktiespararna on puolueeton ruotsalaisten osakesijoittajien säätiö. Tutkijana toimi verojuristi Anna Jansson, joka esitteli tuloksiaan Pörssisäätiölle Helsingissä 20.11.2006. Aktiespararnan tutkimuksen mukaan Ruotsalaisten osakesijoituksia ja omaisuutta verotetaan ankarimmin.

Sijoitustoiminnan vertailun haastavuuden vuoksi Aktiespararnan tutkimuksessa vertaillaan useiden erikokoisten omistusten verotusta. Tutkimuksen vertailuomistukseksi (kuviossa 4.) on asetettu lapsettoman ja velattoman perheen 55 000 euron osakesalkku ja 165 000 euron muu omaisuus. Verotusta arvioitiin huomioiden luovutusvoitto-, yritys-, osinko- ja Varallisuusvero. Tutkimuksen tulokset on indeksoitu siten, että ankarimmin verottava maa (Ruotsi) saa indeksin 100. Suomalaisomistusta verotetaan kolmanneksi ankarimmin yhdessä Norjan kanssa. Suomen indeksin arvo on 88. Pohjoismaissa omistuksen verotus on huomattavan kireää. OECD-maiden keskimääräinen sijoitusomaisuuden verotuksen taso on indeksillä mitattuna 40. EU-maissa verotus on vähän matalampaa kuin OECD-maissa keskimäärin. EU-maiden sijoitustoiminnan verotus sai tutkimuksessa indeksiarvon 37. Tutkimuksessa mukana olleista maista Latviassa sijoitustoiminnan verotuksen taso oli alhaisin.



Kuvio 4. Lapsettoman ja velattoman perheen luovutusvoitto-, yritys-, osinko- ja varallisuusveron indeksoitu vertailu OECD-maissa vuonna 2005, kun osakesalkun arvo on 55 000 euroa ja muu omaisuus 165 000 euroa. (Aktiespararna, 2005, 30.)

Myös osinkoverotus oli vertailun tiukinta Ruotsissa vuonna 2005. Ruotsin osinkotuoton vero oli 50 prosenttia (Kuvio 5.). Myös Suomen osinkoverotus oli OECD -maiden ja EU-maiden keskitasoa korkeampaa. Suomalaisen osinkoverotuksen efektiivinen taso oli noin 38 prosenttia (yhteisövero + osinkovero), kun OECD-maissa verotaso oli 34 prosenttia ja EU-maissa 32 prosenttia. Latvian osinkovero oli 15 prosenttia. Monet maat myös antavat mahdollisuuden osinkoveron vähennyksiin. Tämä osaltaan vääristää maiden välistä vertailua ja hankaloittaa tutkimusta.



Kuvio 5. Noteerattujen pörssiyhtiöiden osinkoina jaettujen voittojen efektiiviset veroprosentit yksityissijoittajalle eri OECD-maissa vuonna 2005. (Internet-lähde: Aktiespararna, 2005, 10.)

Suomen ja varmasti monen muunkin maan verotusarvot muuttuivat vuonna 2006. Suomen osinkoverotus kiristyi entisestään kun osinkoverotuksen muutos tuli voimaan täysimääräisenä. Myös varallisuusverosta on luovuttu Suomessa. Tosin Suomen varallisuusveron lähtötaso oli niin korkea, ettei sillä ollut vaikutusta Aktiespararnan tekemään tutkimukseen.

Useimmissa maissa pitkään omistettujen osakkeiden myyntivoittoa ei veroteta. Suomessa taas pitkäaikaisten omistusten myyntivoitto verotus on ankaraa, kuten Ruotsissa ja Tanskassakin. Saksassa osakkeiden myyntivoitosta ei makseta lainkaan veroa yli vuoden omistuksen jälkeen. USA:ssa taas yli vuoden mittaisiin sijoituksiin sovelletaan matalampaa veroasteikkoa. Joissakin maissa taas myyntivoitot ovat verovapaat tiettyyn rajaan saakka, esimerkiksi Isossa-Britanniassa 8 500 puntaan asti. Ranskassa verovapaus koskee taas osakemyyntejä, jotka eivät ylitä 15 000 euroa, kun Suomessa vastaava raja on 1 000 euroa vuodessa. Esimerkiksi Kreikka ei verota pörssiosakkeiden myyntivoittoja lainkaan. EU-maissa lyhyen aikaa omistettujen osakkeiden myyntivoittojen verotus on keskimäärin 12 %, OECD:ssä 11 % ja meillä 28 %. (Internetlähde: Pörssisäätiö, maaliskuu 2008.)

Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä ei koskaan kattanut kaikkia Euroopan maita. Vähitellen siitä oli luovuttu useissa maissa, minkä vuoksi Suomessakin päätettiin luopua tästä järjestelmästä. Merkittävimpänä puutteena nähtiin sen toimimattomuus kansainvälisissä osinkovirroissa. Hyvitysjärjestelmä ei sallinut hyvityksiä maiden rajat ylittäviltä osingoilta. (Niskakangas, 2004, 24.)

Myös klassinen osinkoverojärjestelmä laittaa yritykset eriarvoiseen asemaan sijoittajan näkökulmasta katsottuna samalla kun yritykset kansainvälistyivät vauhdilla. Ulkomaiset sijoittajat joutuivat jo yhtiöveron hyvitysjärjestelmän aikana maksamaan osingoistaan veron, joten heidän insentiivinsä osakkeisiin, joiden tuotto muodostuu ennemmin arvonnoususta kuin osingoista säilyy. Monissa Euroopan maissa tuotto osakkeen arvonnoususta on edelleen verovapaata. Kun sijoitukset ovat yhtiöissä jotka eivät jaa voittojaan osinkoina, ulkomainen sijoittaja on verotuksellisesti paremmassa asemassa verrattaessa tilanteeseen, jossa sijoitukset ovat osinkoa jakavissa yhtiöissä.

Ulkomaisten sijoittajien ollessa pääsääntöisesti suursijoittajia, heillä on mahdollisuus suurella äänioikeudellaan vaikuttaa yrityksen osinkopolitiikkaan. Suomi pyrki aluksi poistamaan kahdenkertaisen verotuksen verosopimuksin ulkomaisilta osingoilta, mutta tämänsuuntaista ratkaisua ei löytynyt. Toisaalta harva kotimainen sijoittaja oli halukas luopumaan aiemmasta hyvitysjärjestelmästä, vaikka osa kansalaisista piti sitä epäoikeudenmukaisena ansiotuloverotukseen nähden.

Ehkä suurimpana syynä hyvitysjärjestelmästä luopumiseen voidaan pitää EY-tuomioistuimen julkisasiamiehen antamaa vastausta Korkeimman hallinto-oikeuden tekemään ennakkoratkaisupyyntöön EU-tuomioistuimelle. EU:n komissio julkisti vuoden 2004 alussa kannanoton, jossa se katsoi yhtiöveron hyvitysjärjestelmän olevan yhteismarkkinoita haittaavalla tavalla diskriminoiva. Vaikka julkisasiamiehen lausunto ei ole sitova, KHO totesi hyvitysjärjestelmästä luopumisen olevan väistämätöntä. (Niskakangas, 2004, 24).

Osakeyhtiön jakamattoman voiton hyvittämistä ei edes harkittu, koska monissa Euroopan maissa pitkän aikavälin sijoittamista suosittiin ja osakkeen arvonnousua verotettiin huomattavasti kevyemmin tai sitten sitä ei verotettu lainkaan kuten Saksassa. (Ylä-Liedenpohja 2001.)

Toisesta EU-valtiosta tai verosopimusvaltiosta saatuun osinkoon sovelletaan samoja säännöksiä kuin suomalaisesta yhtiöstä saatuun osinkoon.

3.5 Verouudistuksen vaikutuksia

Vaikka verouudistukselle oli tarvetta lisääntyneen kansainvälisen pääoman liikkuvuuden vuoksi, osinkoverotuksen kovaa kiristämistä pidettiin uhkana kotimaiselle omistukselle. Suomen Pankin arvion mukaan pelkona oli korkean lisäarvon tuotannon siirtyminen ulkomaille. Yritysverouudistusta pidettiin oikean suuntaisena, koska se paransi suomalaisyritysten kilpailukykyä kansainvälisessä tutkimus- ja kehittämispääomakilpailussa. (Suomen Tietotoimisto, 10.6.2004.)

Osinkoveron kiristämisellä ja sen kahdenkertaisella verotuksella on negatiivinen vaikutus pörssiyritysten kotimaisuusasteen. Suomalainen piensijoittaja saa verohyötyä sijoittaessaan eläke- ja asuntosäästämiseen suorien osakesijoitusten sijaan. Tämä vähentää suoran osakesijoittamisen houkuttelevuutta. Kotimaisten sijoittajien säästäminen vääristyy verotuksellisista syistä. Pörssiyritysten täyttäessä rahoitustarpeitaan myös omistus siirtyy ulkomaisten sijoittajien käsiin. (Kari, 2007, 126.)

Yhtiöiden omistuksen ulkomaalaisen omistusosuuden kasvaessa kotimaisten sijoittajien päätösvalta osakeyhtiöissä heikkenee. Taloudellisesti Suomi ei välttämättä ole enää optimaalinen sijainti pääkonttorille tai tuotantolaitoksille. Sidonnaisuus yrityksen kotimaahan laskee omistuksen kansainvälistyessä.

Osakeyhtiöiden mahdollisuus kansainväliseen pääomaan on parantanut osaltaan osakeyhtiöiden investointimahdollisuuksia. Toisaalta omistuksen kansainvälistyminen on

vähentänyt yhtiöiden sidonnaisuutta kotimaahansa. Näillä molemmilla tekijöillä on vastakkaiset vaikutukset yhtiöiden päätökseen säilyttää pääkonttorinsa Suomessa.

Osinkoverotuksen kiristyminen on vaikuttanut enemmän pörssinoteeratun kuin noteeraamattoman osakeyhtiön jakamaan osinkoon. Osakeyhtiö maksaa jakamastaan voitosta yhteisöveron 26 prosenttia. Jos sijoittajan osinkotuotto alittaa yhdeksän prosentin raja-arvon omistuksen matemaattisesta arvosta, tuotto on omistajalle noteeraamattomasta osakeyhtiöstä 90 000 euroon asti verovapaata. Tämä tarkoittaa, että omistuksen matemaattinen arvon tulisi olla alle miljoona euroa.

Sijoittaja tekee vaihtoehtoisesti vastaavan, miljoonan suuruisen sijoituksen pörssinoteerattuun yhtiöön, jonka tuotto prosentti on yhdeksän. Pörssiyhtiö päättää jakaa koko tuloksensa osinkoina. Osakeyhtiö maksaa yhteisöveroa 26 prosenttia. Sijoittaja maksaa osingon verotettavasta osuudesta 28 prosenttia veroja. Sijoittaja maksaa noteeratusta yhtiöstä saamastaan osingosta efektiivisen 40,50 prosentin (vuodesta 2006) veron. Näin verotuksellinen eroavuus on huomattava.

