



Noora Kinnunen

**YRITYKSEN VEROSUUNNITTELUN SEURAUKSET OSAKKEENOMISTAJALLE:
ESIMERKKINÄ KAIVOSALA**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Toukokuu 2020

SISÄLLYS

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | JOHDANTO | 3 |
| 2 | KAIVOSALA SUOMESSA | 6 |
| 3 | RAJANVETO TERMIEN VÄLILLÄ | 7 |
| | 3.1 Verosuunnittelu | 7 |
| | 3.2 Aggressiivinen verosuunnittelu..... | 8 |
| | 3.3 Veronkierto..... | 8 |
| | 3.4 Veropetos ja verorikkomus | 9 |
| | 3.5 Rajanveto tässä tutkielmassa | 10 |
| | 3.6 Miksi verosuunnittelua tehdään? | 10 |
| 4 | OSAKKEENOMISTAJAN SAAMA ARVO | 12 |
| | 4.1 Oman pääoman kustannus ja osakkeenomistajan tuottovaatimus | 14 |
| | 4.2 Toimialan vaikutus osakkeenomistajan tuottovaatimukseen | 16 |
| 5 | AGENTTIKUSTANNUKSET | 17 |
| 6 | MAINEKUSTANNUKSET | 20 |
| 7 | OSAKKEENOMISTAJAN VEROTUS | 23 |
| 8 | VEROSUUNNITTELUN SEURAUKSET KAIVOSALALLA | 25 |
| 9 | YHTEENVETO | 31 |
| | LÄHTEET | 35 |

1 JOHDANTO

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, mitä osakkeenomistajalle voi seurata kaivosalan osakeyhtiön verosuunnittelusta. Asiaa tarkastellaan suomalaisen lainsäädännön lähtökohdista. Tämä tutkielma on rajattu käsittelemään vain kaivosalaa. Suomi on Euroopan unionin ja OECD:n (The Organisation for Economic Co-operation and Development) eli taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön jäsen. Niiden säätelemänä osakeyhtiöiden verotus on samankaltaista kuin monessa muussa maassa (Finér & Ylönen, 2017), joten ulkomaisten tutkimusten tuloksia voidaan soveltaa myös Suomessa. Kuitenkin joitain maakohtaisia eroja esimerkiksi tuloverolaeissa on, mutta niitä on tutkielmassa pyritty vertailemaan tarpeellisilta osin.

Kaivostoiminta on ollut Suomessa julkisessa keskustelussa viime vuosina. Kyseessä on ala, jota valtio tukee monin tavoin. Kuitenkin kaivosalalla myös riskit ovat suuria. Suomessa keskustelun kohteena on ollut etenkin Talvivaaran kaivos Sotkamossa. Talvivaara on osoittanut ympäristöriskien merkittävyyden ja suuruuden. Kansainvälisesti kaivostoimintaa on pidetty alana, jossa aggressiivinen verosuunnittelu kukoistaa ja jossa yritykset pääsevät hyödyntämään luonnonvaroja ilman kunnollista korvausta paikallistasolle. Suomi ei ole tästä poikkeus. Työvoimaa tuodaan ulkomailta ja vuonna 2014 metallikaivosten maksamien palkkojen osuus kaikista palkoista oli vain 0,1 %. Kaivosyhtiöiden verosuunnittelun aggressiivisuudessa on eroja, mutta voidaan sanoa, että käytössä on lukuisia verosuunnittelun keinoja. (Finér & Ylönen, 2016.)

Verosuunnittelu ja veronkierto ovat ajankohtaisia aiheita. Erityisesti aggressiivisen verosuunnittelun arvioidaan aiheuttavan Suomelle vuosittain 430–1400 miljoonan euron yhteisöverotulojen menetyksen (Finér & Telkki, 2016). Lisäksi kaivosalan verosuunnittelu aiheuttaa menetyksiä pääomaverotuloista, sillä holdingyhtiöiden kautta verot osingoista maksetaan muualle (Finér & Ylönen, 2016). OECD puuttuu varsinkin veronkiertoon ja aggressiiviseen verosuunnitteluun aktiivisesti. Samalla verosuunnittelun keinot rajautuvat selkeämmiksi, kun kansainvälistä verotusta yhtenäistetään ja veroympäristöstä tehdään läpinäkyvämpää. Viimeisen viiden (2015–2020) vuoden aikana toteutettu BEPS-hanke (Base erosion and profit shifting) puuttuu verosuunnittelun keinoihin. Varsinkin siirtohinnoitteluun verosuunnittelun keinona on

puututtu paljon, sillä BEPS:ssä on määritelty neljä kohtaa siihen liittyen. Myös yritysten verosuunnittelun eettisyys on ajankohtaista, sillä veropohjan rappeutuminen on yksi ongelmista, joita BEPS-hankkeella koitetaan estää. (OECD, 2020.)

Tavoitteena on selvittää, miten osakkeenomistaja voi hyötyä yrityksen verosuunnittelusta ja mitä lisäkustannuksia se voi aiheuttaa. Tämän tutkielman tarkoitus ei ole päätyä yhteen lopputulokseen, vaan esitellä erilaisia näkökulmia kaivosalan yrityksen verosuunnittelun aiheuttamista seuraamuksista suomalaiselle osakkeenomistajalle. Tutkielma vastaa kysymykseen: mitä seurauksia kaivosalan yrityksen verosuunnittelusta voi olla osakkeenomistajalle? Pääkysymyksen tueksi tutkielman apukysymyksinä selvitetään, mitä on verosuunnittelu ja miten osakkeenomistajan saama arvo muodostuu.

Tutkielmassa selvitetään verosuunnittelusta aiheutuvien maine- ja agenttikustannusten seurauksia osakkeenomistajille. Myös sekä yksittäisen yrityksen että koko toimialan verosuunnittelun vaikutuksia oman pääoman kustannukseen ja osakkeenomistajien tuottovaatimukseen tarkastellaan.

Tutkielma on kirjallisuuskatsaus, jossa lähteenä on käytetty aiemmin tehtyjä tutkimuksia. Tutkimusaineisto koostuu pääosin tuoreista ulkomaisista kvantitatiivisista tutkimuksista, joita aiheesta löytyy runsaasti. Tämän tutkielman tiedonhankinnassa pyrittiin löytämään mahdollisimman tuoreita tutkimuksia, jotka täydentävät vanhempien tutkimusten aukkoja. Apukysymyksiin vastaamiseen käytetään vanhempaa kirjallisuutta. Tutkielma on tyypiltään kvalitatiivinen eli laadullinen tutkielma, jonka tarkoitus on tarjota lukijalle useampia näkökulmia aiempiin tutkimuksiin pohjautuen.

Tutkielman toisessa luvussa on lyhyt kuvaus kaivosalasta Suomessa. Kolmannessa luvussa tehdään ensin rajanveto eri termien välille, joita verojen optimoinnista ja minimoinnista käytetään. Seuraavaksi selvitetään, miksi yrityksissä tehdään verosuunnittelua. Neljäs luku käsittelee sitä, mistä osakkeenomistajan saama arvo koostuu ja miten sitä mitataan. Neljännessä luvussa käydään läpi myös sekä yksittäisen yrityksen että toimialan verosuunnittelun vaikutus oman pääoman kustannukseen ja osakkeenomistajan tuottovaatimukseen. Viidennessä luvussa käydään läpi

agenttiongelmia ja niihin liittyviä mahdollisia kustannuksia. Kuudennessa luvussa käsitellään verosuunnittelusta aiheutuvia mainekustannuksia. Seitsemännessä luvussa perehdytään osakkeenomistajien verotukseen ja tarkastellaan yrityksen verosuunnittelusta aiheutuvia henkilökohtaisia verokustannuksia. Kahdeksas luku vastaa tutkimuskysymykseen eli siihen, mitä kaivosalan yrityksen verosuunnittelusta voi seurata osakkeenomistajalle. Lopuksi on yhteenveto.

2 KAIVOSALA SUOMESSA

Kaivosalaa säätelee kaivoslaki (Kaivoslaki 621/2011). Kaivostoiminnan harjoittamiseen on oltava kaivoslupa (kaivoslaki 3:16 §). Kaivosluvalla saa hyödyntää kaivosmineraalit, sivutuotteena syntyvän pintamateriaalin, ylijäämäkiven, rikastushiekan ja muut kallio- ja maaperään kuuluvat aineet, jos ne ovat kaivostoiminnassa tarpeellisia (kaivoslaki 3:17 §). Kaivosluvan haltijalla on velvollisuus huolehtia siitä, ettei ihmisten terveydelle, yleiselle turvallisuudelle tai yleiselle tai yksityiselle edulle aiheudu haittaa. Kaivostoiminnassa ei saa tapahtua kaivosmateriaalien tuhlausta eikä kaivoksen tulevaa käyttöä saa vaarantaa tai vaikeuttaa. Lisäksi kaivosluvan haltija on velvollinen tekemään viranomaiselle selvityksen esiintymän hyödyntämisen laajuudesta, tuloksesta ja mineraalivarantojen olennaisesta muutoksesta. (Kaivoslaki 3:18 §.) Kaivosalueeseen kuuluvien kiinteistöjen omistajille maksetaan vuotuinen louhintakorvaus. Pinta-alaan perustuvan korvauksen lisäksi louhintakorvausta maksetaan 0,15 % vuoden aikana louhittujen ja hyödynnettyjen kaivosmineraalien lasketusta arvosta. (Kaivoslaki 9:100 §.) Lisäksi sivutuotteiden hyödyntämisestä maksetaan kiinteistöjen omistajille erillinen korvaus (kaivoslaki 9:101 §).

Kaivossektori on ala, johon vaikuttaa raaka-aineiden hintakehitys, kysyntä ja tarjonta maailmanmarkkinoilla ja kansainvälinen kauppapolitiikka. Vuonna 2017 Suomessa toimi yhteensä 42 kaivosta, joista yhdeksän oli metallimalmikaivosta ja 27 teollisuusmineraalikaivosta. Liikevaihdon kasvu kaivosalalla on ollut voimakasta viime vuosina ja kaivokset ovat laajentaneet toimintaansa. Myös investoinnit malminetsintään ovat kasvaneet. Suomessa kaivosalalla on ollut merkitystä raaka-aineomavaraisuuden parantajana sekä teknologiayritysten aktivoitumiseen ja pienten ja keskisuurten yritysten kasvuun. Kaivosala työllistää Suomessa suoraan noin 4500 henkilöä. Lisäksi se mahdollistaa epäsuoria työpaikkoja. Esimerkiksi kuljetus-, siivous-, vartiointi- ja työterveyshuoltopalveluita käytetään paljon. Teollisuusmineraaleja jatkojalostetaan Suomessa. Metallimalmeja puolestaan viedään Aasiaan ja Eurooppaan jatkojalostettavaksi. (Vasara, 2018.) Suurin osa Suomen kaivosyhtiöistä on ulkomaisten omistuksessa. Valtio on osakkeenomistajana neljässä Suomen kaivosyhtiössä. (Finér & Ylönen, 2016.)

3 RAJANVETO TERMIEN VÄLILLÄ

3.1 Verosuunnittelu

Yrityksen verosuunnittelu hyödyntää epäjohdonmukaisia kohtia tuloverojärjestelmissä. Verosuunnittelun tarkoituksena on veronalaisen tulon näyttämisen lykkääminen. Verosuunnittelulla voidaan tarkoittaa verojen minimointia pitkällä aikavälillä, mutta toisaalta verosuunnittelulla voidaan myös tarkoittaa eri toimintojen veroseuraamusten selvittämistä. (Knuutinen, 2012, s. 3–4.) Heitzman ja Ogneva (2019) määrittelevät verosuunnittelun johdon pyrkimyksenä rakentaa organisaatio ja sen investoinnit, transaktiot ja raportointi siten, että verolainsäädännön luomia mahdollisuuksia hyödynnetään. Tarkoituksena on yrityksen arvon kasvattaminen. Mahdollisuudet yrityksen verosuunnittelulle luo verolakien epäjohdonmukaisuuksien hyödyntäminen liiketoiminnassa, kuten yrityksen sijainti, hankkeiden ajoitus, tulojen luonnehdinta ja verovähennykset. (Heitzman & Ogneva, 2019.) Knuutisen (2015) mukaan verosuunnittelua on kaikenlainen veroseuraamusten selvittäminen ja verojen optimointi, jota ei lueta veronkieroksi tai verovilpiksi.