Listautumattoman yhtiön jakaman voiton verotus on hyvin riippuvainen osakeyhtiön omistajan omistuksen matemaattisesta arvosta ja sen suhteesta jaettuun osinkoon (Hietala & kump. 2004, 6-10). Edellä mainittu esimerkki antaa optimaalisen tuoton listaamattoman osakeyhtiön omistajalle. Verouudistuksen seurauksena listaamattoman yhtiön omistajan verotus tässä tapauksessa keveni 10,3 prosenttia, kun yhteisövero laski 29 prosentista 26 prosenttiin (Hietala & kump., 2004, 6).

Koska listautuneen ja listautumattoman osakeyhtiön jakamien verotusten erot ovat suuret, listautumattomien yritysten halu listautua heikentyy. Mahdollisesti listaamattomat yhtiöt kasvua hakiessaan turvautuvat velkarahoitukseen pörssilistautumisen sijaan, välttääkseen voitonjaon verotuksen kiristymistä.

3.5.1 Verokertymä

Osinkoveroa kerättiin ensimmäisen kerran Suomessa vuonna 2005. Tämä oli siirtymävuosi uudistuneeseen verojärjestelmään jolloin 57 prosenttia osingosta oli veronalaista 28 prosentin osinkoverolla. Tuolloin valtionvarainministeriön vero-osaston mukaan (Taulukko 1) osinkoveroja pörssiyhtiöistä kertyi noin 129 miljoonaa euroa. Pääomatulosta tehtävien vähennysten jälkeen pörssiyhtiöistä valtion saama verotuotto oli noin 120 miljoonaa euroa. Vuonna 2006 osinkoverouudistus oli voimassa täysimääräisenä, ja pörssiyhtiöiden osingoista kertyi arvion mukaan 154,8 miljoonaa euroa. Pääomatuloista tehtävien vähennysten jälkeen osinkoverotuotto pörssiyhtiöistä arvion mukaan oli noin 150 miljoonaa euroa. Tulot osinkoverotuksen kiristyessä kasvoivat noin 25 prosenttia. (Internet-lähde: Taipalus, 2008)

Taulukko 1. Suomen osinkoverokertymä listautuneista yhtiöistä vuosina 2005–2006.

PÖRSSIYHTIÖT	Euroa	
Vuosi	2005	2006*
Osinkotulot pörssiyhtiöistä	811 292 000	789 726 000
Siitä veronalainen osuus	57 % 462 436 440	70 % 552 808 200
Siitä verotuotto	28 % 129 482 203	28 % 154 786 296
(ei sisällä pääomatulosta tehtäviä vähennyksiä)		
Ennakot verovuodelta 2005	122 000 000	151 000 000
=> verotuotto verovuodelta	120 milj. e	150 milj. e

*Vuoden 2006 tiedot ovat arvioita.

(Taulukko on tiivistelmä valtionvarainministeriön vero-osaston antamista tiedoista. Katso liitteet 1 ja 2.)

Hallitus kannanotossaan vuonna 2003 ennusti vuotuisen verokertymän kasvavan pörssinoteerattujen yhtiöiden osinkoverotuksen osalta noin 100–150 miljoonaa euroa (Hallituksen kannanotto, Tiedote 333/2003, 13.11.2003). Arviota voidaan pitää oikean suuntaisena.

Listautumattomien osakeyhtiöiden pääomatulo-osingon määrä oli vuonna 2005 n. 1 530 miljoonaa euroa (Taulukko 2). Yli 90 000 euron henkilökohtaisia osinkoja oli noin 443

miljoonaa euroa. 57 prosentin veronalaisesta tulosta maksettiin 28 prosentin osinkoveroa noin 71 miljoonaa euroa, josta vähennetään varallisuusverovähennys. Lopullinen pääomatulo-osinko oli noin 40 miljoonaa euroa. Vuoden 2006 arviossa pääomatulo-osinko pysyi lähes samana ollen noin 1 535 miljoonaa euroa. Vaikka yli 90 000 euron henkilökohtaisten osinkojen arvo laski 371 miljoonaan euroon, verotuotto nousi noin 75 miljoonaan euroon. Koska vuoden 2006 alussa Suomi luopui varallisuusverosta, myöskään sen vähennystä ei ole vuoden 2006 veroarviossa. (Internetlähde: Taipalus, 2008.)

Taulukko 2. Suomen sinkoverokertymä listautumattomista osakeyhtiöistä vuosina 2005–2006.

LISTAAMATTOMAT YHTIÖT				
Vuosi	2005		2006*	
Pääomatulo-osinko	1 530 189 000		1 535 168 000	
Siitä yli 90 000 euroa	443 255 000		371 376 000	
Siitä veronalainen osuus	57 %	252 655 350	70 %	259 956 000
Siitä verotuotto	28 %	70 743 498	28 %	72 787 680
Josta vähennetään varallisuusverovähennys	30 000 000			
=> verotuotto pääomatulo-osingoista	40 milj. e		75 milj. e	
Ansiotulo-osinko	677 973 000		421 562 000	
Siitä veronalainen osuus 57 %	386 393 000		70 %	294 511 000
HVS-mallilla laskettu verotuotto	150 000 000		111 914 180	
=> verotuotto ansiotulo-osingosta	150 milj. e		115 milj. e	
*Vuoden 2006 tiedot ovat arvioita.				

(Taulukko on tiivistelmä valtionvarainministeriön vero-osaston antamista tiedoista. Katso liitteet 1 ja 2.)

Ansiotulo-osinkoa kertyi vuonna 2005 noin 678 miljoonaa euroa ja siitä veronalainen osuus (57 %) oli noin 383 miljoonaa euroa. Henkilöverotuksen suunnittelumallin (HVS -malli) avulla laskettu verotuotto ansiotulo-osingosta oli noin 150 miljoonaa euroa. Vuonna 2006 myös ansiotulo-osinko laski noin 422 miljoonaan euroon. Kun veronalainen osuus nousi 70 prosenttiin, HVS -mallin mukainen verotuotto oli noin 112

miljoonaa euroa. Listaamattomien yhtiöiden verotuotot säilyivät edellisvuoden tasolla vuonna 2006.

Osinkoverouudistuksesta johtuen osinkoverokertymä listautuneista ja listautumattomista yhtiöistä siirtymävuodelta 2005 oli yhteensä noin 310 miljoonaa euroa. Kun vuonna 2006 verouudistus oli voimassa täysimääräisenä ja varallisuusverosta oli luovuttu, valtiovarainministeriön arvion mukaan osinkoverokertymä oli yhteensä 340 miljoonaa euroa.

3.5.2 Verouudistus sijoittajalle

Sijoittaja sijoittaa yrityksiin ostamalla osakkeita. Rationaalisen sijoittajan preferenssejä ovat sijoituksen suuri tuotto ja pieni riski. Sijoittajalla voi olla myös muita tärkeitä arvoja kuten sijoittaminen kestävään kehitykseen, mutta ensisijainen oletus rationaaliselle sijoittajalle on kuitenkin riskin ja tuoton tasapaino. Sijoittajan panostaessa pääomaa osakkeisiin hän samalla siirtää omaa kulutustaan kohti myöhempää ajankohtaa. Tästä korvaukseksi sijoittaja vaatii premiota. Premio on sijoittajan korkovaatimus. Korkovaatimus on sitä suurempi, mitä epävarmempaa tuoton saaminen on. Riski ja tuotto-odotus siis korreloivat positiivisesti keskenään.

Verotuksella on merkittävä vaikutus sijoituksen tuottoon. Mikäli rationaalinen sijoittaja saa taloudellista hyötyä siirtämällä varojaan sijoituskohteesta toiseen säilyttäen saman riskitason, hän on valmis vaihtamaan sijoituskohdetta. Jos siirto tapahtuu verotuksellisista syistä, verotus on toisia sijoituskohteita syrjivää.

Verouudistus on vähentänyt kotimaisen arvopaperisijoittajan mielenkiintoa suoriin sijoituksiin pörssiyritysten osakkeisiin, ja pääomat allokoituvat toisaalle. Toisaalta ulkomaalaisten sijoittajien osinkoverokohtelu ei ole heikentynyt verouudistuksen seurauksena. Koska samanaikaisesti kotimaisen sijoittajan asema on heikentynyt, ulkomainen sijoittaja on saavuttanut suhteellista verohyötyä kotimaiseen sijoittajaan nähden.

3.5.3 Vaikutus yritysten yritystoimintaan

Osinkoverotuksen kiristymisellä on vaikutuksensa yrityksen investointien valintaan. Verotuksellisten tekijöiden vuoksi yritys saattaa pidättäytyä osingonjaosta ja käyttää voitonjakokelpoisia varoja investointeihin. (Grinblatt, M. & Titman, S. 2002.)

Listautumattomien yhtiöiden voitonjaon verotus ei kiristy kaikissa tapauksissa. omistuksen matemaattinen arvo ei ole liian suuri ja yhtiön jakama tuotto on alle yhdeksän prosenttia, yhtiön osingonjaon verotus kevenee. Jaettavaa voittoa pidettäessä alle yhdeksän prosentin, yhtiöiden insentiivi investointeihin voi kasvaa.

Kun yritysten ainoa tavoite on tuottaa omistajilleen voittoa, on ilmeistä, että verotusta koskevilla poliittisilla päätöksillä on vaikutusta yritysten toimintaan. Pienyritykset tekevät rahoituspäätökset ja voitonjakopäätökset veroseuraamusten mukaan, ja tämä vaikuttaa osaltaan yritysten investointien kohdentumiseen (Kari, 2007, 127.)

3.5.3 Pääomaverotuksen neutraalisuus Suomessa

Pääomaverotuksen neutraalisuus on vaikeasti toteutettavissa. Valtiovallan päämääränä pääomaverotuksen kehittämisessä ei ole suoranaisesti neutraalisuus, vaan se pyrkii myös ohjaamaan verotusta. Voidaankin todeta, että Suomen pääomaverotuksen neutraalisuus on alentunut verouudistuksen vuoksi. Lisäksi suorat sijoitukset yrityksiin ovat verotuksellisesti toisarvoisessa asemassa rahastosijoituksiin nähden. Vapaaehtoiset eläkevakuutukset verotetaan vielä osakerahastojakin kevyemmin. Näin verotus suosii sijoituskohteita, joiden tuotot uppoavat osin hallinnointikuluihin kansantaloudellisen kehityksen sijasta.

Tämänhetkinen verojärjestelmän rakenne on hyvin monimuotoinen, ja siksi myös verotuksen ohjaustehtävän toimivuus ja sen seuranta on hankaloitunut. Koska rakenne on monimutkainen, markkinoiden toimintaan vaikuttaa niin monta muuttujaa, että ohjaustoimenpiteiden vaikutuksia on vaikea ennustaa. Usein joudutaan tyytymään

tilanteeseen, jossa ensin tehdään muutoksia verotukseen ja sitten tarkastellaan muutoksen vaikutuksia. Näin reagoinnista tulee hyvin hidasta.

Lisäksi valtion pyrkiessä ohjaamaan pääomia verotuksella se luopuu neutraalisuuden tavoitteista. Usein varat ohjataan tahattomasti sijoituskohteisiin, joiden verotus on keveämpää. Veroneutraalisuuden vaikutukset näkyvät nopeammin sijoitusmarkkinoilla kuin muilla talouden aloilla, mikä selittyy osakemarkkinoiden likviditeetistä ja osakemarkkinoiden yhdensuuntaisesta ja nopeasta reagointitarpeesta (Leppiniemi, 2004, 181). Verotuksellisten tekijöiden ei tulisi olla kansantaloudellisen kasvun ja kehityksen esteenä. Vuoden 2005 verojärjestelmässä on useita tekijöitä, jotka aiheuttavat toimenpiteitä yrityksissä ja pääomamarkkinoilla toimijoissa. Toimenpiteinä voidaan mainita esimerkiksi sijoituskohteen valinta ja listautumattoman osakeyhtiön kasvun rajoittaminen verotuksellisten tekijöiden vuoksi. Nämä toimenpiteet aiheutuvat enimmäkseen verotuksellisista syistä. Tämän vuoksi voidaan katsoa pääomaverotuksen neutraalisuuden vähentyneen verouudistuksen seurauksena.

4. Teoriaa

Osakkeen hinta laskee osingonjaon seurauksena. Yleisesti ottaen tutkijat ovat yksimielisiä siitä, että osakkeen hinta laskee vähemmän kuin osingon arvolla. Arvonlaskun aiheuttajasta ja arvonlaskun määrästä taas ollaan hyvinkin erimielisiä kansantaloustieteilijöiden keskuudessa.

Näkemykset hinnanlaskun aiheuttajasta voidaan jakaa kahteen pääryhmään. Ensimmäisen, verohypoteesin (Tax hypothesis) esittelivät E.J. Elton ja M.J. Gruber vuonna 1970. Tämän näkemyksen mukaan osakkeen arvo laskee vähemmän kuin osingon arvolla, jos osinkoa verotetaan raskaammin kuin osakkeen pitkän aikavälin arvonnousua. Toinen näkemys on A. Kalayn esittämä lyhyen aikavälin kaupankäynnin hypoteesi (Short-term trading hypothesis) vuodelta 1982. Nämä näkemykset pyrkivät selittämään,

miksi osakkeen hinta on laskenut vähemmän kuin osingon hinnalla. Näitä hypoteeseja ei voida pitää toisiaan poissulkevinä, vaan ne täydentävät toisiaan.

4.1 Taustaoletuksia

Sekä verohypoteesillä, että lyhyen aikavälin kaupankäynnillä on omat taustaoletuksensa. Hypoteesit poikkeavat toisistaan markkinoiden hintareaktion aiheuttajasta. Kappaleessa 4.1 pyritään selvittämään markkinaliikkeiden aiheuttajia ja taustaoletuksia.

4.1.1 Osakkeen arvon määrittäminen osingon avulla

Sijoittaja odottaa sijoitukseltaan mahdollisimman korkeaa tuottoa. Sijoittajan tuotto-odotus (r) koostuu tulevista osingoista ja tulevasta osakkeen arvonnoususta. Sijoittajan saama tuotto syntyy jaetusta osingosta (D_1) ja osakkeen arvonnoususta eli ensivuoden hinnan ja nykyhetken hinnan erotuksesta ($P_1 - P_0$). Tuotto-odotus voidaan laskea yhdelle vuodelle jakamalla tuotto osakkeen tämänhetkisellä hinnalla (1)

$$(1) r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0}.$$

Osakkeen nykyarvo voidaan todeta tulevan osingon, hintaodotusten ja tuottovaatimuksen perusteella (2). Osakkeen arvo nykyhetkellä

$$(2) P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + r},$$

koostuu osingon ja tulevan osakkeen arvon summasta, tuotto-odotuksella diskontattuna.

Samaan tapaan voidaan arvioida osakkeen hintaa seuraavana vuonna (3) tulevien osinkojen mukaan

$$(3) P_1 = \frac{D_2 + P_2}{1+r}.$$

Osakkeen arvoa voidaan ennustaa tulevan osinkokehityksen perusteella (4). Tulevat osingot diskonttaamalla nykyhetkeen ja lisäämällä siihen osakkeen diskontattu arvo hetkellä (H) saadaan osakkeen nykyarvo

$$(4) P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_H + P_H}{(1+r)^H}.$$

Sama kaava voidaan esittää myös seuraavasti:

$$(5) P_0 = \sum_{t=1}^H \frac{D_t}{(1+r)^t} + \dots + \frac{P_H}{(1+r)^H}.$$

Osakkeen nykyarvo on osinkotuottojen ja osakkeen myyntihinnan tuotto-odotuksella diskontattu arvo. Kaavan 5 osakkeen myynnistä saatava jäännösarvo lähenee nollaa osakkeen säilytysajan pidentyessä. Kun osaketta säilytetään äärettömän pitkään, ja kaikki voitot jaetaan osinkoina, sijoittajan tuotot muodostuvat pelkistä tulevien osinkotuottojen diskontatusta summasta (6). Diskonttauksessa huomioidaan tuotto-odotus. Osakkeenmyynnin siirtyessä äärettömän kauas tulevaisuuteen, osakkeen myynnistä saatavan jäännösarvo nykyhetkeen diskontattuna on nolla

$$(6) P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}. \text{ (Ross, Westerfield \& Jaffe, 2002. 108–109.)}$$

Oletus jäännösarvon lähestymisestä nollaa perustuu siihen, että yritys jakaa kaikki saavuttamansa voitot vuosittain osinkoina. Toisaalta, osingonjaon irrelevanttiusteoreeman mukaan, osinkopolitiikalla ei ole merkitystä osinkopolitiikkaan (Miller & Modigliani,

1961). Osinkotuottoihin perustuvaa osakkeen arvonmääritysmallia kutsutaan diskontatun kassavirran kaavaksi. Tämän yksinkertaisen mallin, sekä siitä sovellettujen kehittyneempien mallien mukaan osakkeen nykyarvo on täysin riippuvainen yrityksen osinkokehityksestä.

4.1.2 Osinkopolitiikan irrelevanttius

Vuonna 1961 Modigliani ja Miller osoittivat osinkojen irrelevanttiusteoreemansa mukaan, että täydellisten pääomamarkkinoiden oletuksen ollessa voimassa, yritysten osingonjakopäätöksillä ei ole merkitystä. Lisäksi he olettivat investointipäätökset sidotuiksi. Kun muut tekijät pysyvät muuttumattomina osingonjakopäätöstä lukuun ottamatta, raha voi tulla ainoastaan yrityksen sisältä. Tämä johtaa siihen, että osingon määrää nostettaessa yrityksen markkina-arvo laskee vastaavalla määrällä. Jos taas rahaa hankitaan yrityksen ulkopuolelta, rahat on otettava velkana tai aloittamalla osakeanti eli myymällä uusia osakkeita markkinoille. Näistä toimenpiteistä seuraa vääjäämättä osakkeen arvon alentuminen.

Yrityksille osinkopolitiikka on merkityksetöntä, sillä täydellisiltä markkinoilta pääoman hankinta on kustannuksetonta ja osakkeista saa aina heti markkinahinnan. Samoilla ehdoilla osinkopolitiikka on myös sijoittajille merkityksetöntä.

4.1.3 Täydelliset pääomamarkkinat

Täydellisillä pääomamarkkinoilla tarkoitetaan kitkatta toimivia markkinoita, joilla kaikki sijoittajat ovat tasavertaisia informaation suhteen. Täydellisillä pääomamarkkinoilla osakkeiden hinnat muodostuvat markkinoilla ja hintoihin ei kohdistu ulkoisia vaikutteita kuten veroja ja transaktiokustannuksia.

Ehdot täydellisille pääomamarkkinoille ovat tiukat:

1. Ei veroja eikä transaktiokustannuksia.
2. Informaatio on täydellistä, ilmaista ja kaikkien saatavilla.
3. Osakkeiden liikkeellelasku on maksutonta, eikä yksittäisen osakkeen arvolle ole rajoitteita.
4. Osakkeiden hinnat markkinoille ovat annettuja.

(Copeland, T. & Weston, F., 1998.)

Täydellisillä pääomamarkkinoilla sijoittajalle on merkityksetöntä, saako hän tuottonsa osinkoina vai pääoman arvonnoususta. Sijoittajalle osinkopolitiikka on merkityksetöntä siksi, että hän halutessaan voi määrätä voitonjaon määrän. Tätä kutsutaan itsetehdyksi osingoksi. Jos sijoittaja haluaa suuremman määrän nostaa rahaa osakeyhtiöstä, hän voi myydä osakkeitaan sen mukaisesti. Vastaavasti, jos osinko tuntuu liian suurelta, hän voi osingoillaan hankkia lisää yhtiön osakkeita. Koska pääomamarkkinoille tulo on kustannuksetonta, sijoittaja voi tehdä toimiaan milloin tahansa. Näin täydellisillä pääomamarkkinoilla sijoittajalla on mahdollisuus ajoittaa osingonjako haluamaansa ajankohtaan. (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002. 498–502.)

On muistettava, että täydellisten pääomamarkkinoiden oletus on hypoteettinen, eikä voi toteutua reaali maailmassa. Verotukselliset tekijät ovat merkittäviä esteitä täydellisille pääomamarkkinoille. Poikkeavuudet sijoituskohteiden veromenettelyissä estävät täydellisten pääomamarkkinoiden olemassaolon. Myös muut täydellisten markkinoiden oletukset ovat hypoteettisia. Informaatio ei voi olla täydellistä, eikä varsinkaan ilmaista. Tiedon hankinta vie vähintäänkin aikaa ja se voidaan nähdä kustannuksena.

4.1.4 Markkinoiden tehokkuus

Markkinoiden tehokkuutta luokitellaan käytettävissä olevaan informaatioon perustuen. Kilpailullisilla arvopaperimarkkinoilla informaation kulun merkitystä ei voida väheksyä.

Kaikki käytettävissä oleva tieto tulee hyödyntää taloudellisen hyödyn saavuttamiseksi. Markkinoiden tehokkuuden luokat ovat seuraavat:

1. Markkinoiden tehokkuuden heikko muoto.
2. Markkinoiden tehokkuuden keskivahva muoto.
3. Markkinoiden tehokkuuden vahva muoto.