Verosuunnittelu on lähtökohtaisesti laillista ja hyväksyttyä (Knuutinen, 2012, s. 4), mutta joissain tässä kandidaatintutkielmassa lähteinä käytetyissä tutkimuksissa vero-oikeudellisesti hyväksyttyä verosuunnittelua ja ei-hyväksyttyä veronkiertoa ei pystytä erottamaan toisistaan. Esimerkiksi Abdul Wahab ja Holland (2012), Blaufus, Möhlmann ja Schwäbe (2019) ja Jacob, Rohlfing-Bastian ja Sandner (2019) eivät tutkimuksissaan erota vero-oikeudellisesti ei-hyväksyttyjä verosuunnittelun keinoja hyväksytyistä keinoista. Joissain tutkimuksissa (esimerkiksi Abdul Wahab & Holland, 2012; Blaufus ym., 2019) käytetään termiä verosuunnittelu, vaikka tutkimuksissa huomioon otettaisiin mukaan myös veronkierto. Veronkierrolla tarkoitetaan keinoja, joita vero-oikeudellisesti ei hyväksytä, mutta niitä ei myöskään ole kriminalisoitu. Veronkierrossa keskeistä on, että sen vaikutukset verovelvolliselle ovat edullisempia kuin viranomaisen on tarkoittanut. (Knuutinen, 2012, s. 5–8.) Esimerkiksi Abdul Wahab ja Holland määrittelevät käyttävänsä tutkimuksessaan termiä verosuunnittelu ja verosuunnittelua olevan kaikki ne toimet, joilla pyritään verohyötyjen saavuttamiseen. Tällöin kyseessä on sekä verosuunnittelu että veronkierto, mutta

tutkimuksessa on päätetty käyttää termiä verosuunnittelu. Blaufus ym. ottavat tutkimuksessaan huomioon toiminnan laillisuuden, mutta laskevat vero-oikeudellisesti ei-hyväksyttävät toimet eli veronkierron myös verosuunnitteluksi, koska niistä ei voida rangaista rikoslain perusteella.

3.2 Aggressiivinen verosuunnittelu

Aggressiivisen verosuunnittelun käsite ei ole tarkasti määritelty tai vakiintunut, joten eri yhteyksissä sitä voidaan käyttää eri merkityksissä. Merkitykset voidaan kuitenkin kiteyttää siihen, että kyseessä on verosuunnittelua, jota pidetään epäasianmukaisena, koska se on lain tavoitteen tai normien vastainen tai sillä hyökätään joltain perusajatusta vastaan. Aggressiivisessa verosuunnittelussa etsitään aukkoja, puutteellisuuksia ja tulkinnanvaraisuuksia verolaeista. (Knuutinen 2015.)

Kuten verosuunnittelunkin, niin myös aggressiivisen verosuunnittelun voidaan katsoa olevan kirjaimellisesti lainmukaista. Ero verosuunnitteluun on se, että verosuunnittelu on viranomaisten hyväksymää eikä siihen ole tarvetta puuttua, kun taas aggressiivinen verosuunnittelu on asianmukaisen verosuunnittelun ulkopuolella. Aggressiivinen verosuunnittelu voidaan rinnastaa myös veronkiertoon. (Knuutinen, 2015.)

3.3 Veronkierto

Suomessa, kuten myös esimerkiksi Saksassa ja Ruotsissakin, veronkierto on määritelty yleislausekkeissa etukäteen. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa se puolestaan on määritelty oikeustapausten perusteella. Tämän takia yhtä, kansainvälisesti pitävää määritelmää veronkierrolle on hankala antaa, mutta OECD on luonnehtinut veronkiertoa lain tarkoituksen vastaisuudella. Verovelvollisen verojen määrää vähentävät toimet voivat olla muodollisesti lainmukaisia, mutta silti ne voidaan katsoa veronkierroksi. (Knuutinen, 2012, s. 5–8.) Veronkierrolla voidaan viitata yleisesti verojen välttelyyn, jolloin termi ei ota kantaa siihen, mikä on vero-oikeudellisesti oikein. Toisinaan veronkierrolla taas tarkoitetaan sitä, mikä lain soveltajien mukaan ei ole lain tarkoittamaa toimintaa. (Knuutinen, 2015.)

Suomessa veron kiertäminen on määritelty verotusmenettelystä annetussa laissa (VML 1558/1995). VML 4:28 §:n mukaan veron kiertäminen määritellään siitä, mikä on olosuhteelle tai toimenpiteelle annettu oikeudellinen muoto ja vastaako se asian varsinaista luonnetta tai tarkoitusta. VML 4:26.1 §:n mukaan verotuksessa tulee ottaa veronsaajien ja verovelvollisen edut huomioon tasapuolisesti. Asia on ratkaistava verovelvollisen eduksi, jos asia on tulkinnanvarainen tai epäselvä, ja verovelvollinen on toiminut vilpittömässä mielessä viranomaisten käytännön ja ohjeiden mukaisesti (VML 4:26.2 §). Veronkierroksi ei voida katsoa järjestelyjä, joilla yritys hyödyntää esimerkiksi EU:n sisäistä vapaata pääoman liikkuvuutta, vaikka sillä olisikin saavutettu verosäästöjä ja välttytty veroilta (Knuutinen, 2015).

Tässä tutkielmassa tarkastelluissa tutkimuksissa tutkijat ovat määritelleet veronkierron hieman laajemmin. Esimerkiksi Tangin (2019) tutkimuksessa veronkierto on yhteinen termi sekä vero-oikeudellisesti hyväksytyille että hyväksymättömille keinoille. Gallemoren, Maydewin ja Thornockin (2014) tutkimuksessa veronkierto on myös määritelty hieman laajemmin kuin verotusmenettelystä annetussa laissa. Tutkijat määrittelevät veronkierron sisältävän kaiken laillisesta verosuunnittelusta edistyneisiin ja huomiota herättäviin aggressiivisiin verosuunnittelun keinoihin (Gallemore ym., 2014).

3.4 Veropetos ja verorikkomus

Veropetos määritellään rikoslaissa (RL 39/1889). Veropetos on kyseessä silloin, kun viranomaiselle annetaan väärä tieto veron määräämiseen vaikuttavasta seikasta tai silloin, kun tällainen seikka salataan. Myös laiminlyömällä verotusta varten säädetyn velvollisuuden tai muuten petollisesti toimimalla syyllistyy veropetokseen, kun tarkoituksena on ollut verojen välttäminen. Veropetoksen seuraamuksena on sakko tai enintään kahden vuoden vankeusrangaistus. (RL 29:1 §.) Jos veropetoksella tavoitellaan huomattavaa taloudellista hyötyä tai se tehdään erityisen suunnitelmallisesti ja veropetos on kokonaisuutena törkeä, niin kyseessä on törkeä veropetos. Törkeästä veropetoksesta seuraa vähintään neljän kuukauden ja enintään neljän vuoden vankeusrangaistus. (RL 29:2 §.) Jos veropetos on kokonaisuutena arvostellen vähäinen, niin kyseessä on lievä veropetos. Lieventäviksi tekijöiksi luetaan

tavoitellun hyödyn vähäinen määrä tai muut rikokseen liittyvät seikat. Lievästä veropetoksesta rikoksenteikijä tuomitaan sakkoon. (RL 29:3 §.)

Verorikkomuksessa on kyse siitä, että rikoksenteikijä jättää määräajassa maksamatta veroja tai työnantajan sosiaaliturvamaksun. Jos rikoksenteikijä tavoittelee taloudellista hyötyä itselleen tai jollekin toiselle, eikä teon katsota olevan veropetos, niin rikoksen tekijä syyllistyy verorikkomukseen. Seurauksena verorikkomuksesta on sakko tai enintään kuuden kuukauden vankeusrangaistus. Jos laiminlyönti on vähäinen ja se korjataan viivyttämättä, ei verorikkomuksen tunnusmerkistö täyty. (RL 29:4 §.)

3.5 Rajanveto tässä tutkielmassa

Kuten edellä on kerrottu, niin tutkielmassa lähteinä käytetyissä tutkimuksissa termejä käytetään hieman laajemmassa merkityksessä. Siksi tässä tutkielmassa käytetään verosuunnittelua yhteisenä terminä kaikelle lailliselle toiminnalle, jolla yritys pyrkii selvittämään optimaaliset veroseuraamukset ja hyödyntämään verojärjestelmien epäjohdonmukaisuuksia ja verovähennyksiä. Verosuunnitteluksi lasketaan siten myös veronkierto, joka Knuutisen (2015) mukaan ei ole lain ja viranomaisten tarkoittamaa toimintaa, mutta ei myöskään ole rikoslain nojalla rangaistavaa.

Varsinkin tiedotusvälineissä käytetään veronkierto-termiä viittaamaan myös rikosoikeudellisesti ei-hyväksyttäviin toimiin, kuten veropetoksiin (Knuutinen, 2012, s. 7). Knuutinen (2012, s. 4) määrittelee veron torjunnan olevan termi kaikelle lailliselle ja laittomalle verosuunnittelulle. Rikoslaisissa rangaistavaksi määritellyt keinot verojen optimoimiseksi on rajattu kokonaan pois tästä tutkielmasta.

3.6 Miksi verosuunnittelua tehdään?

Yrityksen eri sidosryhmillä on vaatimuksia ja odotuksia, jotka voivat olla ristiriidassa keskenään. Vastatakseen niihin yritykset usein suunnittelevat ennakolta verotettavan tulonsa. Suunnittelua tehdään esimerkiksi tilinpäätöstä laadittaessa. (Ihantola, Kuhanen & Leppänen, 2016, s. 112.) Tilinpäätös on olennainen osa verosuunnittelua, sillä kirjanpidolliset ratkaisut vaikuttavat osaltaan veroilmoituksessa ilmoitettaviin rahamääriin, vaikka verotettava voitto ja tilikauden voitto ovat usein eri suuruisia.

Toimitettava veroilmoitus perustuu lakiin. Laillisen pohjan tilinpäätökseen antavat kirjanpitolaki, kirjanpitoasetus ja osakeyhtiölaki. Verotukseen liittyvää lainsäädäntöä löytyy muun muassa tuloverolaista, varojen arvostamisesta verotuksessa annetusta laista, verotusmenettelystä annetusta laista ja laista oma-aloitteisen verojen verotusmenettelystä. Kirjanpitolainsäädännön soveltamiskysymyksissä kirjanpitovelvollinen voi hakea lausuntoa kirjanpitolautakunnasta ja verotusta koskevissa asioissa ennakkokannanottoa Verohallinnolta. Tilinpäätöstä koskevilla säännöksillä taataan yrityksen sidosryhmien tiedonsaanti. (Leppiniemi & Walden, 2009.)

Tilinpäätössuunnittelulla ei pyritä aina minimoimaan veroja, vaan tilinpäätössuunnittelussa on otettava huomioon yrityksen sidosryhmät, kuten osakkeenomistajat ja johtajat. Osakkeenomistajalla voi olla osingonjakovaatimus, jonka jakamista varten tarvitaan vapaata omaa pääomaa. (Ihantola ym., 2016, s. 112.) Lisäksi osakkeenomistaja tekee tilinpäätöksen perusteella päätelmiä yrityksen tulevasta taloudellisesta menestymisestä (Leppiniemi & Walden, 2009). Yrityksen johdolla puolestaan voi olla tulonnäyttämishalukkuus perustuen palkitsemisjärjestelmään. Tasaisen tuloksen näyttäminen voi olla hyödyllistä sijoittajien saamiseksi ja yrityksen imagon kannalta. (Ihantola ym., 2016, s. 112.) Osakkeenomistajat myös odottavat osinkojen pysyvän vähintään entisten suuruisina. Koska yrityksen nettovarallisuus vaikuttaa osakkeenomistajan henkilökohtaiseen verotukseen, niin osakkeenomistajan edun mukaista on pitää osakkeen matemaattinen arvo tasaisena. (Tomperi, 2013, s. 196.)

Kun yhteisöveroja maksetaan verosuunnittelun myötä vähemmän, niin yrityksen verosuunnittelulla voidaan luoda suurempia kassavirtoja osakkeenomistajille. Verosuunnittelun voi myös päätellä olevan eduksi osakkeenomistajille ja osakkeenomistajien hyväksymää siitä, että sitä on havaittavissa yrityksissä. Kun yrityksen hallinnointi ja laillinen perusta ovat vahvoja, niin verosuunnittelun keinoja olisi mahdotonta löytää, jos osakkeenomistajat eivät sitä hyväksyisi. (Shevlin, Lim, Lee & Goh, 2016.)