(Brealey, Myers & Allen, 2006, 337–340.)

Markkinoiden tehokkuuden heikon muodon oletuksessa hyödynnetään menneen ajan osakehintoja. Informaation hyödyntäminen toteutetaan ainoastaan käyttämällä aikaisempia osakkeen hintoja ja muut muuttujat kuten tuotot, ennusteet ja fuusioilmoitukset jätetään täysin huomiotta. Tehokkuuden heikko muoto voidaan esittää matemaattisesti seuraavalla tavalla:

$$(7) P_t = P_{t-1} + \text{odotettutuotto} + \text{satunnaisvirhe}_t.$$

(Ross, Westerfield & Jaffe, 2002, 343–359.)

Osakkeen nykyarvo muodostuu aikaisemman ajanjakson hinnan, tuotto-odotuksen ja satunnaisvirheen summana (7). Tuotto-odotus muodostuu tuotto/riski-mallin mukaisesti. Satunnaisvirhettä ei voida määrittää yksittäisen edellisen hintatiedon perusteella. Sitä voidaan kuitenkin ennustaa, kun hintatietoja on useammalta aikaisemmalta ajanjaksolta. Kun ennusteella on trendi, eli tietty suunta, osakekurssi seuraa trendiä ns. satunnaispolkua pitkin (random walk). (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002, 344.)

Jos pelkkien historiallisten hintatietojen perusteella voitaisiin saavuttaa etua osakemarkkinoilla, informaatio olisi kaikkien käytettävissä ja hinnat reagoisivat välittömästi tietoihin. Näin kukaan ei lopulta saisi etulyöntiasemaa muihin sijoittajiin nähden. Tekninen analyysi tukeutuu osakkeiden historiallisiin hintatietoihin.

(Ross, Westerfield ja Jaffe, 2002, 344.)

Markkinoiden tehokkuuden keskivahva muoto on voimassa, kun kaikki julkisesti tarjolla oleva informaatio hyödynnetään. Tämä pitää sisällään myös kaikkia ennusteita, osavuosisikatsauksia, tilinpäätöstietoja ja tehokkuuden heikkoihin ehtoihin sisältyvät hintatiedot. Julkinen tieto siirtyy välittömästi osakkeen hintaan. Keskivahvasti tehokkailla rahoitusmarkkinoilla hyödyn saavuttaminen paremman tietotason avulla on mahdollista ainoastaan sisäpiiritietoa hyödyntäen. (Ross, Westerfield ja Jaffe, 2002, 346–349.)

Markkinoiden tehokkuuden vahva muoto sisältää sekä heikon, että keskivahvan markkinoiden tehokkuuden ehdot. Näiden lisäksi vahva muoto käsittää myös kaiken yksityisen informaation. Siis markkinatiedot ovat kaikille avoimet ja kaikkien käytettävissä. Jos markkinoiden tehokkuuden vahvan muodon ehdot ovat voimassa, edes sisäpiiritiedon avulla ei voida saavuttaa arbitraasivoittoja, sillä informaatio on välittömästi tiedon synnyttyä kaikkien käytettävissä. Vahvan muodon tehokkailla markkinoilla sijoittaja ei saa etua muihin nähden edes sisäpiiritiedon avulla, koska kaikki tieto on jo tarjolla kaikille. (Ross, Westerfield ja Jaffe, 2002, 346–349.)

Markkinoiden tehokkuuden nykytilan tasosta ei olla täysin yksimielisiä. Tietoa on kyllä laajasti tarjolla, mutta monesti informaation hankintakustannukset nousevat siitä saatavia hyötyjä korkeammiksi. Yleisesti ottaen tehokkuuden tason voidaan olettaa olevan jossain keskivahvan ja vahvan tason välillä. Koska informaatio on osin rajoitettua ja usein todella kallista, tämä omalta osaltaan rikkoo Millerin ja Modiglianin täydellisten markkinoiden ehtoja.

4.2 Verohypoteesi (The tax hypothesis)

Verohypoteesin kehittivät E.J. Elton ja M.J. Gruber (1970). He väittivät, että osakkeen osingonjaon jälkeistä hintaa (ex-day price) tulkitsemalla voidaan selvittää marginaalisen sijoittajan veroaste. Verohypoteesin mukaan osakkeen arvon muutos poikkeaa osingon arvosta, joka on seurausta marginaalisen sijoittajan kohtaamasta verotuksesta.

Marginaalisella sijoittajalla tarkoitetaan sijoittajaa, joka parhaiten edustaa kokonaismarkkinoiden keskimääräistä sijoittajaa. Marginaalinen sijoittaja asettaa hinnan osakkeelle osingon irtoamispäivälle (Miller ja Scholes, 1982). Kaikkien sijoittajien verotukset tai muut sijoitustoimintaan vaikuttavat tekijät osingon irtoamispäivänä eivät ole samat. Monissa valtioissa yksityishenkilöiden ja institutionaalisten sijoittajien verotukset poikkeavat toisistaan. Myös yhteisöjen välisissä verotuksissa on eroja. Yhtiöiden ja säätiöiden sijoitustoimintaa koskevat verotukset poikkeavat toisistaan. Myös sijoituksen aikajänteellä on vaikutusta osaketuottojen verotukseen.

Marginaalisen sijoittajan käsite kuvaa sijoittajien keskimääräistä käyttäytymistä osakemarkkinoilla ja se edustaa kaikkia sijoittajia. Edellytyksenä yksilöllisen ja marginaalisen sijoittajan erilaisuudelle on oltava ainakin kaksi sijoittajaryhmää joilla on eriävät veroasteet. Muuten jokainen sijoittaja olisi marginaalinen sijoittaja. Jos kaikkien sijoittajien vero-optimaalinen käyttäytyminen olisi samanlaista, osakevaihtoa ei syntyisi verohypoteesin olettamalla tavalla, koska kaikki sijoittajat vain haluavat ostaa tai myydä samanaikaisesti.

Elton ja Gruber verohypoteesissaan olettavat, että osakkeenomistaja, joka on jo päättänyt myydä osakkeensa, on veronjälkeistä hyötyään maksimoiva ja pohtii oikeaa myyntiajankohtaa. He olettivat myös sijoittajat riskineutraaleiksi (Bodie, Kane & Marcus, 2005, 170), markkinat transaktiokustannuksettomiksi ja kaikilla sijoittajilla on sama tunnettu verotaso. On syytä tehdä myös oletukset sijoittajan rationaalisuudesta ja täydellisistä markkinoista mallin yksinkertaisena pitämiseksi.

Sijoittaja on ostanut osakkeen hankintahintaan P_o . Sijoittaja voi myydä omistamansa osakkeen joko osingon D irtoamista edeltävänä päivänä hintaan P_{cum} tai osingon irtoamisen jälkeen hintaan P_{ex} . Osingosta maksetaan veroa osingon marginaalisen veroasteen τ_d mukaan. Osakemyynnin tuottamasta pääomankasvusta aiheutuneesta voitosta maksetaan veroa pääomatuottojen marginaalisen veroasteen τ_g mukaisesti. Jos

sijoittaja myy osakkeen ennen osingon irtoamista, hänen tuottoensa muodostuu osakkeen arvonnoususta

$$(8) P_{cum} - \tau_g (P_{cum} - P_o).$$

Jos taas sijoittaja myy osakkeensa vasta osingon irrottua, hänen tuottoensa koostuu sekä pääoman arvonnoususta, että osakekohtaisesta osingosta. Sijoittajan saama osinkotuotto veron jälkeen on $(1 - \tau_d)D$ ja myyntivoitto veron jälkeen on $P_{ex} - \tau_g (P_{ex} - P_o)$. Sijoittajan saama tuotto on summa pääomaverolla vähennetystä myyntivoitosta ja osinkoverolla vähennetystä osinkotuotosta,

$$(9) P_{ex} - \tau_g (P_{ex} - P_o) + (1 - \tau_d)D.$$

Jos sijoittajalle on samantekevää myykö hän osakkeen ennen vai jälkeen osingon irtoamisen, verotuksen jälkeisten tuottojen (kaavat 8 ja 9) pitää olla yhtä suuret

$$(10) P_{cum} - \tau_g (P_{cum} - P_o) = P_{ex} - \tau_g (P_{ex} - P_o) + (1 - \tau_d)D.$$

Kaavaa 10 muokkaamalla saadaan:

$$(11) \frac{P_{cum} - P_{ex}}{D} = \frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g}.$$

Elton ja Gruber ovat nimenneet kaavan 11 verohypoteesikseen. Se muodostuu osingon irtoamispäivän osakkeen hinnan laskusta osingon suhteen (ex-dividend day ratio) (vasen puoli) ja marginaalisen sijoittajan veroasteesta (oikea puoli), jota yleensä on vaikea havaita. Verohypoteesin mukaan, tämä marginaalisen sijoittajan veroaste on havaittavissa osingonmaksusta aiheutuneen hinnan laskun avulla. Jos marginaalinen sijoittaja ei saa riittävää tuottoa osingosta, hän myy osakkeen ennen osingon jakoa saadakseen

maksimaalisen verohyödyn. Jos taas sijoittaja hyötty osingon jaosta, hän myy osakkeen vasta osingonjaon jälkeen. Osakkeilla käydään kauppaa kunnes kaikkien sijoittajien verohyödyt ovat tasapainossa. Näin muodostuu marginaalisten sijoittajien veroaste.

Kaavasta neljä on huomioitava, että osakkeen hinnan lasku riippuu marginaalisen sijoittajan osingon ja pääomatuoton veroasteesta. Yleisesti on havaittu, että osakkeen hinta laskee vähemmän kuin osingon määrällä. Tämä tarkoittaa, että kaavan (4) vasemman puolen arvo on vähemmän kuin yksi. Empiiristen tutkimusten mukaan, tämä pätee markkinoilla, joilla osinkoa verotetaan raskaammin kuin pääomatuottoja ($\tau_d > \tau_g$). Jos taas osinkoa verotetaan kevyemmin kuin pääomatuottoa ($\tau_d < \tau_g$), verohypoteesin mukaan osakkeen arvo laskee enemmän kuin osingon arvolla. (Sorjonen 2000).

Kaavan neljä oikeaa puolta $(1 - \tau_d)/(1 - \tau_g)$ voidaan pitää osingon ja pääomatuoton rajasubstituutina (Poterba ja Summers 1985). Osingot ja pääomatuotot ovat täydellisiä substituutteja vain jos niiden veroasteet ovat samat $[(1 - \tau_d)/(1 - \tau_g) = 1]$ (Sorjonen 2000).

Elton ja Gruger havaitsivat myös mahdollisen veroon perustuvan ns. clientele-efektin. Jos sijoittajan osinkoja verotetaan rankasti, clientele-efektin mukaan hän sijoittaa osakkeisiin, jotka eivät jaa tuottojaan osinkoina. Toisaalta on sijoittajia, jotka preferoivat osinkotuottoja. Kun osa sijoittajista preferoi osinkotuottoja ja osa osakkeen arvonnousua eri osakkeille muodostuu erilaiset omistajaryhmät (Niskanen ja Niskanen, 2009).

Clientele-efektin hypoteesin mukaan osingon veroaste on negatiivisesti korreloitunut ja *Ex-dividend day ratio* on positiivisesti korreloitunut osinkotuoton kanssa (Sorjonen, 2000,12). Clientele-efektin edellytyksenä on ainakin kaksi sijoittajaryhmää, jotka kohtaavat erilaisen verokohtelun. Tämä mahdollistaa molempia ryhmiä kannattavan kaupankäynnin.

Clientele-efektiä voi esiintyä myös muista kuin verotuksellisista syistä. Esimerkiksi monet tasaista tuottoa tavoittelevat pankit ja sijoitusyhtiöt suosivat osinkotuottoja

arvonnousun sijaan. Osingoista ei aiheudu transaktiokustannuksia ja toisten osakkeiden likviditeetti on niin heikko, että voittojen realisointi ei aina ole mahdollista (Niskanen & Niskanen, 2000, 180).

Clientele-efektin olemassaoloa ja sen vaikutuksia on pidetty haastavana tutkimusaiheena. Tutkimuksissa on ollut vaikeuksia saada eroteltua clientele-efektiä muista muuttujista.

4.3 Lyhyen aikavälin kaupankäynnin hypoteesi

A. Kalayn (1982) näkemys osakkeen arvonmuutoksen osingonjaon yhteydessä ja osingon arvojen erot eivät johdu Eltonin ja Gruberin esittämästä verohypoteesista. Hänen mukaansa ero aiheutuu sijoittajista, jotka tekevät lyhyen aikavälin sijoituksia osingonirtoamispäivän ympärillä. Tätä kutsutaan lyhyen aikavälin kaupankäynnin hypoteesiksi (The short-term trading hypothesis). Tämä näkemys muodostui, kun Yhdysvalloissa lyhyen aikavälin sijoituksia verotettiin kuten palkkatuloja. Tuolloin pitkän aikavälin sijoitusten tuottoja verotettiin kevyemmin kuin lyhyen aikavälin sijoitusten tuottoja. Lyhyen aikavälin sijoittajien käydessä kauppaa osingon irtoamisajankohdan ympärillä, osinkotuotot ja pääomatuet lähestyvät toisiaan. Näin tapahtuu, kunnes lyhyen aikavälin sijoittajien saama tuotto ennen ja jälkeen osingon irtoamista ovat tasapainossa. Tästä johtuen pitkän tähtäimen marginaalisen sijoittajan veroastetta ei voida päätellä, koska $\frac{P_{cum} - P_{ex}}{D}$ (ex-dividend day ratio) tulkitaan muodostuvan lyhyen aikavälin kaupankäynnin veroasteesta ja kaupankäynnin transaktiokustannuksista. Koska lyhyen aikavälin sijoittajien toimien vuoksi ex-dividend ration arvo on yksi, pitkän aikavälin sijoittajien veroastetta ei voida päätellä verohypoteesin mukaisesti.

Lyhyen ja pitkän aikavälin osakesijoittajien motiivit toimia markkinoilla poikkeavat toisistaan. Pitkän aikavälin sijoittaja on jo tehnyt päätöksen osakkeiden myynnistä ja harkitsee optimaalista ajankohtaa kaupankäynnille. Lyhyen aikavälin sijoittajat taas

käyvät kauppaa saavuttaakseen hyödyn osingosta ja osakkeen hinnanmuutoksesta. Lyhyen aikavälin sijoittajien insentiivi kaupankäynnille häviää, jos kaikilla sijoittajilla on samat veroasteet. (Sorjonen 2000).

Jos transaktiokustannukset (t) ovat liian korkeat, lyhyenaikavälin sijoittajien tuotot eliminoituvat ja insentiivi lyhyen aikavälin kaupankäyntiin katoaa. Kaupankäynti osakeannin ympärillä on tuottoisaa, kun osingon ja osakkeen arvonmuutoksen summa on suurempi kuin transaktiokustannukset. Tästä seuraa, että tuotot eliminoituvat, kun

$$(12) D - (P_{cum} - P_{ex}) - 2t\bar{P} \leq 0,$$

missä $\bar{P} = (P_{cum} + P_{ex})/2$ eli keskiarvo osakkeen hinnasta ennen ja jälkeen osingon irtoamisen. Tuotot eliminoituvat jos osinko ei kata hinnanmuutoksen ja transaktiokustannusten arvoa (12).

Lyhyellä aikavälillä kauppaa voidaan käydä myös ns. lyhyeksi (short). Tällöin osake myydään jo ennen kuin se on ostettu. Toisin sanoen osake lainataan ja myydään, jonka jälkeen se maksetaan alkuperäiselle omistajalle. Myös osakkeita myytäessä lyhyeksi, transaktiokustannukset alentavat kaupankäynnin kannattavuutta. Lyhyeksimyytyjen osakkeiden tuotto eliminoituu, jos

$$(13) P_{cum} - P_{ex} - D - 2t\bar{P} \leq 0.$$

kaavat 12 ja 13 yhdistämällä saadaan väli

$$(14) 1 - \frac{2t}{D/\bar{P}} \leq \frac{P_{cum} - P_{ex}}{D} \leq 1 + \frac{2t}{D/\bar{P}},$$

joka estää lyhyenaikavälin kaupankäynnin tuotot. Tuottoisan lyhyenaikavälin kaupankäyntimahdollisuudet vähenevät transaktiokustannusten noustessa ja lisääntyvät

osinkotuottojen kasvaessa. Jos $\frac{P_{cum} - P_{ex}}{D}$ (ex-dividend ratio) pysyy kaavan 14 asettamissa rajoissa, lyhyenaikavälin kaupankäynti on kannattamatonta. Jos taas ex-dividend ratio ei pysy näissä rajoissa, voidaan olettaa, että markkinat eivät täysin hyödynnä lyhyenaikavälin kaupankäynnin mahdollisuuksia. Siitä voidaan päätellä, että lyhyenaikavälin vaikutukset osingonjaon ympärillä eivät vaikuta osakkeen hintaan. Muutenhan markkinoilla olisi käyty lyhyenaikavälin kauppaa, kunnes ex-dividend ratio olisi mallin antamalla rajalla. (Sorjonen 2000.)

Jos oletetaan, että lyhyeksimynti on vain marginaalinen, tapahtuma markkinoiden pitäisi tasapainottaa alemmalle rajalle. Pääosa osingonjaon jälkeisen päivän tuotot ovat positiivisia, jolloin lyhyeksi myyntiä voidaan pitää harvinaisena. (Karpoff ja Walking 1990.)

Osakkeiden osingoilla ja pääomatuotolla on veroasteet monissa maissa eri. Jos osinkoja verotetaan kevyemmin, sijoittajat ostavat osakkeita ennen osingonjakoa ja myyvät sen osingonjaon jälkeen. Jos veroasteiden erot ovat riittävät, sijoittajat ovat valmiita negatiiviseen tuottoon osingonjaon jälkeiseltä päiväältä. Kun osinkotuotosta veronalaista tuottoa on vain osa (γ), ostaminen ennen ja myynti osingonjaon jälkeen ei ole tuottoisaa jos,

$$(15) -(1+t)P_{cum} + (1-t)P_{ex} - \tau_g [(1-t)P_{ex} - (1+t)P_{cum}] + D - \tau_d \gamma D \leq 0.$$

Osakkeesta maksettavan osto- ja myyntihinnan eron ja osingosta saadun tuoton tulee kattaa transaktiokustannukset. Osakkeen arvonnoususta ja osinkotuotosta perityn veron jälkeen tuoton on oltava positiivinen, jotta kaupankäynti on kannattavaa.

Osakkeen korkein mahdollinen tuotto on osingonjaon jälkeen R_i kun osingosta on veronalaista vain osa γ . Osakkeen i tuotoksi saadaan

$$(16) r_i \leq \frac{\gamma\tau_d - \tau_g}{1 - \tau_g} d_i + 2t\bar{P}_i / P_{i,cum} \equiv R_i. \quad (\text{Sorjonen, 2000,17.})$$

Mikäli lyhyen aikavälin osinkoa preferoivat sijoittajat ovat marginaalisia sijoittajia, yllä oleva epäyhtälö on voimassa. Kun osinkoa verotetaan kevyemmin kuin pääoman tuottoa, osinkotuoton vaatimus suhteessa pääoman tuottoon laskee. Kun verohyödyistä saatu kompensatio on enemmän kuin transaktiokustannukset, ja osinkotuotto on hyvin korkea, vaadittu tuotto voi olla negatiivinen. (Sorjonen, 2000, 18.)

Lyhyen aikavälin kaupankäynnissä on olennaista osakkeiden hyvä likviditeetti. Käytäessä kauppaa osingonjaon ympärillä, sijoittajat haluavat varmistua myös position sulkevasta kaupankäynnistä, hyödynnettyään verotuksellisen eriarvoisuuden.

Lyhyen aikavälin kaupankäynti lisääntyy kun osakkeen osinkotuotto kasvaa tai transaktiokustannukset laskevat. Jos lyhyen aikavälin kaupankäynti on markkinoilla vallitsevaa, osakkeen hinnan putoaminen ei kuvasta pitkän aikavälin sijoittajan veroastetta, vaan se kuvastaa lyhyen aikavälin sijoittajan verohyötyä osingonjaon ja transaktiokustannusten suhteen.

Myös Clientele-efektin vaikutus on samansuuntainen. Siksi onkin vaikeaa selvittää, mistä vaikutukset aiheutuvat. Jos osinkoa verotetaan pääoman kasvua kevyemmin ja lyhyen aikavälin kaupankävijät ovat markkinoilla hallitsevia, ex-ratio muodostuu suuremmaksi kuin yksi ja on negatiivisesti korreloitunut osinkotuottoon. (Sorjonen 2000).

Verohypoteesi ja lyhyen aikavälin kaupankäynnin hypoteesi eivät ole toisensa poissulkevia oletuksia. Parhaimmillaan nämä mallit toimivat rinnakkain ja kuvaavat markkinoiden erilaisten osakkeiden vaikutuksia sijoittajien toimista osingonjaon ympärillä.