4 OSAKKEENOMISTAJAN SAAMA ARVO

Osakeyhtiölain (OYL 624/2006) 1:5.1 §:n mukaan osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Lisäksi OYL 1:8.1 §:ssä määritellään, että johdon tulee edistää yhtiön etua. Osakkeenomistaja saa tuottoa osingoilla ja sillä, että osakkeen arvo nousee (Nichols, 1998, s. 4). Osakkeenomistajat päättävät haluamastaan osingonjaosta yhtiökokouksessa. Yhtiöjärjestyksessä voi kuitenkin olla määriteltyä, että tietty osa tilikauden voitosta on pidettävä vapaan oman pääoman rahastossa, eikä sitä jaeta osinkoina. Yleisesti osakkeita voidaan vapaasti luovuttaa ja hankkia. Osakkeenomistaja ei siis ole velvoitettu pitämään osaketta hallussaan. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin säätää tästä toisin eli määrätä lunastus- ja suostumuslauseke osakkeiden ja osakkaaksi pyrkivien kontrolloimiseksi. Voiton tuottaminen osakkaalle ei aina tarkoita osingonmaksua, vaan sillä tarkoitetaan myös osakkeen arvon kasvua. Yritys voi käyttää esimerkiksi markkina-aseman vahvistamiseen keinoja, jotka eivät lyhyellä aikavälillä tuota voittoa osakkeenomistajille, mutta toimintaa on tarkasteltava keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Jos pitkällä aikavälillä toiminta ei pyri voiton tuottamiseen, niin johto voi joutua vahingonkorvausvastuuseen. (Immonen & Nuolimaa, 2017, s. 7–42.)

Osakkeenomistajan kokonaistuotto kertoo, kuinka paljon osakkeenomistajan portfolion arvo on kasvanut. Kokonaistuotto on yksi mittari, jolla osakkeenomistaja voi arvioida yrityksen johdon arvonluomiskykyä. Myös yritykseen kohdistuvat ostoyritykset kertovat osakkeenomistajalle yrityksen johdon arvonluomiskyvystä ja arvonluontiprosessien onnistuneisuudesta. Yritys, jonka johto ei onnistu maksimoimaan osakkeenomistajien tuottoa, voi olla ostoyrityksien kohteena. Tällöin tarjoaja huomaa mahdollisuudet suurempaan voittoon ja tekee ostotarjouksen. Tämä myös näkyy ostotarjouksen suuruudessa, sillä yrityksestä tarjotaan enemmän kuin sen nykyarvo on. (Clark & Neill, 2000, s. 4–27.)

Osakkeenomistaja voi kokonaistuottonsa perusteella päättää sen, mihin sijoittaa. Osakkeenomistajan vaatima tuotto lasketaan riskittömän sijoituskohteen koron ja vaaditun ylimääräisen tuoton summana. Ylimääräinen tuotto on osakkeenomistajien vaatima tuotto riskille, jonka he ottavat sijoittaessaan yritykseen. Riski on

yrittäjäkohtainen. Osakkeenomistaja voi hajauttaa eri osakkeiden riskit käyttämällä portfoliota, mutta yrityksen riski korreloi joissain määrin markkinoihin. Myös tämä yrityksen tuoton ja markkinoiden välinen korrelaatio sisältyy osakkeenomistajan tuottovaatimukseen. Koska osakkeenomistajan kokonaistuotto lasketaan odotetuista tulevaisuuden tuloista diskontattuna, niin osakkeenomistajan näkökulmasta ei ole kannattavaa pitää osakkeita hallussa, jos odotettu tuotto ei pysy vakaana tai kasva. Jos osakkeen tuotto-odotus ei ylitä valtion liikkeelle laskemien arvopapereiden korkoa, on tällöin sijoittajan näkökulmasta kannattavampaa sijoittaa lähes riskittömiin valtion liikkeelle laskemiin pitkäaikaisiin arvopapereihin. Jos jossain toisessa yrityksessä tuotto-odotus on suurempi, kannattaa osakkeenomistajan sijoittaa siihen yritykseen, josta osakkeenomistaja saa vastineen ottamalleen riskille. (Rappaport, 1998, s. 38–40.)

Osakkeenomistajan kokonaistuotto saadaan kasvuun maksimoimalla osakkeen arvo ja osingot. Yrityksen kyky maksimoida osakkeenomistajan tuottoa saadaan yrityksen potentiaalisen arvon ja nykyarvon erotuksena. Erotuksesta voidaan päätellä yrityksen suoriutumisen suhteessa muihin toimialan yrityksiin. Erotuksen perusteella voidaan myös arvioida, kuinka suuriin toimiin yrityksen johdon on ryhdyttävä maksimoidakseen arvoa. Mahdollisimman pieni ero on siis tavoiteltava osakkeenomistajan näkökulmasta. On kuitenkin yleistä, että yritykset eivät maksimoi arvoa, vaan todellisuudessa kasvattavat arvoa vain pienen osan mahdollisesta. Eroa kuitenkin syntyy jonkin verran väistämättä, sillä mahdollisuuksia avautuu koko ajan. Tärkeää on, että yrityksen johto aktiivisesti pyrkii kasvattamaan arvoa, huomaa mahdollisuudet ja ei esimerkiksi jätä tekemättä tärkeitä ja ajankohtaisia tuotelanseerauksia. (Clark & Neill, 2000, s. 3–6.)

Kun yritys saavuttaa maksimaalisen osakkeenomistajan arvon, niin osakkeenomistajat saavat enemmän voittoa, koko pääoman kustannus on pienempi ja myös oman pääoman kustannus pienenee. Siten yritys voi käyttää varoja myös esimerkiksi yritysostoihin. Kun osakkeenomistajan kokonaistuotto maksimoidaan, niin myös yritys hyötyy. Yritys saa esimerkiksi helpommin rahoitusta pääomamarkkinoilta. (Clark & Neill, 2000, s. 7–8.) Oman pääoman kustannuksen suuruutta ei ole määritelty missään sopimuksessa. Oman pääoman kustannus kuvaa sitä tuottoa, jonka osakkeenomistaja haluaa riskittömän sijoituskohteen tuoton lisäksi ottamalleen riskille. Yritykselle kannattavaa on antaa osakkeenomistajille tuottoa, jotta uusia

sijoittajia saataisiin houkuteltua ja vanhat osakkeenomistajat pitäisivät kiinni osakkeistaan. (Rappaport, 1998, s. 38.)

4.1 Oman pääoman kustannus ja osakkeenomistajan tuottovaatimus

Shevlinin ym. (2016) tutkimuksessa käytetään oman pääoman kustannuksen laskemiseen Lambertin, Leuzin ja Verrecchian (2007) kehittämää mallia. Lambertin ym. mallissa vaikuttavia tekijöitä ovat riskitön korko, kokonaismarkkinariskin toleranssi, odotetut tulevat kassavirrat ja yrityksen kassavirtojen ja markkinoilla kaikkien kassavirtojen kovarianssi. Jos yrityksen tulevat kassavirrat kasvavat vaikuttamatta kassavirtojen varianssiin tai kovarianssiin, pienenee yrityksen pääoman kustannus. Koska velkojen kustannus on ennakkoon määrätty, niin oman pääoman kustannus pienenee. (Lambert ym., 2007.)

Shevlin ym. (2016) löytävät tutkimuksessaan johdonmukaisia esimerkkejä osakeyhtiöistä, joissa yhtiön verosuunnittelun huomattiin aiheuttavan pienempää oman pääoman kustannusta. Verosuunnittelu vaikuttaa positiivisesti yrityksen kassavirtoihin, joten oman pääoman kustannus eli osakkeenomistajien vaatima tuotto sijoitukselle on pienempi. Toisaalta aggressiivinen verosuunnittelu voi nostaa yritykseen liittyvää riskiä ja aiheuttaa vaihtelua tulevissa kassavirroissa. Riskisyys ja vaihtelu kassavirroissa nostavat oman pääoman kustannusta. (Shevlin ym., 2016.) Toisaalta Heitzman ja Ogneva (2019) todistivat, että yritys voi vähentää oman pääoman kustannusta aggressiivisella verosuunnittelulla.

Shevlinin ym. (2016) tutkimuksessa osakeyhtiön verosuunnittelun ja pienemmän oman pääoman kustannuksen välinen yhteys on suurempi yhtiöissä, joissa ulkopuolinen valvonta on tehokkaampaa. Ulkopuolinen valvonta pienentää johdon oman edun tavoittelua, joka verosuunnitteluun myös liittyy. Myös yrityksissä, joissa tiedon laatu on parempi, huomattiin tutkimuksessa vahva positiivinen yhteys verosuunnittelun ja pienemmän oman pääoman kustannuksen välillä. Tämä johtuu siitä, että sijoittajat voivat paremmin arvioida tulevien kassavirtojen varianssia ja kovarianssia, joihin yrityksen verosuunnittelu vaikuttaa. Tulevaisuuden kassavirtoihin liittyvä epävarmuus on pienempi, kun tieto on luotettavaa, laadukasta ja antaa riittävän kuvan yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja tulevaisuudesta. Tiedon laatua voidaan

mitata johdon ennusteiden tarkkuudesta, siitä miten nopeasti tulosilmoitus annetaan ja siirtovelkojen ja -saamisten arvioinnin laadusta ja oikeellisuudesta. Tutkimuksessa havaitaan myös verosuunnittelun ja pienemmän oman pääoman kustannuksen välinen yhteys yrityksissä, joissa on suurempi todennäköisyys sille, että aiheutuneita verosäästöjä voidaan hyödyntää paremmin. Verosäästöjä voidaan näissä yrityksissä käyttää esimerkiksi rahoituksena yrityksen uusiin investointeihin. (Shevlin ym., 2016.)

Kuten Shevlin ym. (2016), myös Feng, Tian ja Habib (2019) löysivät todisteita siitä, että yrityksen osakkeen arvo korreloi aggressiivisen verosuunnittelun kanssa. Tämä johtuu Fengin ym. tutkimuksen mukaan yksinomaan tiedon saatavuudesta, luotettavuudesta ja laadusta. Kun ennusteet tulevista kassavirroista ja osingoista osuvat oikeaan, niin osakkeenomistajien on helppo arvioida osakkeen arvo sekä nykyhetkellä että tulevaisuudessa. Tutkimus on toteutettu tutkimalla kiinalaisia tutkimuksia. Kaikkia kiinalaisia empiirisiä tutkimuksia ei kuitenkaan voida suoraan soveltaa länsimaissa, eikä myöskään Suomessa, mutta niissä on kuitenkin arvokasta tietoa. Länsimaissa esimerkiksi on tarkempia vaatimuksia yritysten raportointia kohtaan. Esimerkiksi länsimaissa osakkeen arvo edustaa paremmin yrityksen todellista arvoa kuin Kiinassa. (Feng ym., 2019.)

Myös Tangin (2019) tutkimuksesta käy ilmi, että verosuunnittelulla on keskimääräisesti positiivinen vaikutus yrityksen arvoon. Verosuunnittelun vaikutukset kuitenkin riippuvat maa- ja yrityskohtaisista tekijöistä. Itsekeskeisyys, heikko lakien valvonta ja heikko yrityksen hallinnoiminen aiheuttavat sen, että osakkeenomistajat kokevat riskin siitä, että syntyneet verosäästöt ohjataan muualle sen sijaan, että ne palautuisivat osakkeenomistajalle. Myös maan kehittyvät markkinat ja lakien säädösoikeudellisuus ovat negatiivisia vaikuttajia. (Tang, 2019.) Lakien säädösoikeudellisuus pätee Suomessa, mutta Suomi ei UNDP:n (2020) mukaan ole kehittyvä maa, vaan teollisuusmaaksi laskettava muun muassa taloudellisen ja inhimillisen kehityksen perusteella. Tangin tutkimustulos siitä, että verosuunnittelu vaikuttaa positiivisesti yrityksen arvoon pätee vain 11 maassa.

4.2 Toimialan vaikutus osakkeenomistajan tuottovaatimukseen

Heitzman ja Ogneva (2019) tarkastelevat tutkimuksessaan sitä, miten verosuunnittelu yrityksen toimialalla vaikuttaa yksittäisen yrityksen oman pääoman kustannukseen. Toimialakohtaisuutta verosuunnitteluun tuovat esimerkiksi tietyt lisäverot, kannustimet ja verovähennykset. Yhdysvalloissa myös verosuunnittelupalveluita markkinoidaan toimialakohtaisesti. (Heitzman & Ogneva, 2019.) Yhdysvalloissa verolait ovat toimialakohtaisia ainakin enemmissä määrin kuin Suomessa. Suomessa kirjanpitoyrityksistä verosuunnittelupalveluita tarjoavat esimerkiksi KPMG, Grant Thornton ja Administer. Ne eivät kuitenkaan näyttäisi verkkosivujensa perusteella tarjoavan verosuunnittelua tiettyyn toimialaan keskittyen, vaan lupaavat asiantuntevaa verosuunnittelupalvelua kaikille toimialoille (Administer, 2020; Grant Thornton, 2020; KPMG, 2020). Verojen välttäminen on yksi harmaan talouden muodoista. Varsinkin työvoimavaltaisilla aloilla esiintyy harmaata taloutta. Rakennus-, majoitus-, ravitsemis- ja kuljetusala ovat tyypillisiä esimerkkejä tällaisista aloista. (Verohallinto, 2011.)