5. Aikaisempia tutkimuksia

Aikaisempia tutkimuksia sijoittajien käyttäytymisestä suhteessa osakeyhtiöiden osingonjakopolitiikkaan on tehty runsaasti. Tutkimuksia on tehty tilanteista, joissa valtiolta on tehnyt muutoksia lainsäädäntöön jolloin sijoittajan suhtautuminen osingonjakoon on muuttunut. Tämä on aiheutunut pääsääntöisesti verotuksellisista uudistuksista. Myös muutoksia sijoittajien käyttäytymisessä on tutkittu, kun lainsäädännölliset olosuhteet ovat olleet muuttumattomat. Lisäksi osakekaupankäynti on kehittynyt viime vuosikymmenten aikana. Osakekauppa on siirtynyt internetiin. Osakkeiden ostaminen automaattisten tietokoneohjelmien avustuksella on alentanut transaktiokustannuksia.

Suomen verouudistuksen seurauksena pörssiyhtiöistä saatujen osinkojen verotus kiristyi. Myös muut maat ovat viime aikoina tehneet samansuuntaisia muutoksia verotukseensa. Muutosta klassisesta veromallista hyvitysveromalliin ja päinvastoin on tutkittu runsaasti. Veromuutoksen tapahtuessa voidaan parhaiten tutkia, minkälaisia vaikutuksia juuri verotuksella on osakkeen hinnan käyttäytymiseen. Suomen uusi verolakimuutos on erittäin vaikuttava ja voidaan olettaa, että muista maista saadut tutkimustulokset korreloivat ainakin osittain suomalaiseseen aineistoon.

Seuraavaksi esitellään neljä erillistä tutkimusta. P. Sorjosen tutkimus käsittelee osakkeen hinnan muuttumista osingon irtoamisen yhteydessä suomalaisella aineistolla. Tutkimus on toteutettu ennen Suomen nykyistä, klassisen mallin verojärjestelmää.

Toisessa tutkimuksessa M. Lasfer tutkii verouudistuksen vaikutuksia Lontoon pörssin osakkeilla. Tutkimusaineisto ajoittuu ajanjaksolle, jolloin Iso-Britanniassa osingon ja pääoman arvonnousun verotuksen eriarvoisuutta vähennettiin.

Sanders, P. tutki osingon irtoamisen hintavaikutusta osakkeeseen Virossa. Virolaisen ja ulkomaalaisen sijoittajan verotuksellinen asema poikkeaa toisistaan.

Neljännessä tutkimuksessa Lasfer ja Zenonos tutki usean eurooppalaisen maan osingon vaikutusta osakekaupankäyntiin. Myös tässä tutkimuksessa selvitettiin osakekauppaan vaikuttavien verouudistusten merkitystä.

5.1 Ex-dividend Day Behaviour of Stock Prices in Finland in 1989–1990 and 1993–1997 (Sorjonen, P. 1999).

Suomen siirtyessä osinkoverotuksessa yhtiöveronhyvitysjärjestelmään vuonna 1993 aiemmasta klassisen mallin verojärjestelmästä, vaikutukset osakkeen hinnanmuutokseen osingon irtoamishetkellä eivät olleet odotusten mukaiset. (Sorjonen, 1999).

Suomessa osakkeiden hinnat laskivat Sorjosen tutkimuksen mukaan 70 - 75 prosenttia osingon arvosta osingonjaon yhteydessä vuosina 1989 - 1990 ja vuosina 1993 - 1997. Vuosina 1993–1997 Suomessa oli voimassa osingonhyvitysjärjestelmä, kun vuosina 1989–1990 sekä osakeyhtiöt että sijoittajat maksoivat veron osingoista. Aikaisemmalla ajanjaksolla verohypoteesi toteutuu, mutta myöhäisemmällä ei. Osinkohyvitysjärjestelmän aikana osakkeen hinnan pitäisi laskea enemmän kuin osingon arvolla. Näin ei kuitenkaan tapahtunut. Varhaisemmalla tutkimusajanjaksolla kotimaiset sijoittajat ja myöhemmällä ajanjaksolla ulkomaiset sijoittajat osoittautuivat marginaalisiksi sijoittajiksi. Osakkeiden likviditeetti nousi epätavallisen korkeaksi osingonjakopäivänä sekä sitä edeltävänä päivänä. Näitä päiviä seuraavina päivinä osakevaihto oli epätavallisen vähäistä. Nämä volyymin muutokset eivät johdu saamanaikaisesta tuottojen kasvusta, joten pitkänaikavälin sijoittajat kohdistavat kaupankäyntinsä osingonjaon yhteyteen. Lyhyenaikavälin sijoittajat eivät tällöin saavuta tuottoja kaupankäynnillä osingonjaon ympärillä. (Sorjonen 1999).

Tutkimuksessa on muodostettu portfolio keskimääräistä korkeammista osinkotuotoista ja korkeammasta likviditeetistä vuosina 1993–1997. Osingon irtoamisen ympärillä ei löydetty tilastollisesti merkittäviä tuottoja. Sorjosen tutkimuksen mukaan lyhyenaikavälin kaupankäynti ei ole Suomessa olennaista osingonjaon aikana. (Sorjonen 1999.)

Sorjosen tutkimuksen aineistona on käytetty Helsingin pörssin osakkeita. Aineistoon valittiin osakkeet, jotka ovat jakaneet osinkoa ainakin kerran vuonna 1989–1990 ja vuosina 1993–1997. Lisäksi osakkeiden hyväksymiseksi aineistoon, niiltä edellytettiin kaupankäyntiä osingonjakopäivänä, sekä sitä edeltävänä päivänä.

Sorjosen aineisto sisälsi päivän avaus sekä päätöshinnan, osakkeiden vaihdon lukumäärän ja volyymin. Aineistosta laskettiin osakkeen hinnanlasku osingonjakopäivänä sekä edellispäivän avaus-, että päätöskurssiin. Osakkeista laskettiin volyymit avaus-, päätös-, ja keskiarvohinnan mukaan päiville $-55, \dots, -6$, kun osingon irtoamispäivä on 0. Tutkimukseen on valittu tuottojen joukko, joka sisältää korkeimman havaintojen määrän. Näitä tuottoja on käytetty normaalituoton ja sen keskihajonnan estimointiin. Havaintojen määrä osakkeelle on vähintään 15. Normaalituotoksi on laskettu keskiarvo ja mediaani. Vaikka mallista on pyritty poistamaan poikkeukselliset havainnot, mallista löytyy todella suurta ei-normaalisuutta ja heteroskedastisuutta.

Sorjonen sai keskimääräiseksi ex-dividend ration arvoksi noin 0,7. Tämän mukaan pääomaverotuksen ollessa nolla, osinkoveroasteen tulisi olla noin 30 prosenttia. Toisaalta, jos pääomatuottoa verotetaan, osinkoverotuksen tulisi olla 30 prosenttia tätä suurempi. Koska osinkoverohyvitysjärjestelmän aikana kotimaisen sijoittajan preferenssien mukainen pääomatuoton rajasubstituutio ei voi olla alle arvon yksi, ulkomaisen sijoittajan on oltava marginaalinen sijoittaja.

Osingon irtoamispäivän ympärillä kaupankäynti osingon saamiseksi voi olla merkittävää, jos oletetaan että likvidissä korkean tuoton portfolioissa osakkeista on saatavilla positiivista epänormaalia tuottoa ennen osingon irtoamista, ja negatiivista epänormaalia tuottoa osingon irtoamisen jälkeen. Edellytyksenä on kaupankäynnin korkeaa volyyymia.

Lyhyen aikavälin kaupankäynnin merkityksellisyyden selvittämiseksi tutkimuksessa on muodostettu portfolio korkean osingon ja likviditeetin osakkeista. Normaalin likviditeetin laskemiseksi on laskettu keskimääräinen osakevaihto päiviltä $-55, \dots, -6$ ennen osingonjakoa. Portfolioon on hyväksytty osakkeet, joiden osinkotuotot ylittävät

mediaanituoton ja vaihto ylittää mediaanivaihdon. Osakkeella oli oltava kaupankäyntiä ainakin 48 päivänä 50:stä. Hyväksytyjen osakkeiden määrä oli 28.

Keskimääräiseksi tuotoksi saatiin 2,2 prosenttia ja vaihdon volyymiksi 49,072 osaketta. Osingonjaon ympärillä, päivinä -5,..., -1,0,1,..., 5 normaalista poikkeavien tuottojen ja osakevaihdon määrän laskemiseksi on käytetty päivien päätöskursseja.

Tutkimusajanjaksona portfolioon hyväksytyjen osakkeiden vaihto, on normaaliin vaihtoon nähden korkeampi osingonjakoa edeltävänä päivänä ja osingonjakopäivänä. Muina päivinä osakevaihto oli matalampaa kuin normaalisti. Kaupankäynnin korkeaa volyymia päivinä -1 ja 0 voidaan pitää pitkäaikavälin sijoittajien toimintana.

Koska osingonjakopäivää ennen ja sen jälkeen ei havaittu epätavallisen tuottojen hyödyntämistä, eli samanaikaista korkeaa tuottoa ja korkeaa volyymia, tutkimuksessa on oletettu, ettei lyhyen aikavälin kaupankäynnin hypoteesin mukainen kaupankäynti ole olennaista Suomessa.

Clientele-efektin selvittämiseksi aineistosta selvitettiin, laskeeko marginaalisen sijoittajan veroaste kun osinkotuotto laskee. Clientele-efektistä ei saatu näyttöä ajanjaksolla 1993–1997.

5.2. *Ex-day behavior: tax or short-term trading effects* (Lasfer, M. 1995).

M. Lasfer (1995) tutki tilannetta Lontoon pörssissä, kun parlamentti oli päättänyt poistaa eroavuuksia osinkoverotuksen ja pääoman kasvun verotuksen väliltä vuonna 1998. Tutkimus käsitteli syitä osakkeen hinnan vaihtelulle osingon irtoamispäivänä. Tutkimus selvitti hinnanmuutosten yhteyttä verotukseen ja lyhyen aikavälin kaupankäyntiin. Erot osinkojen ja pääoman kasvun verotuksessa olivat suuret Iso-Britanniassa ennen vuonna 1998 tapahtuneita veromuutoksia.

Ennen uudistusta, kun verotukselliset erot olivat suuret, osingon irtoamispäivän tuotot olivat suuret ja tilastollisesti merkittävät. Uudistuksen jälkeen osingon irtoamispäivän tuotot olivat negatiivisia ja ei-merkittäviä. Tulokset ovat konsistentteja verohypoteesiin, sillä veromuutos toi osakkeen hinnan laskun merkittävästi lähemmäksi osingon arvoa. Iso-Britanniassa verotuksella on merkittävä vaikutus osakkeen irtoamispäivän hintaan. (Lasfer, 1995).

Tutkimuksissaan Lasfer löysi kaksi merkittävää tekijää todistamaan osingon irtoamispäivänä hinnanmuutoksen johtuvan verotuksellisista tekijöistä.

- Epänormaalien suuret tuotot eivät ole merkittäviä osingonirtoamispäivän ympärillä verouudistuksen jälkeen. Kun epänormaalit tuotot osingonjakohetken ulkopuolella eivät voi olla inkonsistentteja hypoteesin kanssa, niin tutkimuksen tulokset todistavat, että lyhyen aikavälin kaupankäyntiaktiivisuus ei ohjaa hintoja ja osingonjälkeisiä tuottoja Lontoossa verouudistuksen jälkeen. (Lasfer, 1995, 877.)
- Osingon irtoamispäivän tuotot eivät ole monotonisia (across bid-ask spread categories). Regression tulokset osoittivat vahvan riippuvuuden osingon irtoamispäivän tuottojen, osinkotuottojen ja osakkeen hallussapidon välillä. Lisäksi hän havaitsi tutkimuksessaan, että osinkojen irtoamispäivän tuottojen ja transaktiokustannusten riippuvuus oli heikko. (Lasfer, 1995, 877.)

Tutkimus osoitti, että yhdenmukaistamalla osinkoveron ja pääoman kasvun veroa, voidaan poistaa veropreemion tavoittelua. Toisaalta tutkimus osoitti, ettei verotus ole ainoa vaikuttava tekijä osingonirtoamispäivän hinnanlaskuun. Hinnanmuutos on riippuvainen osinkotuoton määrästä. Suuria osinkoja jakaneiden yhtiöiden kaupankäynnillä voidaan saavuttaa tilastollisesti merkittävää taloudellista hyötyä. (Lasfer, 1995.)

Kun eroavuuksia verotuksissa vähennettiin, myös mahdollisuus epänormaalin suuriin tuottoihin laski. Lasferin mukaan osingon irtoamispäivän tuotot eivät johdu pitkänaikavälin sijoittajien osinkojen ja pääoman kasvun verotuksellisista eroista.

5.3 Tax Heterogeneity and Trading Volume Around the Ex-dividend Day: Estonian Evidence (Sanders, P., 2007).

Osakkeiden hintojen käyttäytymistä on tutkittu myös Virossa. Priit Sanders tutkimuksessaan *Tax Heterogeneity and Trading Volume Around the Ex-dividend Day: Estonian Evidence*, tutki osingon irtoamispäivän vaikutuksia vuosina 2000-2006.

Vaikka Viron verolaki on yksinkertaisempi kuin Suomen verokäytäntö, myös Virossa pääoman arvonnousun ja osingon verotuksessa on eroavuuksia. Yksinkertaisesta verotusjärjestelmästä huolimatta, eri sijoittajien verotuksissa on havaittavissa heterogeenisyyttä. Osingon irtoamispäivän ympärillä oli havaittavissa normaalia tilastollisesti suurempaa kaupankäyntivolyyymia. Priit Sanders todisti tässä tutkimuksessa, että Virolaisten yhtiöiden osakkeenomistajilla on veroon pohjautuva insentiivi käydä kauppaa osingon irtoamispäivän ympärillä.

Viron verolainsäädännön erilainen kohtelu kotimaisen ja ulkomaisen sijoittajan välillä antaa erinomaisen mahdollisuuden tutkia osakekaupankäyntiä nimenomaan verotuksellisten tekijöiden pohjalta. Kun rationaalinen sijoittaja tavoittelee vero-optimaalista kaupankäyntiä, osingon irtoamisajankohtaa tutkimalla voidaan selvittää kuinka merkittävä tekijä vero-optimointi osakekaupankäynnissä on.

Virolaiselle sijoittajalle osingot virolaisesta yhtiöstä olivat verovapaata tuottoa vuosina 2000-2006. Pääomatuotosta he joutuivat maksamaan veroa. Muille kuin virolaisille sijoittajille, osingot olivat joissain tapauksissa kahdenkertaisen verotuksen alaisia. Toisaalta Viro ei kerännyt heiltä veroa osakemyynnistä saaduista pääoman arvonnoususta. Näin ollen syntyi insentiivi kaupankäyntiin verotuksellisista syistä osingon irtoamispäivän ympärillä. (Sanders, 2007, 32.)

Vaikka Virossa sijoittajien erilainen verokohtelu teki merkitykselliseksi kaupankäynnin verotuksellisista syistä, korkeiden transaktiokustannusten vuoksi, suuri osa mahdollisesta hyödystä hävisi. Osakekaupan transaktiokustannukset olivat Virossa keskimäärin 4 prosentin luokkaa. Osinkoja jakaneet yhtiöt olivat pääosin päälistan yhtiöitä ja niiden likviditeetti oli suhteellisen korkea. Näiden osakkeiden ympärillä vero-optimointi tuli mahdolliseksi. (Sanders, 2007, 32.)

Priit Sanders havaitsi osakaupan volyymin kasvaneen osingon irtoamispäivän ympärillä. Tämä on havaittavissa myös monissa muita maita koskevissa tutkimuksissa, joissa osinkojen ja pääoman kasvun verotus poikkeaa toisistaan ja markkinoilla on sijoittajia, joilla on eri veroasteet samassa sijoituskohteessa. Tutkimuksissaan muun muassa Sorjonen ja Lasfer ovat omilla tahoillaan päätyneet samankaltaisiin päätelmiin.

Empiiriset tulokset Tallinnan pörssistä osoittivat, että kaupankäynnin volyymi kiihtyi tilastollisesti merkitsevästi osingonjaon läheisyydessä. Aikajaksolla yksi päivä ennen osingonjakoa ja neljä päivää osingonjaon jälkeen, kaupankäynnin volyymi kasvoi merkittävästi. 30 prosentissa tapauksista kaupankäynnin volyymi kasvoi yli 50 prosenttia. (Sanders, 2007, 32.)

Toinen merkittävä havainto koski korkeita transaktiokustannuksia. Kun normaalisti vuoden aikana tehdystä kaupankäynnistä 60 prosenttia suoritettiin meklarin välityksellä, osingon irtoamisajankohdan läheisyydessä vain kolmannes kaupankäynnistä toteutettiin hyödyntäen meklaria. Tämä on osoitus dynamisesta vero-optimoinnista. (Sanders, 2007, 32.)

Vaikka virolaisten yhtiöiden omistus oli suuriltaosin ulkomaisissa käsissä, yhtiöt jakoivat silti tuottojaan osinkoina vaikka ulkomaisten osinkoverotus oli raskaampaa kuin pääoman kasvun verotus. Sandersin tutkimus osoitti, että ulkomaiset sijoittajat voivat aktiivisella

kaupankäynnillä välttämään raskasta verorasitusta. Näin ollen osakeyhtiöiden ei tarvitse vältellä osingonjakamista. (Sanders, 2007, 33.)

5.4 The Tax Impact on the Ex-dividend dates: Evidence from European firms (Lasfer, M. & Zenonos, M. 2003).

M. Lasfer ja M. Zenonos tutkivat verovaikutuksia osingon irtoamispäivän kaupankäyntiin suurissa eurooppalaisissa maissa tutkimuksessa *The Tax Impact on the Ex-dividend dates: Evidence from European firms* (2003). Tutkimus selvitettiin Italian, Iso-Britannian, Ranskan ja Saksan verojärjestelmien avulla osakkeen hintakäyttäytymistä osingon irtoamispäivänä ja sen läheisyydessä. Tutkimus oli hyvin laaja sillä se sisälsi noin 1 8000 osingon irtoamispäivää vuosilta 1988 – 2002. Myös näiden maiden verotukset ovat kokeneet uudistuksia. Lasfer ja Zenonos tutkivat myös verouudistusten vaikutuksia osakekaupankäyntiin. (Lasfer ja Zenonos, 2003.)

He havaitsivat että kaikissa tutkimukseen sisältyneissä maissa osingon irtoamispäivän tuotot olivat positiivisia ja tilastollisesti merkitseviä. Lisäksi he havaitsivat, että veroreformien, jotka muuttivat osingon ja osakkeen arvonnousun suhteellista verotusasemaa, vaikutukset olivat merkittäviä osingon irtoamispäivän tuottoihin. Tutkimustulokset tukevat Eltonin ja Gruberin esittelemää verohypoteesia. (Lasfer ja Zenonos, 2003.)

Lisäksi he osoittivat, että maissa joissa käytetään osinkoveron hyvitysjärjestelmää, osinkojen irtoamispäivän tuotot ovat matalammat klassiseen verotusjärjestelmään nähden. (Lasfer ja Zenonos, 2003, 22-25.)

Tutkimuksen tuloksien mukaan kaikissa tutkimuksessa olleissa maissa osakkeen hinnat laskivat vähemmän kuin osingon arvolla osingon irrotessa. (Lasfer ja Zenonos, 2003, 21-22.)

Tutkimus selvitti myös lyhyen aikavälin kaupankäynnin vaikutusta osakkeen hintoihin osingon irtoamispäivän ympärillä. Ranskan, Italian ja Iso-Britannian kaupankäynnissä ei ollut havaittavissa merkkejä merkittävästä lyhyen aikavälin kaupankäynnistä. Saksalaisten osakkeiden osalta oli havaittavissa todisteita lyhyen aikavälin kaupankäynnistä. Lyhyenaikavälin kaupankäynti on mahdollista parhaiten korkeiden osinkotuottojen osakkeilla ja matalien transaktiokustannusten vallitessa. (Lasfer ja Zenonos, 2003, 25-28.)

6. Jatkotutkimusaiheita

Suomalaisten sijoittajien pääomaverotus on kokenut todella suuren muutoksen, Suomen siirtyessä yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä klassisen mallin verojärjestelmään. Kotimaisiin pörssiyhtiöihin sijoittavan kotimaisen sijoittajan verotus on muuttunut ankarammaksi. On tärkeää tutkia, kuinka paljon verouudistus on vaikuttanut osakekauppaan. Onko uusissa olosuhteissa havaittavissa lyhyen aikavälin kaupankäyntiä ja onko Suomen aineistosta edelleen löydettävissä todisteita verohypoteesin tueksi? Myös clientele-efektin olemassaoloa on syytä tutkia. Vertailututkimukseksi aikaisemmasta kotimaisesta yhtiöverojärjestelmästä aiemmin esitelty Pasi Sorjosen tutkimus on erinomainen.

Toinen tärkeä jatkotutkimuksen aihe on laskelmat verovaikutuksista. Kuinka paljon monimutkainen verojärjestelmä on rajoittanut listautumattomien yhtiöiden listautumisintoa tai osingonjakohalukkuutta? Kuinka paljon käteisosinkojen vaihtoehtoiset osingonjakomenetelmät ovat lisääntyneet? Verouudistuksen kokonaisvaikutuksia nähdään vain pitkällä ajanjaksolla.

7. Päätelmät

Vuoden 2005 verouudistuksessa Suomi luopui yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä ja siirtyi klassisen veromallin mukaiseen osinkojen osittaiseen kahdenkertaiseen verotukseen. Verouudistuksen vaikutukset kohdistuivat pääosin kotimaisen arvopaperisijoittajan taakaksi. Erityisesti pörssiyhtiöihin sijoittavan kotimaisen sijoittajan verotus kiristyi.