Heitzman ja Ogneva (2019) onnistuivat löytämään todisteita siitä, että yrityksen toimialalla on merkitystä. Aloilla, joilla verosuunnittelua käytetään enemmän ja aggressiivisemmin, joutuvat kaikki yritykset kohtaamaan merkittävästi korkeamman osakkeenomistajien tuottovaatimuksen. Yksittäisen yrityksen verosuunnitteluaktiivisuudella ei ole merkitystä, sillä tutkimuksen tulos ulottuu myös niihin, jotka eivät ole aktiivisia verosuunnittelijoita. Yksittäisen yrityksen aggressiivinen verosuunnittelu johtaa kuitenkin alempaan osaketuottoon. Yksittäinen yritys ei kuitenkaan voi kumota toimialan verosuunnittelun aiheuttamaa suurempaa tuottovaatimusta, vaikka se käyttäisikin aggressiivisia verosuunnittelun keinoja. Toimialalla vallitsevan verosuunnittelun vaikutus on jopa kahdeksankertainen yksittäisen yrityksen verosuunnittelun vaikutukseen verrattuna. Toimialan verosuunnittelu altistaa sijoittajan riskille, jota ei voida hajauttaa portfolioilla. Sen takia osakkeenomistajat vaativat korkeampaa riskipreemiota. (Heitzman & Ogneva, 2019.)

5 AGENTTIKUSTANNUKSET

Agenttiongelman syntyy, kun yrityksen johdolla on osakkeenomistajien tavoitteista poikkeavia tavoitteita, eikä osakkeenomistajilla ole täydellistä kontrollia yrityksen johdosta. Siksi yrityksen johto päätyy toimimaan oman etunsa mukaisesti. (Rappaport, 1998, s. 3.) Agenttiongelmia vähentää Rappaportin (1998, s. 3–4) mukaan se, että yrityksen johdolla on suhteellisen suuri omistus yrityksestä ja se, että johdon palkitsemisjärjestelmä on sidottu osakkeenomistajan tuottoon. Puolestaan Marianin (2018) mukaan agenttiongelmia syntyy, koska pienemmällä sijoittajilla ei ole äänivaltaa yrityksen toiminnassa, joten he joutuvat tyytymään päätöksiin, joita muut tekevät. Näillä päätöksillä voi olla vaikutusta osakkeenomistajan henkilökohtaiseen verotukseen esimerkiksi odotettua suuremman osingon muodossa. Tähän joukkoon voi kuulua myös yrityksen johtoa, jonka palkitsemisjärjestelmässä annetaan yrityksen osakkeita vastineena hyvästä suorituksesta. Koska verosuunnittelupäätöksiä on tekemässä yrityksen johto, niin osaltaan he voivat myös vaikuttaa itselleen suotuisien veroseuraamusten saamiseen. Yrityksen johdolle suotuisimmat päätökset eivät kuitenkaan aina ole kaikista paras vaihtoehto suurimmalle sijoittajalle. (Marian, 2018.)

Suomessa OYL 1:8.1 §:n mukaan osakeyhtiön johtoa velvoitetaan toimimaan huolellisesti ja edistämään osakeyhtiön etua. Yrityksen johdon tulee siis toimia osakkeenomistajien kollektiivista etua edistäen ja omaa etua tavoittelematta, tai ilman muita sivuvaikutuksia. Jos yrityksen johto ei toimi huolellisesti, voi seurauksena olla vahingonkorvausvastuuseen joutuminen. (Immonen & Nuolimaa, 2017, s. 7.) Kuten kaikki muutkin ihmiset, myös johtajat voivat kuitenkin ajaa omaa etuaan. Tämän mahdollistaa se, ettei osakkeenomistajilla ole täydellistä kontrollia johtajista. (Rappaport, 1998, s. 3.) Johtajaa voi olla kuitenkin vaikea syyttää oman edun tavoittelusta. Johtaja voi puolustukseksi väittää, että liiketoimet, omaisuuden hallussapito tai päätös voiton kirjaamatta jättämisestä tehtiin yrityksen parasta ajatellen. Johdon oman edun tavoittelusta voi olla vaikea löytää pitävää näyttöä, sillä osakkeenomistajat alkavat epäillä toimintaa vasta jälkepäin. Johtajan henkilökohtainen verotus kuitenkin todennäköisesti vastaa jotain ryhmää osakkeenomistajista, mutta samalla se on toisen osakkeenomistajaryhmän, kuten verovapaudesta nauttivien osakkeenomistajien vastainen. Siksi kaikkia johdon päätöksiä voitaisiin kritisoida siitä, ettei niillä yritetä maksimoida osakkeenomistajan

arvoa. (Kanda & Levmore, 1991.) Fengin ym. (2019) tutkimuksen mukaan aggressiivinen verosuunnittelu helpottaa johdon oman edun tavoittelua vaikeaselkoista raportointia hyväksikäyttäen. Fengin ym. tutkimuksessa pohjana on se, että yrityksen johdolla on aggressiivisen verosuunnittelun takia motiivi manipuloida ilmoitettuja tuloja, pitää tietoa yrityksen sisällä ja tehdä yrityksen raporteista sijoittajille vaikeaselkoisia.

Päätös verosuunnittelusta riippuu yritystason tekijöistä sekä toimitusjohtajan ja yrityksen verojohtajan palkitsemisjärjestelmistä. Agenttiongelman aiheuttama moraaliriski on yrityskohtainen, sillä se riippuu esimerkiksi omistusrakenteesta ja omistuksen ja kontrollin välisestä kuilusta. (Jacob ym., 2019.) Johtaja, joka hallitsee yrityksen verosuunnittelua ja toimii samalla vähemmistöön kuuluvana osakkeenomistajana, voi saada tietyn summan rahaa agenttiongelman ratkaisemiseksi ja henkilökohtaisen verokustannuksen kompensoimiseksi. Tämä on yrityksen varoista maksettu kustannus, joka pienentää loppujen lopuksi osakkeenomistajille suuntautuvaa kassavirtaa. Koska osakkeenomistajat odottavat kuitenkin saavansa verosuunnittelusta vieläkin suuremman hyödyn, on se kannattavaa. (Marian, 2018.)

Gallemoren ym. (2019) tutkimuksesta selviää, että ainoastaan talousjohtaja joutuu kärsimään verosuunnittelun kustannuksista, kun tarkastellaan yrityksen eri johtajien tuottoja. Tutkimuksessa talousjohtajan tulot ovat sekä verosuunnittelua harjoittaneissa että kontrolloityrityksissä samalla tai lähes samalla tasolla ennen ja jälkeen verosuunnittelu-uutisten julkistusta, joskin niiden jälkeen hieman suuremmat kuin kontrolliryhmässä. Talousjohtajan tuotto verosuunnittelun paljastumisvuonna on kuitenkin huomattavasti alempi kuin kontrolliryhmässä. Toimitusjohtajan puolestaan huomattiin saavan huomattavasti suurempaa tuottoa sekä ennen verosuunnittelun paljastumista että paljastumisvuonna. (Gallemore ym., 2014.) Jacob ym. (2019) huomauttavat tutkimuksessaan, että jos toimitusjohtaja voi merkittävästi kasvattaa tulosta verosuunnittelulla, ovat johdon palkitsemiskustannukset vähäpätöisempiä kuin mahdolliset maine- ja poliittiset kustannukset, joita yritykselle voi verosuunnittelusta seurata.

Shevlinin ym. (2016) mukaan agenttiongelman liittyvät riskit eivät ole suurempia kuin verosäästöjen tuomat hyödyt. Osakkeenomistaja hyötyy verosuunnittelusta

odotettavissa olevien kassavirtojen kasvamisen myötä. Toisaalta osakkeenomistajilla on myös vaikutusmahdollisuuksia agenttiongelman pienentämiseksi ja siten myös oman pääoman kustannukseen. Esimerkiksi yrityksen hyvällä hallinnoinnilla, tehokkaalla ulkopuolisella valvonnalla ja vaatimalla laadukasta tietoa voidaan tehokkaasti pienentää agenttiongelman aiheuttamaa riskiä ja johdon oman edun tavoittelua. Hyvin hallinnoitu yritys, ulkopuolinen valvonta ja laadukas tieto voidaan yhdistää pienempään oman pääoman kustannukseen. Heikosti hallinnoituissa yrityksissä agenttiongelmien riskit johtavat kasvaneeseen oman pääoman kustannukseen. (Shevlin ym., 2016.) Kandan ja Levmoren (1991) mukaan puolestaan yrityksen voitosta maksettava yhteisövero pienentää agenttiongelmia. Sekä johtajan että osakkeenomistajan edun mukaista on, että yrityksen johto pyrkii maksimoimaan yrityksen voiton (Kanda & Levmore, 1991).

Desain ja Dharmapalan (2006) mukaan osakkeenomistajat voivat olla verosuunnittelua vastaan, koska se voisi helpottaa johdon oman edun tavoittelua. Myös Abdul Wahab ja Holland (2012) löysivät tutkimuksessaan todisteita siitä, ettei verosuunnittelu ole osakkeenomistajien arvostamaa. Verosuunnittelulla on jopa arvoa laskeva vaikutus. Tutkimuksessa löydettiin johdonmukainen negatiivinen yhteys verosuunnittelun ja yrityksen arvon välillä. Tulokset ovat osoitus agenttiongelmista ja -kustannuksista, sillä tiedon epäsymmetria johtaa moraaliongelmiin tai niiden pelkoon. (Abdul Wahab & Holland, 2012.) Tämän lisäksi Desain ja Dharmapalan (2009) tutkimus osoittaa sen, että agenttiongelmien pienentävät osakkeenomistajien saamaa hyötyä, johon yrityksen verosuunnittelulla pyritään. Yrityksen hallinnointi ja johdon ja osakkeenomistajien roolien tarkka määrittely vaikuttaa siihen, miten paljon verosuunnittelusta on hyötyä osakkeenomistajille. Tutkimuksessa verosuunnittelun vaikutusta yrityksen arvoon oli vaikea löytää. Hyvin hallinnoitun yrityksen verosuunnittelu vaikuttaa kuitenkin yrityksen arvoon positiivisemmin kuin heikosti hallinnoitun yrityksen verosuunnittelu. (Desai & Dharmapala, 2009.) Abdul Wahab ja Holland esittävät myös todisteita siitä, että tutkimustulosta selittää se, että tulo on laskennallisesti voittoa, mutta ei verotettavaa tuloa. Tällöin syntyvät suurimmat mahdolliset verohyödyt, mutta samalla korkeimman tason riski ja potentiaaliset kustannukset tulevat mukana (Abdul Wahab & Holland, 2012).

6 MAINEKUSTANNUKSET

Grahamin, Hanlonin, Shevlinin ja Shroffin (2014) tutkimuksessa johtajat ovat asettaneet mainekustannukset toiseksi suurimmaksi pelon aiheeksi verosuunnittelua koskien. Mainekustannuksia voi aiheuttaa esimerkiksi se, että yrityksen asiakkaat pitävät verosuunnittelun mainetta negatiivisena vaikuttimena ostopäätökseen (Campbell & Helleloid, 2016). Asiakkaat ovat pitkällä aikavälillä kestävän kassavirran lähteitä, joten ilman asiakkuussuhteita ei myöskään osakkeenomistajalle voida luoda arvoa (Rappaport, 1998, s. 8). Myös yrityksen yhteiskuntavastuun kannalta on hyvä muistaa, että toiminnassa tulee ottaa huomioon yrityksen sidosryhmien perustellut odotukset ja reagoida niihin oikeassa mittakaavassa muistaen, että mediassa ja julkisessa keskustelussa tapahtuu myös ylilyöntejä (Knuutinen, 2015). Mainekustannuksien suuruutta arvioidessa on hyvä muistaa, että mediassa käytetään usein termiä veronkierto kuvaamaan myös lainvastaista toimintaa eli veropetoksia (Knuutinen, 2012, s. 7), mikä voi puolestaan vaikuttaa yrityksen imagoon.

Verosuunnittelun mainekustannuksia on tutkittu myös veronkierron ja aggressiivisen verosuunnittelun kautta. Esimerkiksi Gallemoren ym. (2014) tutkimuksessa keskitytään tutkimaan äärimmäistä verojen minimointia käyttäneitä yrityksiä. Gallemore ym. tutkimuksessa oletuksena on, että näistä yrityksistä sidosryhmillä ja viranomaisilla olisi mahdollista muodostaa negatiivinen kuva ja siten aiheuttaa mainekustannuksia. Tulokset ovat kuitenkin yleistettävissä koskemaan kaikkea verosuunnittelua, koska on epätodennäköistä, että tavallisemmat verosuunnittelun keinot aiheuttaisivat enempää mainekustannuksia kuin epätavalliset ja keinotekoiset keinot. (Gallemore ym., 2014.)

Mainekustannukset voivat vaikuttaa sekä yrityksen nykyhetkeen että tulevaisuuteen (Campbell & Helleloid, 2016). Campbell ja Helleloid osoittavat, että veroja minimoidessaan yrityksen on otettava huomioon yrityksen strategia ja kaikki sidosryhmät. Julkisesti itseään vastuulliseksi yritykseksi markkinoinut Starbucks-ketju Isossa-Britanniassa osoittautui verojen välttelijäksi. Yritys kärsi mainekustannuksia, sillä asiakkaiden ostokäyttäytymisen seurauksena yritys menetti myyntituloja. Lisäksi yritys maksoi vapaaehtoisia veroja Isossa-Britanniassa ja jätti käyttämättä verovähennyksiä seuraavina vuosina. (Campbell & Helleloid, 2016).

Puolestaan Gallemore ym. (2014) eivät tutkimuksessaan löytäneet sellaisia verosuunnittelun vaikutuksia myyntiin ja liikevaihtoon, joihin ei yrityksessä olisi voitu vaikuttaa tai jotka eivät olleet normaalin vaihtelun puitteissa.

Hardeckin ja Hertlin (2014) tutkimuksen mukaan yrityksen yhteiskuntavastuullisena näkemisen lisäksi asiakkaiden oma moraalinen ja mielipide verosuunnittelusta vaikuttavat yrityksen maineeseen. Aggressiivisen verostrategian seurauksena yrityksen maine asiakkaiden keskuudessa huononee, eikä yrityksen tuotteista haluta maksaa. Puolestaan vastuullista verosuunnittelua noudattavien yritysten maine on hyvä ja tuotteita halutaan ostaa. Tässä tutkimuksessa kuitenkin uutiset eivät olleet todellisia, vaan tutkimusta varten keksittyjä ja vastaajina ei ollut asiakkaita, vaan opiskelijoita. (Hardeck & Hertl, 2014.)

Blaufus ym. (2019) ovat todistaneet Hardeckin ja Hertlin (2014) hypoteettista testiä todellisuudessa ja havainneet samankaltaisia tuloksia. Blaufus ym. ovat tutkineet osakemarkkinoiden reaktiota sanomalehdissä julkaistuihin uutisiin yritysten verosuunnittelusta. Tutkimuksesta käy ilmi, että verosuunnittelun laillisuudella on merkitystä. Laillisuus rajoittaa veron torjunnan vaikutuksia yrityksen arvoon ja siten myös osakkeenomistajien kohtaamiin seuraamuksiin. Tutkimuksessa ero laillisen ja laittoman veron torjumisen välillä on vedetty rikosoikeudellisen käytännön mukaan. Osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti laittomaan veron torjuntaan, kun taas lailliseen verosuunnitteluun reaktio oli neutraali. Matalan veroriskin omaavilla yrityksillä osakemarkkinoiden reaktio lailliseen verosuunnitteluun oli jopa positiivinen, sillä osakkeen arvo kasvoi noin 1,29 %. Laillisessa verosuunnittelussa osakemarkkinoiden neutraaliutta aiheuttaa se, että osakemarkkinoilla toimivat eivät odota verosuunnitteluun liittyvien agentti- ja mainekustannusten olevan suurempia kuin verosuunnittelun hyödyt. (Blaufus ym., 2019.)

Kuten Blaufus ym. (2019), niin myös Gallemore ym. (2014) löysivät myös todisteita verosuunnittelun ja osakkeen hinnanlaskun välillä, mutta vaikutus rajoittui lyhyelle aikavälille. Pitkällä aikavälillä tutkimuksessa verosuunnittelulla ei todistettu olevan vaikutusta osakkeen arvoon, vaan osakkeen hinta nousi verosuunnittelu-uutisen jälkeen kuukaudessa takaisin entiseensä. Tutkimuksessa otettiin huomioon yrityksen johdolle aiheutuvat kustannukset, vaikutus myyntiin ja veronviranomaisten

selvityksen alaiseksi joutumisen mahdollisuus osana mainekustannuksia. (Gallemore ym., 2014.)

Vaikka Suomessakin verotarkastuksen kohteeksi joutuminen on mahdollista (Verohallinto, 2019), kun veroviranomaiset alkavat epäillä veronkiertoa, Gallemore ym. (2014) eivät tutkimuksessaan löytäneet viitteitä siitä, että tällainen mainekustannus olisi yrityksissä huomioon otettava riski. Veronkiertouutisten jälkeen yritysten efektiivinen veroprosentti nousisi lähemmäksi yhteisöveroprosenttia, jos yritykset huomioisivat riskin joutua verotarkastuksen kohteeksi. Tällaista ei tutkimuksessa kuitenkaan havaita. (Gallemore ym., 2014.)

Vaikka Gallemore ym. (2014) eivät tutkimuksessaan löytäneet mainekustannuksia, jotka voisivat vaikuttaa yrityksen verosuunnitteluun, niin esittävät he kuitenkin teorioita, jotka tukevat sitä, että mainekustannuksia voi silti olla olemassa. Koska liikutaan laillisen ja laittoman veron torjunnan välillä, voi veroviranomainen katsoa järjestelyn lailliseksi. Tällöin verotarkastuksen kohteeksi joutuminen ei aiheuta mainekustannuksia. Yritykset kohtaavat myös muita riskejä, kuten likviditeettiriski, kilpailuun liittyvät riskit ja rahoitusriskit, joten verosuunnitteluun liittyvät mainekustannukset eivät välttämättä ole merkittäviä liikekumppaneille. On myös mahdollista, että yritykset, jotka ovat immuuneja veronkierron seuraamuksille, käyttävät verosuunnittelun keinoja hyödyksi enemmän kuin ne, joilla on mahdollista kohdata mainekustannuksia. (Gallemore ym., 2014.)

7 OSAKKEENOMISTAJAN VEROTUS

Osakkeenomistaja saa tuottoa osingoilla ja myymällä osakkeita (Nichols, 1998, s. 4). Tuloverolain (TVL 1535/1992) 1:1.2 §:n mukaan tällöin osakkeenomistaja joutuu maksamaan pääomatuloistaan veroa. Osakkeenomistajien haluamat veroseuraamukset vaihtelevat ja osakkeenomistajalle koituvat verokustannukset riippuvat tämän henkilökohtaisesta verotuksesta (Marian, 2018).

Osakkeenomistajien saamien osinkojen verotus määrätään laeissa. Suomessa esimerkiksi elinkeinoverolain (EVL 360/1968) 1:6a.1 §:n mukaan julkisen osakeyhtiön saama osinko kotimaiselta tai EU:ssa sijaitsevalta julkiselta osakeyhtiöltä on verovapaata tuloa. Myös sijoitusrahastot ovat verovapaita saamistaan osingoista (TVL 3:20a §). Jos listaamaton osakeyhtiö saa osingon listatusta yhtiöstä, on osinko veronalaista tuloa ja siitä maksetaan yhteisöverokannan mukaan 20 % veroja, ellei omistusosuus listatusta yhtiöstä ole vähintään 10 % (EVL 1:6a.1 §). Yksityishenkilön osinkotulojen verotus määritellään tuloverolaissa. Yksityishenkilö maksaa osinkoja saadessaan pääomatuloveron, joka on 30 % 30 000 euroon asti ja sen ylittävästä osasta 34 %. Pörssiyhtiöstä saadusta osingosta 85 % on veronalaista pääomatuloa. Listaamattomasta osakeyhtiöstä saadusta osingosta 25 % on veronalaista tuloa ja 75 % verovapaata tuloa siihen määrään asti, joka katsotaan 8 % tuotoksi osakkeen matemaattisesta arvosta laskettuna. Jos osingonjako perustuu osakkaan työpanokseen, kohtaa yksityishenkilö listaamattomien osakeyhtiöiden osalta myös ansiotuloverotuksen. Myös osakkeiden myyntituloja verotetaan pääomatuloveroprosentin mukaan. (TVL 2:33a–d §; TVL 1:124 §.)

Verot, joita yrityksen toimista seuraa osakkeenomistajalle ovat erisuuruisia ja riippuvat osakkeenomistajan veroprosentista. Näin jotkut pääsevät hyötymään yrityksen verosuunnittelusta ja osa osakkeenomistajista taas kokee merkittäviäkin tappioita. Paras asema on osakkeenomistajilla, joille osinkotulot ovat verovapaita. Verovapaudesta nauttivat osakkeenomistajat voivat usein olla suurimpia ja äänivaltaisia osakkeenomistajia. Äänivaltaisina osakkeenomistajina he hyväksyvät toimenpiteitä, jotka voivat kasvattaa esimerkiksi yrityksen osingonjakokelpoista voittoa. Suuremmat osingot tarkoittavat esimerkiksi yksityishenkilölle suurempaa henkilökohtaista verokustannusta. Näin päädytään tilanteeseen, jossa verosuunnittelu

ei ole pareto-optimaalista. Yrityksen verosuunnittelu tuo siis isomman tuoton yhdelle osakkeenomistajajoukolle, mutta lopuille verosuunnittelulla saatu isompi tulos aiheuttaa lisää henkilökohtaisia verokustannuksia. Myös aiemmin agenttikustannusten yhteydessä käyty osakkeenomistajien päättämä maksu johtajalle aiheuttaa suhteessa pienemmän kustannuksen osinkojen verovapaudesta nauttivalle osakkeenomistajalle. Osakkeenomistajalle suuntautuva kassavirta on siis maksun myötä pienempi ja lisäksi osakkeenomistaja maksaa saamastaan osingosta veroa. (Marian, 2018.)

Yritystason päätökset voivat johtaa tilanteisiin, joista aiheutuu verokustannuksia osakkeenomistajalle (Marian, 2018). Marian antaa esimerkiksi yritysten fuusion, jossa osakkeenomistaja vaihtaa vanhat osakkeet uusiin, fuusioituneiden yhtiöiden osakkeisiin. Yhdysvaltojen verotuksen mukaan tämä voi olla osakkeenomistajalle veronalaista (Marian, 2018), mutta Suomessa yritysjärjestelydirektiivin mukaan toteutetuista yritysjärjestelyistä ei tule veroseuraamuksia osakkeenomistajalle (Verohallinto, 2020).

Vaikka laki sanelee osakkeenomistajien verotuksen, pystyy jokainen osakkeenomistaja kuitenkin vaikuttamaan sijoituspäätöksillään omaan henkilökohtaiseen verotukseensa. Sijoittajista ne, jotka maksavat veroa saamistaan osingoista voivat sijoittaa yhtiöihin, jotka harvoin jakavat osinkoa. Tällöin verokustannus realisoituu vasta kun osakkeet myydään. Veron ajankohtaan pystyy siis vaikuttamaan, kuten myös tuottoon, sillä osakkeen myymisen ajankohdasta voi päättää. Verovapaudesta nauttivat sijoittajat voivat puolestaan suosia osinkoja maksavia yhtiöitä. (Kanda & Levmore, 1991.)

8 VEROSUUNNITTELUN SEURAUKSET KAIVOSALALLA

Verosuunnittelun avulla pyritään ottamaan huomioon eri sidosryhmien vaatimukset. Osakkeenomistajan näkökulmasta se tarkoittaa esimerkiksi sitä, että osingonjakovaatimukseen vastataan ja osingot pidetään tasaisina tai kasvavina. (Ihantola, ym., 2016 s. 112; Tomperi, 2013, s. 196.) Verosuunnittelulla saadaan aikaan positiivisia kassavirtoja yritykselle ja osakkeenomistajille (Shevlin ym., 2016). Näistä voidaan vetää johtopäätös, että verosuunnittelusta voi olla hyötyä osakkeenomistajalle. Tasaisen tai kasvavan kassavirran seurauksena osakkeen arvo voi nousta ja osingot pysyä tasaisina tai kasvavina. Toisaalta aiemmin esitellyissä tutkimuksissa on esitetty, että verosuunnittelulla voi myös olla negatiivinen vaikutus esimerkiksi kassavirtoihin ja osakkeen arvoon. Aiemmin esitellyt teoriat osoittavat, että verosuunnittelun mahdollisia seurauksia ovat agenttikustannukset, mainekustannukset ja osakkeenomistajan tuottovaatimuksen muutos, jota voidaan tutkia myös yrityksen oman pääoman kustannuksen kautta.