Ulkomaalaisen sijoittajan asema kotimaiseen sijoittajaan verrattuna parani. Jo yhtiöveron hyvitysjärjestelmän aikana ulkomaalaiset sijoittajat olivat velvollisia maksamaan osingoistaan veroa kotimaahansa, eikä hyvitys yhtiöverosta ollut pääsääntöisesti mahdollista.

Verouudistuksessa tehtiin selvä ero listautuneiden ja listautumattomien osakeyhtiöiden välillä. Listautuneiden yhtiöiden voitonjaon verotuksen kiristyessä rajusti, listautumattomien yhtiöiden voitonjaon verotus tietyissä tapauksissa jopa laski. Voidaankin olettaa, että listautumattomien yhtiöiden listautumisintressit vähenivät verouudistuksen seurauksena. Verouudistus loi esteitä osakeyhtiöiden kasvulle.

Verotuksesta tuli merkittävä tekijä niin listautuneiden, kuin listautumattomienkin yhtiöiden voitonjakopäätöksille. Osinkopolitiikka ei ole irrelevanttia Suomen osinkoverotuksesta johtuen. Pääoman palautus ja muut käteisosingolle vaihtoehtoiset voitonjakokeinot ovat kasvattaneet suosiotaan.

Verotuksen neutraalisuus väheni vuoden 2005 verouudistuksen myötä. Sijoituskohteita valitaan verotuksellisin perustein yhä enemmän. Verotus suosii muita sijoituskohteita suoriin pörssiosakkeisiin tehtyihin sijoituksiin nähden.

Osakkeen hinta muuttuu osingon irrotessa osakkeesta. Verohypoteesi ja lyhyen aikavälin kaupankäynnillä on pyritty selvittämään osakkeen hinnanmuutoksen määrää. Vertailututkimukset antavat osittaista tukea verohypoteesille.

Sorjosen (1999) mukaan edeltävän verojärjestelmän aikana kaupankäynti kiihtyi osingon irtoamisen yhteydessä, osingon irtoamispäivän jälkeisenä aikana kaupankäynnin volyyymi oli epätavallisen alhaista. Koska samanaikaisesti tuotot eivät olleet korkeita, lyhyen aikavälin kaupankäynti oli kannattamatonta Suomessa. Clientele-efektiä ei havaittu Suomen tarkastelujakson aikana.

Lasfer, M. (1995) tutki Lontoon pörssiä pääomaverotuksen rakenteellisen muutoksen aikana. Hänen tutkimuksensa osoitti, ettei lyhyen aikavälin kaupankäynti ollut merkittävää Lontoon pörssissä.

Myös Tallinnan pörssiosakkeista tehty tutkimus (Sanders, P., 2007) osoitti, että kaupankäynti kiihtyy osingon irtoamisen yhteydessä. Lisäksi Sanders havaitsi, että virolaisten yhtiöiden oli tarpeetonta vältellä osingonjakoa ulkomaisten sijoittajien osinkoverotuksen vuoksi, sillä ulkomaiset sijoittajat pystyivät välttämään osinkoveroa aktiivisella kaupankäynnillä.

M. Lasfer ja M. Zenonos (2003) tutkivat osingon irtoamispäivän vaikutuksia suurissa eurooppalaisissa maissa. Tutkimus antoi tukea verohypoteesille. He havaitsivat myös, että osinkoveron hyvitysjärjestelmässä, osingon irtoamispäivän tuotot ovat korkeammat kuin klassisessa verojärjestelmässä. Heidän tutkimuksessaan olleista maista ainoastaan Saksasta löytyi todisteita lyhyen aikavälin kaupankäynnistä.

LÄHTEET

Aktiespararna, (2005). *Taxation of public quoted shares in the OECD and EU*. Report from Swedish Shareholders' association.

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2005). *Investments*. Singapore. McGraw-Hill.

Brealey, R .A., Myers, S.C. & Allen, F. (2006). *Corporate Finance 8th edition*. USA. McGraw-Hill/Irwin.

Copeland, T. & Weston, F., (1998). *Financial Theory and Corporate policy*. USA. Addison Wesley Publishing Company.

Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistics* 52, 68-74.

Grinblatt, M. ja Titman, S. (2002). *Financial Markets and Corporate Strategy*, 2nd (international) edition. McGraw-Hill/Irwin, 546-551.

Grullon, G. & Michaely, R. (2000). *Dividends, Share Repurchases and Substitutional hypothesis*, Rise university working paper.

Harberger, A. C. (1962). The Incidence of Corporation Income Tax, *Journal of Political Economy* 70, 215-240.

Juusela, J. (2004). *Osinkojen ja osakeluovutusten verotus*, Helsinki, Talentum.

Lasfer, M. (1995). Ex-day behavior: tax or short-term trading effects, *Journal of Finance* : JUL, VOL. 50:3, p. 875-898.

- Lasfer, M. & Zenonos, M. (2003). *The Tax Impact on the Ex-dividend dates: Evidence from European firms*. Cass Business School, City University, London.
- Kalay, A. (1982). The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of Clientele Effect. *Journal of Finance* 37, 1059-1070.
- Kari, S. & Ylä-Liedenpohja, J. (2007). *Verotus uusiksi?* Helsinki, Taloustieto Oy.
- Karpoff, J. M. & Walking, R. A. (1990). Short-term Trading Around Ex-Dividend Days: Additional Evidence. *Journal of Financial Economics* 21, 291-298.
- Leppiniemi, J. (2004). Arvopaperisäästäjän muuttuva verotus. Teoksessa Niskakangas (toim.) *Verouudistus 2005*. Helsinki WSOY, 179-195.
- Miller, M., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 1961, Vol. 34, No. 4, 411-433.
- Miller, M. ja Scholes, M. (1982). Dividends and Taxes: Some empirical evidence: *Journal of Political Economy* 90, 1118-1141.
- Niskakangas, H., (2004). Verouudistuksen tausta ja tavoitteet. Teoksessa Niskakangas (toim.) *Verouudistus 2005*. Helsinki WSOY, 19-36.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (2000). *Yritysrahoitus*. Edita Helsinki.
- Poterba, J.M. ja Summers, L.H. (1985), *The Economic Effects of Dividend Taxation, in Recent Advances in Corporate Finance*, 245.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ja Jaffe, J. F. (2002). *Corporate Finance 6th edition*. USA McGraw-Hill.

Suomen Tietotoimisto, Tiedote 10.6.2004. viitattu 12.2.2006.

Sanders, P. (2007), Tax Heterogeneity and Trading Volume Around the Ex-dividend Day: Estonian Evidence. *Tartu University Press, Order no. 291.*

Sorjonen, P. (2000). Essays on Dividends and Taxes. *ETLA: sarja A 30.*

Sorjonen, P. (1999). Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices in Finland in 1989-90 and 1993-97. *ETLA: Discussion paper no. 674.*

Hietala, H., Kari, S., Rauhanen, T. & Ulvinen H.(2004). Laskelmia yritys- ja pääomaverouudistuksesta. *VATT-keskustelualoitteita no: 338.*

Ylä-Liedenpohja, J. (2001). Advantage of the Classical Corporation Tax over the Imputation System as a Means of Tax Harmonization. *Tampere Economic Working paper 5.*

Hallituksen kannanotto, Tiedote 333/2003, 13.11.2003.

Internet-lähteet:

Pörssisäätiö, internetsivut,

<http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;265;375&id=6904> viitattu 28.3.2008.

viitattu 28.3.2008.

Taipalus, M.(2008). Osinkoveroaineistoa. Valtionvarainministeriö. merja.taipalus@vm.fi 20.5.2008.

Verohallinto, ohje Drno 1214/345/2005, 6.10.2005, verohallinnon internetsivuilla, luvussa Osinkotulojen verotus.

http://www.vero.fi/default.asp?article=4186&domain=VERO_MAIN&path=5,40,87&language=FIN (viitattu 22.5.2008).

LIITTEET

Liite 1.

OSINKOTULOISTA KERTYVÄ VEROTUOTTO(-ARVIO) VEROVUODELTA 2005

Valtionvarainministeriön vero-osasto/TJK, RN, FP/5.3.2007.

Vero-osasto/TJK, RN,
FP/5.3.2007

OSINKOTULOISTA KERTYVÄ VEROTUOTTO VEROVUODELTA 2005

PÖRSSIYHTIÖT

		2005
Osinkotulot pörssiyhtiöistä		811 292 000
Siitä veronalainen osuus	57 %	462 436 440
Siitä verotuotto	28 %	129 482 203
(ei sisällä pääomatulosta tehtäviä vähennyksiä)		
Ennakot verovuodelta 2005		122 000 000
=> verotuotto verovuodelta 2005		120 milj. e

LISTAAMATTOMAT YHTIÖT

Pääomatulo-osinko		1 530 189 000
Siitä yli 90 000 euroa		443 255 000
Siitä veronalainen osuus	57 %	252 655 350
Siitä verotuotto	28 %	70 743 498
Josta vähennetään varallisuusverovähennys		30 000 000
=> verotuotto verovuodelta 2005		40 milj. e

Ansiotulo-osinko		677 973 000
Siitä veronalainen osuus 57 % (mp-tilasto)		386 393 000
HVS-mallilla laskettu verotuotto		150 000 000
=> verotuotto verovuodelta 2005		150 milj. e

KAIKKI YHTEENSÄ **310 milj. e**

Varallisuusvero ilman huojuksia		155
Varallisuusvero toteutunut		85
- ero		70
- tästä veroasteikon keventäminen		40
- tästä osinkoveron varallisuusverohuojennus		30

Liite 2.

OSINKOTULOISTA KERTYVÄ VEROTUOTTO(-ARVIO) VEROVUODELTA 2006

Valtionvarainministeriön vero-osasto/ RN, MT, 14.4.2008.

	Toteutunut/mp-til
	Euroa
PÖRSSIYHTIÖT	2006
Osinkotulot pörssiyhtiöistä	789 726 000
Siitä veronalainen osuus	552 808 200
Siitä verotuotto	154 786 296
(ei sisällä pääomatulosta tehtäviä vähennyksiä)	
Ennakonpidätys/VH	151 000 000
=> verotuotto verovuodelta	150 milj. e
LISTAAMATTOMAT YHTIÖT	
Pääomatulo-osinko	1 535 168 000
Siitä yli 90 000	
euroa	371 376 000
Siitä veronalainen osuus	259 956 000
Siitä verotuotto	72 787 680
=> verotuotto verovuodelta	75 milj. e
Ansiotulo-osinko	421 562 000
Siitä veronalainen osuus	294 511 000
HVS-mallilla laskettu verotuotto (38%)	111 914 180
=> verotuotto verovuodelta	115 milj. e
KAIKKI YHTEENSÄ	340 milj. e