Finér ja Ylönen (2017) esittelevät tutkimuksessaan Suomessa toimivien kaivosten omistusrakenteita. Uudelleenjärjestelyt, holdingyhtiöt ja yritysostot ovat mahdollistaneet monimutkaiset omistusrakenteet. Omistusrakenteet on tehty monimutkaisiksi, koska tarkoituksena on veronkierto esimerkiksi holdingyhtiöiden kautta, konsernin sisäisillä lainoilla ja hyödyntämällä niin kutsuttuja veroparatiiseja eli matalamman verotuksen maita. Aggressiivisten keinojen lisäksi kaivosyhtiöissä tehdään myös vero-oikeudellisesti hyväksyttyä verosuunnittelua, kuten tappioiden vähentämistä. (Finér & Ylönen, 2017.)

Agenttiongelmien voivat pienentää osakkeenomistajan verosuunnittelusta saamaa hyötyä (Desai & Dharmapala, 2009). Rappaportin (1998, s. 3) mukaan agenttiongelmia aiheuttaa se, ettei osakkeenomistajilla ole täydellistä kontrollia yrityksen johdosta. Osakeyhtiö yritysmuotona ja monimutkainen omistusrakenne kaivosyhtiössä viittaavat siihen, että osakkeenomistajilla ei ole täydellistä kontrollia yrityksen johdosta. Siksi on mahdollista, että kaivosalalla esiintyy agenttiongelmia, jotka vaikuttavat osakkeenomistajan verosuunnittelusta saamaan hyötyyn.

Adam, Fernando ja Salas (2017) ovat tutkineet, että kaivosalalla johtajilla on omistusosuuksia yrityksistä. Ristiriitaisia tutkimustuloksia on siitä, pienentääkö omistusosuus agenttiongelmia (Rappaport, 1998, s. 3–4) vai aiheuttaako se lisäkustannuksia osakkeenomistajille (Marian, 2018). Lisäksi aggressiivinen verosuunnittelu Fengin ym. (2019) mukaan helpottaa johdon oman edun tavoittelua. Omistusosuuksien ja aggressiivisen verosuunnittelun myötä kaivosalalla voi esiintyä johdon oman edun tavoittelua, jolla voi olla negatiivinen vaikutus osakkeenomistajan saamaan tuottoon.

Marianin (2018) mukaan se, että johtajat omistavat yrityksen osakkeita voi aiheuttaa lisäkustannuksia yritykselle. Lisäksi, jos johto tavoittelee omaa etuaan, niin Marianin mukaan muiden osakkeenomistajien etua ei ajeta. Marianin tutkimus perustuu siihen, että johtajat hakevat itselleen suotuisia veroseuraamuksia toimiessaan osakkeenomistajina. Kun ajatellaan suomalaisen osakkeenomistajan näkökulmasta, niin voidaan huomata, että tuloverolaki asettaa johtajat osakkeita omistavina yksityishenkilöinä eri asemaan kuin esimerkiksi osakeyhtiöt. Tämä tukee Marianin tutkimustuloksen paikkansapitävyyttä yleisesti Suomessa, joten myös kaivosala lukeutuu mukaan.

Vaikka edellä on esitetty Marianin (2018) tutkimuksen paikkansapitävyys Suomessa, niin on huomattava, että ristiriitojakin esiintyy. OYL 1:8.1 §:n mukaan johto ei saa edistää omaa etuaan ja OYL 1:5.1 §:n mukaan osakeyhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Vaikka johtaja ei saa edistää omaa etuaan, niin Kanda ja Levmore (1991) ovat perustelleet, että sitä voi silti tapahtua, eikä vahingonkorvausvastuuseen joutuminen ole todennäköistä. Lisäksi johdon oman edun tavoittelun mahdollisuutta pohdittaessa on myös otettava huomioon, että Rappaportin (1998, s. 3–4) mukaan johtajien omistusosuudet yrityksestä voivat pienentää agenttiongelmia. Yksiselitteistä lopputulosta ei siis voida tässä tutkielmassa niiden osalta esittää. Mahdollisuus siihen, että Suomessa kaivosalalla esiintyy johdon oman edun tavoittelua, on kuitenkin olemassa. Se puolestaan voi aiheuttaa kassavirtojen pienenemistä tai lisäkustannuksia, jotka vaikuttavat osakkeenomistajan saamaan tuottoon.

Verosuunnittelun vaikutuksesta oman pääoman kustannukseen löytyy toistensa kanssa ristiriidassa olevia tutkimustuloksia. Shevlinin ym. (2016) tutkimuksen tulos on, että

verosuunnittelu aiheuttaa pienempää oman pääoman kustannusta. Myös Heitzman ja Ogneva (2019) esittävät, että aggressiivisella verosuunnittelulla yritys voi vähentää oman pääoman kustannusta. Toisaalta Shevlin ym. esittävät myös, että aggressiivinen verosuunnittelu voi myös kasvattaa yritykseen liittyvää riskiä. Verosuunnittelun aiheuttama riskisyyden nousun voidaan tulkita olevan sijoittajasta riippuen hyvä tai huono asia. Toisaalta isompi riski tarkoittaa mahdollisuutta isompaan tuottoon, mutta samalla osakkeenomistajalla on suurempi todennäköisyys myös menettää sijoittamansa varat kokonaan tai osittain. Riskiä karttava osakkeenomistaja voi pitää kasvanutta riskiä liian suurena omaan mieltymykseensä, jolloin tämä voi esimerkiksi päätyä myymään osakkeet itselleen tappiollisella hinnalla. Osakkeenomistajan samaa voittoa kasvaa, kun yrityksen oman pääoman kustannus nousee. Riskisyyden nousu aiheuttaa sen, ettei yrityksen oman pääoman kustannuksen kasvu ole osakkeenomistajan näkökulmasta yksiselitteisesti vain joko hyvä tai huono asia, vaan riippuu jokaisen sijoittajan henkilökohtaisesta riskinsietokyvystä.

Tangin (2019) tutkimus selittää maakohtaisilla tekijöillä ristiriitaisuuksia verosuunnittelun vaikutuksesta oman pääoman kustannukseen. Tekijöitä Tangin mukaan ovat esimerkiksi itsekeskeisyys, heikko lakien valvonta, lakien säädösoikeudellisuus ja maan kehittyvät markkinat. Lisäksi Tangin mukaan verosuunnittelulla on positiivinen vaikutus yrityksen arvoon 11 maassa ja 33 maassa vastaavaa yhteyttä ei ole. Negatiivinen yhteys löydettiin Tangin tutkimuksessa vain Venäjällä ja Turkissa. Lisätutkimusta kuitenkin tarvitaan siitä, onko Tangin tutkimuksella se vaikutus, ettei esimerkiksi tietyissä maissa tuotettuja tutkimuksia voida soveltaa Suomessa.

Yrityksen hallinnoinnilla on osoitettu olevan merkitys siihen, mitä yrityksen verosuunnittelusta seuraa. Shevlinin ym. (2016) tutkimuksissa havaitaan yrityksen johdon tehokkaan valvomisen vaikuttavan siihen, miten verosuunnittelu vaikuttaa yrityksen arvoon. Tämä siis vaihtelee yrityskohtaisesti. Monimutkainen omistusrakenne kaivosalan yrityksissä ei kuitenkaan takaa sitä, että osakkeenomistajilla olisi mahdollisuuksia valvoa tarkasti yrityksen johtoa. Siksi kaivosalan yrityksissä on olemassa mahdollisuus, että verosuunnittelu vaikuttaa negatiivisesti yrityksen arvoon. Valvonta voi tulla myös ulkopuoliselta taholta, mutta se voi aiheuttaa lisäkustannuksia, jotka pienentävät osakkeenomistajan tuottoa.

Osakkeenomistajalla on yrityksen hyvän hallinnoinnin eli johtajien ja osakkeenomistajien roolien ja suhteiden määrittelyn lisäksi mahdollisuus vaikuttaa siihen, miten yrityksen verosuunnittelu vaikuttaa osakkeenomistajaan. Jos kärsitään agenttiongelmissä ja johto omistaa yrityksen osakkeita, voidaan johdon oman edun tavoittelua välttää sillä, että maksetaan tietty summa johtajille, jotta nämä tekisivät niin kuin muille osakkeenomistajille on edullista. Tällä tarkoitetaan sitä, että yrityksen varoista maksetaan johtajalle aiheutuvan henkilökohtaisen verokustannuksen kompensoimiseksi tietyn suuruinen summa. Seurauksena yrityksen kassavirta pienenee tämän verran, mutta toisaalta osakkeenomistajat odottavat hyötyvänsä enemmän kuin maksettu summa on. (Marian, 2018.) Lisäksi johtajat ovat vahingonkorvausvastuussa (Immonen & Nuolimaa, 2017, s. 7), joten osakkeenomistajat voivat hakea korvauksia, jos johto ei ole toiminut huolellisesti.

Yrityksen yhteiskuntavastuun näkökulmasta yrityksen on otettava huomioon eri sidosryhmien perustellut vaatimukset ja reagoida niihin (Campbell & Helleloid, 2016; Knuutinen, 2015). Mainekustannuksia voivat aiheuttaa niin asiakkaat kuin osakemarkkinatkin (Blaufus ym., 2019; Campbell & Helleloid, 2016). Campbell ja Helleloid päättelevät yritykselle koituvan mainekustannuksia seurauksena asiakkaiden ostopäätöksen muutoksesta, kun verosuunnittelu-uutiset tulevat julki. Campbellin ja Helleloidin tutkimuksessa tarkastellaan kuitenkin yritystä, joka on suoraan tekemisissä kuluttajien kanssa. Koska kaivosyhtiö on raaka-aineen tuottaja, ja kaivosmineraalit menevät jatkojalostettavaksi, niin kaivosyhtiön asiakkaat eivät ehkä ole loppukäyttäjiä. Näiden tietojen valossa kaivosalalla asiakkaat eivät välttämättä aiheuta mainekustannuksia ostokäyttäytymistä muuttamalla. Tätä tukee myös se, että Gallemoren ym. (2014) tutkimuksessa todettiin, ettei maineella ole vaikutusta myyntiin ja liikevaihtoon.

Mainekustannusten osalta Blaufus ym. (2019) ovat tutkineet, että osakemarkkinoiden reaktio lailliseen verosuunnitteluun on neutraali ja laittomaan negatiivinen. Lisäksi edellä esitettiin, että asiakkaat eivät välttämättä realisoi mainekustannuksia yritykselle. Yksiselitteisesti tätä ei voida kuitenkaan todeta. Joitain mainekustannuksia verosuunnittelusta voi realisoitua, koska Viverosin (2017) tutkimuksen mukaan sidosryhmillä on mahdollisuus vaikuttaa kaivosyhtiön yhteiskuntavastuulliseen toimintaan. Esimerkiksi media voi kasvattaa tietoisuutta yrityksen toiminnan

yhteiskuntavastuullisuudesta ja siten antaa positiivista tai negatiivista näkyvyyttä (Lewis, 2001; Viveros 2017). Jos jotain mainekustannuksia realisoituu osakkeen arvoon, niin Gallemore ym. (2014) ovat tutkineet sen vaikuttavan vain lyhyellä aikavälillä. Mainekustannusten osalta voidaan siis sanoa, että ainakin pitkällä aikavälillä on mahdollista, ettei mainekustannuksia realisoidu, vaikka Campbellin ja Helleloidin (2014) tutkimuksessa toisin esitetäänkin. Lyhyellä aikavälillä mainekustannusten esiintyminen on kuitenkin mahdollista.

Toimialoilla, joilla aggressiivista verosuunnittelua tehdään, on kaikille yrityksille korkeampi osakkeenomistajien tuottovaatimus. Yksittäisen yrityksen verosuunnittelun aktiivisuudella ei ole merkitystä, sillä vaikutus ulottuu kaikkiin toimialan yrityksiin. (Heitzman & Ogneva, 2019.) Aiemmin esiteltiin Finérin ja Ylösen (2017) tutkimusta, jonka mukaan Suomessa kaivosalalla käytetään aggressiivista verosuunnittelua. Näistä voidaan päätellä, että Suomessa kaivosalan yrityksissä on korkeampi osakkeenomistajien tuottovaatimus, vaikka aiemmin esiteltiin myös Shevlinin ym. (2016) tutkimuksen tulosta, jonka mukaan yksittäisen yrityksen verosuunnittelu voisi pienentää yrityksen oman pääoman kustannusta. Kaivosalan aggressiivinen verosuunnittelu siis kumoaa tämän mahdollisen pienentävän vaikutuksen.

Valtio on osakkeenomistajana neljässä Suomen kaivosyhtiössä (Finér & Ylönen, 2016). Huhtikuussa 2020 hyväksytyn periaatepäätöksen mukaan valtio-omisteisten yhtiöiden vastuullisen liiketoiminnan merkitystä korostetaan ja aggressiivinen verosuunnittelu valtio-omisteisissä yhtiöissä kielletään (Valtioneuvosto, 2020b). Tämä uusi periaatepäätös koskee myös niiden neljän kaivosyhtiön toimintaa, joissa valtio on osakkeenomistajana. Heitzmanin ja Ognevan (2019) tutkimuksessa puolestaan todetaan, ettei yksittäisen yrityksen verosuunnittelun aktiivisuudella ole merkitystä. Siksi myös näissä neljässä osittain valtio-omisteisessä yrityksessä on edelleen korkea osakkeenomistajien tuottovaatimus, vaikka verosuunnittelu ei olekaan aggressiivista. Tilanne antaisi hyvän tilaisuuden tarkastella sitä, onko aggressiivisesta verosuunnittelusta saatu hyöty suurempi kuin sen kustannukset. Tätä voitaisiin tutkia siitä näkökulmasta, pystyvätkö osittain valtio-omisteiset kaivosyhtiöt vastaamaan osakkeenomistajien korkeisiin tuottovaatimuksiin ilman aggressiivisen verosuunnittelun tuomia kassavirtoja. Jos yhtiöt eivät tähän pystyisi, voisi se olla

osoitus siitä, että aggressiivinen verosuunnittelu on osakkeenomistajan näkökulmasta kannattavaa.

Heitzmanin ja Ognevan (2019) tutkimuksen perusteella valtion uusi periaatepäätös ei siis vaikuta kaivosalan neljän valtio-omisteisen yhtiön osakkeenomistajien tuottovaatimukseen. Kaivosalan yrityksiä on Suomessa yhteensä 42 (Vasara, 2018). Valtio-omisteisten kaivosyhtiöiden osuus on vain 9,5 % Suomen kaivoksista. Jatkotutkimusta tarvitaan siitä, kuinka suuren osan alan yrityksistä pitää muuttaa verosuunnittelun keinojaan, että sillä olisi vaikutus toimialan verosuunnittelun seurauksiin.

Edellä esitetyn perusteella voidaan siis tiivistäen sanoa, että verosuunnittelu vaikuttaa kaivosalan yrityksen kassavirtoihin, joilla voidaan kasvattaa osakkeen arvoa tai jotka voidaan jakaa osinkoina. Aiemmin esiteltyt tutkimukset osoittavat, että verosuunnittelusta, agenttiongelmista ja maineen menettämisestä aiheutuvat kustannukset voivat vähentää näitä kassavirtoja. Lisäksi edellä on osoitettu, että osakkeenomistajat voivat menettää verosäästöjen luomat kassavirrat, joihin kaivosalan yrityksellä olisi ollut mahdollisuus, mutta joita ei tehty esimerkiksi johdon oman edun tavoittelun vuoksi. Edellä on myös osoitettu, että kaivosalan yrityksen verosuunnittelu voi vaikuttaa osakkeen arvoon lyhyellä aikavälillä laskevasti. Lisäksi aiemmin on perusteltu, miksi verosuunnittelu voi nostaa kaivosyhtiön oman pääoman kustannusta ja kaivosyhtiöön liittyvää riskiä, jotka voidaan sijoittajasta riippuen katsoa joko positiivisiksi tai negatiivisiksi verosuunnittelun seurauksiksi. Kaivosyhtiön verosuunnittelun seurauksia osakkeenomistajalle on siis useita. Vaikka monet esitellyistä seurauksista ovat negatiivisia, niin verosuunnittelun tuomat hyödyt voivat ylittää ne. Tällöin verosuunnittelu on osakkeenomistajan näkökulmasta kannattavaa.

9 YHTEENVETO

Tämän tutkielman tarkoitus oli selvittää, mitä osakkeenomistajalle voi seurata yrityksen verosuunnittelusta. Tutkielma on rajattu koskemaan vain Suomessa toimivia kaivosalan yrityksiä. Apukysymyksinä tutkielmassa selvitettiin, mitä on verosuunnittelu ja miten osakkeenomistajan saama arvo muodostuu.

Luvussa kolme määriteltiin verosuunnittelu ja sen tarkoitus. Luvussa osoitettiin, että yrityksen verosuunnittelulla pyritään optimoimaan maksettavaksi tulevat verot ja ennakoimaan tilikauden tulos. Ihantolan ym. (2016, s. 112) mukaan tavoitteena on vastata sidosryhmien, kuten johtajien, omistajien ja asiakkaiden odotuksiin ja vaatimuksiin.

Osakeyhtiölaissa määritelty osakeyhtiön tarkoitus on voiton tuottaminen osakkeenomistajille (OYL 1:5.1 §). Luvussa neljä osoitettiin, että osakkeenomistaja saa tuottoa osingoilla ja sillä, että osakkeen arvo nousee. Lisäksi aiemmin käytiin läpi, että osakkeenomistajan kokonaistuotto voidaan laskea tulevaisuuden odotettuja tuloja nykyhetkeen diskonttaamalla. Yrityksen oman pääoman kustannuksella kuvataan sitä tuottoa, jonka osakkeenomistaja haluaa riskiselle sijoitukselleen.

Aiemmin osoitettiin, että osakkeenomistaja voi hyötyä yrityksen verosuunnittelusta, koska kassavirrat kasvavat ja osakkeenomistajien osingonjakovaatimuksiin voidaan vastata. Toisaalta tutkielmassa esitettiin myös verosuunnittelun mahdollisia negatiivisia vaikutuksia esimerkiksi liikevaihtoon ja muihin kassavirtoihin. Mahdollisia seurauksia osoitettiin olevan maine- ja agenttikustannusten seurauksena sekä osakkeenomistajan tuottovaatimuksen muutoksen muodossa.

Agenttikustannusten osalta osoitettiin aiemmin, että niitä voi esiintyä kaivosalan yrityksissä. Osakeyhtiö yritysmuotona, kansainvälisesti aggressiivisesta verosuunnittelusta tunnettu ala ja johdon omistusosuudet olivat tutkielmassa käytettyjä perusteluita siihen, miksi agenttiongelmia ja johdon oman edun tavoittelua voi esiintyä kaivosalalla. Agenttikustannusten osalta todettiin, että tutkimustulokset ovat ristiriidassa keskenään, mutta merkittävää on, että agenttiongelmien voivat pienentää verosuunnittelusta saatua hyötyä. Lisäksi ristiriitoja huomattiin olevan myös

tutkimustulosten ja Suomen lainsäädännön välillä. Tuloverolain osalta Suomen laki tukee johdon oman edun tavoittelua, kun johto omistaa yrityksen osakkeita. Osakeyhtiölaki puolestaan kieltää johdon oman edun tavoittelun. Huomattavaa on myös se, että Kanda ja Levmore (1991) ovat todistaneet, että johdon oman edun tavoittelua voi esiintyä, vaikka se on kiellettyä.

Aiemmin osoitettiin, että jotain mainekustannuksia voi esiintyä kaivosalalla, vaikka Blaufusin ym. (2019) ja Gallemoren ym. (2014) tutkimuksien perusteella niitä ei pitkällä aikavälillä realisoidukaan. Gallemoren ym. (2014) tutkimuksessa veronsuunnittelu-uutisen julkistus voi kuitenkin vaikuttaa negatiivisesti yrityksen arvoon lyhyellä aikavälillä. Lisäksi Viverosin (2017) mukaan kaivosyhtiöiden sidosryhmät voivat vaikuttaa yhtiöiden yhteiskuntavastuulliseen toimintaan.

Aiemmin osoitettiin, että yrityksen verosuunnittelu voi vaikuttaa yrityksen oman pääoman kustannukseen. Koska esitettyjen tutkimusten tulokset ovat keskenään ristiriidassa, esitettiin aiemmin joitain syitä ristiriitoihin. Esimerkiksi Shevlin ym. (2016) toteavat, että aggressiivinen verosuunnittelu voi kasvattaa yritykseen liittyvää riskiä. Sijoittajan näkökulmasta riski tarkoittaa mahdollisuutta isompaan tuottoon, mutta toisaalta myös mahdollisuutta menettää sijoittamansa rahat. Riski liittyy myös yrityksen kassavirran epävarmuuteen. Lisäksi toimialan verosuunnittelun aggressiivisuuden todettiin aiheuttavan kaivosalalla suurempaa osakkeenomistajien tuottovaatimusta, johon yksittäinen kaivosyhtiö ei voi vaikuttaa. Tangin (2019) tutkimus puolestaan selittää tutkimusten välistä ristiriitaa maakohtaisilla tekijöillä.

Yritys- ja sijoittajakohtaista vaihtelua tuo se, arvostavatko osakkeenomistajat verosuunnittelua. Verosuunnittelu aiheuttaa positiivisia kassavirtoja, mutta toisaalta agenttiongelmia ja tiedon epäsymmetrisyys aiheuttavat kustannuksia ja laskevat yrityksen arvoa. Tehokkaalla yrityksen hallinnoinnilla eli määrittelemällä johdon ja osakkeenomistajien roolit sekä laadukkaalla tiedon vaatimisella ja tehokkaalla ulkopuolisella valvonnalla voidaan kuitenkin neutralisoida verosuunnittelun aiheuttamaa yrityksen arvon laskua.

On syytä muistaa, että osakkeenomistaja voi vaikuttaa asemaansa. Hajauttamalla osakkeet portfoliossa eri toimialoille ja toisistaan riippumattomiksi, voi sijoittaja

säästyä sekä toimialan verosuunnittelun että yksittäisen yrityksen verosuunnittelun haittavaikutuksilta.

Tammikuussa 2020 valtioneuvosto ilmoitti uudesta järjestelystä, jossa tietäntyyppisistä verosuunnittelun keinoista tulee ilmoittaa verohallinnolle. Ilmoitusvelvollisuus koskee erityisesti maan rajat ylittävää verosuunnittelua. Ilmoitusvelvollisuus alkaa heinäkuussa 2020, mutta kaikista 25.6.2018 jälkeen tehdyistä toimista tulee ilmoittaa. (Valtioneuvosto, 2020a.) Vielä huhtikuussa 2020 tästä ei ole julkistettu Verohallinnon ohjetta, jossa määriteltäisiin nämä verosuunnittelun keinot. Ilmoitusvelvollisuus voi kuitenkin vaikuttaa myös kaivosalalla, koska suurin osa Suomen kaivosyhtiöistä on ulkomaisessa omistuksessa (Finér & Ylönen, 2016) ja tarkoitus on selvittää maan rajat ylittävää verosuunnittelua. Yksi tarpeellisten jatkotutkimusten aiheista on se, miten tämä uusi järjestely vaikuttaa verosuunnittelun aktiivisuuteen ja aggressiivisuuteen. Lisäksi ilmoitusvelvollisuuden toteutuneita kustannuksia yritykselle tulisi arvioida, sillä niillä voi olla vaikutusta yhtiön osingonjakokelpoiseen voittoon.

Tutkimuksen tulokset ovat suuntaa antavia. Tutkielman lähteinä on käytetty runsaasti empiirisiä tutkimuksia, koska aiheesta on hyvin vähän löydettävistä kvalitatiivista tietoa. Finérin ja Ylösen (2017) tutkimuksessa tästä on huomautettu toteamalla, että veronkiertoa on tutkittu enimmäkseen kvantitatiivisilla menetelmillä. Finér ja Ylönen ovat myös esittäneet kritiikkiä veronkierrosta tehtyjä kvantitatiivisia tutkimuksia kohtaan, sillä niissä voi olla virheitä esimerkiksi veronkierron keinojen ja laajuuden tunnistamisessa. Verosuunnittelun ja veronkierron vaikutuksista tarvitaankin lisää kvalitatiivisia tutkimuksia.

Tutkielmassa on esitelty eri näkökulmia ja ristiriitaisia tutkimustuloksia, jotka lisäävät tiedon luotettavuutta. Lisäksi luotettavuutta lisää se, että verosuunnittelun seurauksia on tarkasteltu Suomen lainsäädäntöön peilaten. Luotettavuutta edesauttaa se, että Suomi on Euroopan unionin ja OECD:n jäsen, joten verolait lähteinä käytetyissä tutkimuksissa ovat yhteneviä Suomen lainsäädännön kanssa. Myös eroavaisuuksia eri maiden lainsäädännöissä on pyritty etsimään. Lähteinä on käytetty vertaisarvioituja tutkimuksia, mikä lisää tutkielman tuloksen luotettavuutta ja toistettavuutta.

Käytettyjen kvantitatiivisten tutkimusten validiteetin ja reliabiliteetin kyseenalaistaminen voi asettaa joitain rajoitteita tälle tutkielmalle. Verosuunnittelun seurauksia on tarkasteltu Suomen lainsäädäntöön nojaten, joten tutkimustulos voi olla hieman poikkeava muihin maihin sovellettuna. Suomi on kuitenkin Euroopan unionin ja OECD:n jäsen, joten osakeyhtiöiden verotuksen pääperiaatteet ovat niiden säätelemiä. Myös eri toimialoilla tulokset voivat olla eriäviä. Lisäksi Tangin (2019) tutkimuksessa nähdään maakohtaisia eroja siinä, miten verosuunnittelu vaikuttaa yrityksen arvoon. Näitä tietoja hyväksikäyttäen jatkotutkimuksia tarvitaan siitä, voidaanko tietyissä maissa tehtyjä tutkimustuloksia soveltaa Suomessa vai pätevätkö ne vain tutkimusmaata vastaavissa olosuhteissa. Ainakin Fengin ym. (2019) tutkimuksessa selitetään, että kiinalaiset empiiriset tutkimukset eivät välttämättä päde länsimaissa. Lisäksi veronkierrosta tehdyissä kvantitatiivisissa tutkimuksissa voi Finérin ja Ylösen (2017) mukaan olla eroavaisuuksia johtuen eri maiden verojärjestelmistä.

LÄHTEET

- Abdul Wahab, N. S., & Holland, K. (2012). Tax planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review*, 44(2), 111–124. doi:<https://doi.org/10.1016/j.bar.2012.03.005>
- Adam, T. R., Fernando, C. S., & Salas, J. M. (2017). Why do firms engage in selective hedging? Evidence from the gold mining industry. *Journal of Banking & Finance*, 77, 269–282. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.05.006>
- Administer. (2020). *Administer - Löydä verotuksellisesti parhaat vaihtoehdot*. Haettu osoitteesta: <https://www.administer.fi/palvelut/verotus/>
- Blaufus, K., Möhlmann, A., & Schwäbe, A. N. (2019). Stock price reactions to news about corporate tax avoidance and evasion. *Journal of Economic Psychology*, 72, 278–292. doi:10.1016/j.joep.2019.04.007
- Campbell, K., & Helleloid, D. (2016). Starbucks: Social responsibility and tax avoidance. *Journal of Accounting Education*, 37, 38–60. doi:10.1016/j.jaccedu.2016.09.001
- Clark, P. J., & Neill, S. (2000). *The value mandate: Maximizing shareholder value across the corporation*. Haettu osoitteesta: <http://web.a.ebscohost.com.pc124152.oulu.fi:8080/ehost/detail/detail?vid=0&sid=cb57e91c-cf6d-46dd-8dad-97e78d04cf43%40sessionmgr4007&bdata=JnNpdGU9ZWWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#AN=54397&db=e000xww>
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145–179. doi:10.1016/j.jfineco.2005.02.002
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537–546. doi:10.1162/rest.91.3.537
- Feng, H., Habib, A., & Tian, G. I. (2019). Aggressive tax planning and stock price synchronicity: Evidence from China. *International Journal of Managerial Finance*, 15(5), 829–857. doi:10.1108/IJMF-07-2018-0194
- Finér, L., & Telkki, H. (2016). *Jäävuorta mittaamassa: Arvioita monikansallisten yritysten aggressiivisen verosuunnittelun laajuudesta Suomessa*. Finnwatchin selvitys. Haettu osoitteesta: <https://finnwatch.org/images/pdf/jaavuori.pdf>
- Finér, L., & Ylönen, M. (2016). *Kaivosverotuksen kehitysmää: Selvitys metallimalmeja louhivien kaivosyhtiöiden veronmaksusta ja verosuunnittelusta Suomessa*. Finnwatchin selvitys. Haettu osoitteesta: https://finnwatch.org/images/kaivosverotuksen_kehitysmää.pdf

- Finér, L., & Ylönen, M. (2017). Tax-driven wealth chains: A multiple case study of tax avoidance in the Finnish mining sector. *Critical Perspectives on Accounting*, 48, 53–81. doi:<https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.01.002>
- Gallemore, J., Maydew, E. L., & Thornock, J. R. (2014). The reputational costs of tax avoidance. *Contemporary Accounting Research*, 31(4), 1103–1133. doi:10.1111/1911-3846.12055
- Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T., & Shroff, N. (2014). Incentives for tax planning and avoidance: Evidence from the field. *Accounting Review*, 89(3), 991–1023. doi:<http://aaapubs.org/loi/accr>
- Grant Thornton. (2020). *Grant Thornton - Yritysverotus ja yrityksen verosuunnittelu*. Haettu osoitteesta: <https://www.grantthornton.fi/palvelut/veropalvelut/yrityksen-verosuunnittelu/>
- Hardeck, I., & Hertl, R. (2014). Consumer reactions to corporate tax strategies: effects on corporate reputation and purchasing behavior. *Journal of Business Ethics*, 123(2), 309–326. doi:<http://dx.doi.org/10.1007/s10551-013-1843-7>
- Heitzman, S. M., & Ogneva, M. (2019). Industry tax planning and stock returns. *The Accounting Review*, 94(5), 219–246. doi:10.2308/accr-52361
- Ihantola, E., Kuhanen, H., & Leppänen, P. (2016). *Yrityksen kirjanpito: perusteet ja sovellusharjoitukset* (3. laitos, 1. painos). Helsinki: Gaudeamus.
- Immonen, R., & Nuolima, R. (2017). *Osakeyhtiöoikeuden perusteet*. Haettu osoitteesta: [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.pc124152.oulu.fi:9443/teos/CAIBBXXTBBAED#/kohta:2\(\(20\)OSAKEYHTI\(\(d6\)N\(\(20\)PERUSTAMINEN\(\(20\)JA\(\(20\)OSAKKEET\(\(20\):\(2.1\(\(20\)Osakeyhti\(\(f6\)n\(\(20\)perustaminen\(\(20\):\(2.1.3\(\(20\)Osakassopimuksen\(\(20\)ja\(\(20\)yhti\(\(f6\)j\(\(e4\)rjestyksen\(\(20\)suhde\(\(20\)piste:b1311](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.pc124152.oulu.fi:9443/teos/CAIBBXXTBBAED#/kohta:2((20)OSAKEYHTI((d6)N((20)PERUSTAMINEN((20)JA((20)OSAKKEET((20):(2.1((20)Osakeyhti((f6)n((20)perustaminen((20):(2.1.3((20)Osakassopimuksen((20)ja((20)yhti((f6)j((e4)rjestyksen((20)suhde((20)piste:b1311)
- Jacob, M., Rohlfig-Bastian, A., & Sandner, K. (2019). Why do not all firms engage in tax avoidance? *Review of Managerial Science*, 13(4). doi:10.1007/s11846-019-00346-3
- Kaivoslaki 10.6.2011/612.
- Kanda, H., & Levmore, S. (1991). Taxes, agency costs, and the price of incorporation. *Virginia Law Review*, 77(2), 211–256. doi:10.2307/1073184
- Knuutinen, R. (2012). *Verosuunnittelua vai veron kiertämistä: verosuunnittelun ja veron kiertämisen välinen rajanveto tuloverotuksessa*. Haettu osoitteesta: <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.pc124152.oulu.fi:9443/teos/JAJBBXXTBFAEE#/kohta:ii/piste:b21>
- Knuutinen, R. (2015). Mitä on ns. aggressiivinen verosuunnittelu? *Verotus*, 65(1), 5–19. <https://www.verotus-lehti.fi/>

- KPMG. (2020). *KPMG Finland - Vero- ja lakipalvelut*. Haettu osoitteesta: <https://home.kpmg/fi/fi/home/palvelut/vero-ja-lakipalvelut.html>
- Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360.
- Laki verotusmenettelystä 18.12.1995/1558.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420. doi:10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x
- Leppiniemi, J., & Walden, R. (2009). *Tilinpäätös- ja verosuunnittelu*. Haettu osoitteesta: [http://fokus.almatalent.fi.pc124152.oulu.fi:8080/teos/FABBXXBTAFHBG#kohta:TILINP\(\(c4\)\(\(c4\)T\(\(d6\)S-\(\(20\)JA\(\(20\)VEROSUUNNITTELU](http://fokus.almatalent.fi.pc124152.oulu.fi:8080/teos/FABBXXBTAFHBG#kohta:TILINP((c4)((c4)T((d6)S-((20)JA((20)VEROSUUNNITTELU)
- Lewis, S. (2001). Measuring corporate reputation. *Corporate Communications: An International Journal*, 6(1), 31–35. doi:10.1108/13563280110381198
- Marian, O. (2018). Is all corporate tax planning good for shareholders? *U.C. Davis Law Review*, 52(2), 905–979. <https://lawreview.law.ucdavis.edu/>
- Nichols, P. (1998). *Unlocking shareholder value*. Haettu osoitteesta: <http://web.b.ebscohost.com.pc124152.oulu.fi:8080/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=e2cd47ac-bc51-4c01-9101-e48719494068%40pdc-v-sessmgr03>
- OECD. (2020). *What is BEPS?* Haettu osoitteesta: <https://www.oecd.org/tax/beps/about/>
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: a guide for managers and investors* (2. uud. painos). New York: Free Press.
- Rikoslaki 19.12.1889/339.
- Shevlin, T., Lim, C. Y., Lee, J., & Goh, B. W. (2016). The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity. *Accounting Review*, 91(6), 1647–1670. doi:10.2308/accr-51432
- Tang, T. Y. H. (2019). The value implications of tax avoidance across countries. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(4), 615–638. doi:10.1177/0148558X17742821
- Tomperi, S. (2013). *Yritysverotus ja tilinpäätössuunnittelu* (25. uud. painos). Helsinki: Sanoma Pro.
- Tuloverolaki 31.12.1992/1535.

- UNDP. (2020). *Maiden jaottelu*. UNDP:n Pohjoismaiden toimisto. Haettu osoitteesta: https://www.fi.undp.org/content/finland/fi_fi/home/globalikasvatus/kansainvaelisyys-koulussa/maiden-jaottelu.html
- Valtioneuvosto. (2020a). *Rajat ylittävistä verosuunnittelujärjestelyistä raportoitava – valmistautuminen kannattaa aloittaa nyt*. Haettu osoitteesta: https://valtioneuvosto.fi/artikkeli/-/asset_publisher/10623/rajat-ylittavista-verosuunnittelujarjestelyista-raportoitava-valmistautuminen-kannattaa-aloittaa-nyt
- Valtioneuvosto. (2020b). *Vaurautta vastuullisella omistajuudella: Valtioneuvoston omistajapolitiittinen periaatepäätös 8.4.2020*. Haettu osoitteesta: <https://valtioneuvosto.fi/documents/10616/339493/omistajapolitiittinen+periaatep%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s+2020/1b357655-3c9b-9743-24d2-fe9bb6ce042b/omistajapolitiittinen+periaatep%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s+2020.pdf>
- Vasara, H. (2018). *Toimialaraportit - Kaivosala*. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja. Haettu osoitteesta: <http://julkaisut.valtioneuvosto.fi/handle/10024/161162>
- Verohallinto. (2011). *Harmaan talouden esiintyminen ja yleisyys*. Haettu osoitteesta: https://www.vero.fi/yritykset-ja-yhteisot/tietoa-yritysverotuksesta/verotarkastus/harmaan_talouden_esiintyminen_ja_yleisy/
- Verohallinto. (2019). *Verotarkastus*. Haettu osoitteesta: <https://www.vero.fi/yritykset-ja-yhteisot/tietoa-yritysverotuksesta/verotarkastus/verotarkastus/>
- Verohallinto. (2020). *Yritysjärjestelyt ja verotus - sulautuminen*. Haettu osoitteesta: <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48553/uusi-siviryitysja%C3%A4rjestelyt-ja-verotus---sulautuminen-u/>
- Viveros, H. (2017). Unpacking stakeholder mechanisms to influence corporate social responsibility in the mining sector. *Resources Policy*, 51, 1–12. doi:10.1016/j.resourpol.2016.10.014