

Torill Dypbukt

Tilpasningseffekter av utbytteskatten i 2000/2001

Notater

Forord

Jeg har skrevet min hovedfagsoppgave på studentengasjement fra Statistisk Sentralbyrås Forskningsavdeling, noe som har gjort arbeidet med hovedfagsoppgaven til en spesielt lærerik og engasjerende prosess. Jeg har møtt mange mennesker med en enorm faglig styrke og engasjement. Jeg vil takke Annette Alstadsæter og Erik Fjærli for faglig støtte. I tillegg har min veileder, Rolf Aaberge, vært til uvurderlig hjelp i oppgaveskrivingen med sin kunnskap, sine erfaringer og sitt smittende engasjement. Til slutt vil jeg takke Statistisk Sentralbyrås Avdeling for Næringsstatistikk, da spesielt Per Morten Holt, for hjelp til fremskaffelse og tilretteleggelse av datamaterialet.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	3
2. Teoretiske betraktninger	4
2.1 Kapitalinntektsbeskatning	4
2.2 Finansieringskilder og disponering av profitte	6
2.3 Finansieringsbeslutninger.....	6
2.4 Skatt og finansieringsbeslutninger	8
2.5 Elastisiteter av aksjerealisering med hensyn til kapitalgevinstskatt.....	12
3. Alternative utbyteteorier	13
3.1 Utbytte som budbringer for andre beslutninger	13
3.2 Utbytte gir reduserte agentkostnader.....	14
3.3 Konjunktorenes rolle for utbytteadferden	14
4. Beskatning av lønns- og kapitalinntekt i Norge fra og med reformen i 1992	16
5. Aksjeselskapenes handlingsrom under utbytteskatten i 2000/2001.....	18
5.1 Eventuell informasjon om den kommende utbytteskatten	18
5.2 Aksjelovens begrensninger på utdeling av utbytte.....	19
5.3 Permanent eller midlertidig endring.....	21
5.4 Aktørene som ble rammet av utbytteskatten	22
5.5 Alternativer til kontantutbytte	22
6. Teoretisk prediksjon av utbytteadferden under utbytteskatten i 2000/2001	23
7. Empiriske resultater.....	23
7.1 Statistisk Sentralbyrås Regnskapsstatistikk.....	23
7.2 Empirisk evaluering av tilpasningseffekter.....	24
7.3 Elastisiteter av utbytteendring med hensyn til utbytteskatt.....	27
8. Konklusjon og oppsummering	31
Referanseliste	32
Appendiks: Modell for optimal selskapsverdi	34
De sist utgitte publikasjonene i serien Notater	37

1. Innledning

Skattlegging er et komplekst og mye omdiskutert tema, spesielt fordi myndighetene vanligvis har to motstridende mål ved utformingen av skattesystemet. På den ene siden ønsker myndighetene at skattene skal påføre innbyggerne minst mulig kostnader. Disse kostnadene omfatter både de ressursene som blir brukt for å utøve politikken, pluss de indirekte kostnadene som følger av at adferden til de økonomiske aktørene i samfunnet blir påvirket av skattleggingen. Minimering av disse kostnadene representerer effektivitetsaspektet ved politikkutformingen. Målet om størst mulig effektivitet kan imidlertid komme i konflikt med målet om inntektsutjevning og det noen politikere kaller en rettferdig inntektsfordeling. Siden det i Norge er bred enighet om at en skal ta hensyn til både effektivitets- og fordelingseffekter ved skattleggingen, representerer den praktiske utformingen av skattesystemet en stor utfordring for myndighetene. Myndighetene må på den ene siden utforme skattesystemet slik at det gir de berørte aktørene minst mulig insentiv til å prøve å vri seg unna. Slik oppnås lavest mulig samfunnsøkonomiske kostnader. På den andre siden bør myndighetene også følge fordelingsaspektet, og dermed skattlegge de rike aktørene relativt mer enn de fattige aktørene. I perioden 05.09.2000-31.12.2001 var det i Norge innført en midlertidig skatt på aksjeutbytte. Fra 1992 til 2000 ble utbytte i praksis kun beskattet en gang, dvs. 28% innad i selskapet. Det nye i 2000/2001 var en tilleggsskatt på aksjonærens hånd på 11% slik at den effektive skattesatsen på utbytte økte fra 28% til 35.9%¹. Skatten var omtalt som en dobbelbeskatning fordi utbytte ble beskattet på to ledd, først på selskapets hånd og deretter på aksjonærens hånd. Man kunne like gjerne snakket om økt skattesats på utbytte, siden det er den effektive skattesatsen som er av interesse, og ikke hvordan skatten hentes inn.

Utbytteskatten var politisk kontroversiell. Partiene på høyresiden av den politiske akse mente at skatten var ineffektiv og skadet næringslivet. Argumentet for dette var at skatten ga selskaper insentiv til å holde kapitalen tilbake, i stedet for å investere den der den ga mest avkastning. Venstresiden i politikken fokuserte derimot på fordelingspoenget, og at den ekstra utbytteskatten var fordelingsmessig treffsikker siden den nesten utelukkende rammet de rikeste aktører; de 5% av befolkningen med høyest alminnelig inntekt² mottok nesten 90% av husholdningenes samlede utbytte i 1998.

Formålet med dette arbeidet er å se nærmere på effektivitetseffektene av utbytteskatten, og gi en beskrivelse av hvordan en utbytteskatt kan påvirke selskapers finansierings- og investeringsbeslutninger. I skattelitteraturen gis det flere ulike teorier på hvorvidt en utbytteskatt påvirker selskapers beslutninger. I dette arbeidet presenteres to av teoriene, "The traditional view" og "The new view", mens den empiriske analysen kun støtter seg på "The new view". I følge denne teorien vil ikke en konstant utbytteskatt påvirke selskapers beslutninger. Derimot kan en midlertidig og forutsett utbytteskatt påvirke selskapers beslutninger både med hensyn til utbytte- og investeringsadferden og oppbygging av kapitalstrukturen. Det er en omfattende oppgave å evaluere utbytteskatten i 2000/2001 i forhold til disse tre problemstillingene. Vi har derfor begrenset oss til å undersøke hvordan utbytteskatten påvirket selskapenes utbytteadferd, og vi får følgende problemstilling: *På hvilken måte kan en eventuell endring i utbytteadferden øke de samfunnsøkonomiske kostnadene? Hvilken effekt hadde utbytteskatten på 11% på aksjonærens hånd i 2000/2001 på aksjeselskapenes utbytteadferd?*

I første del av denne rapporten gir vi en teoretisk drøfting som viser at en midlertidig og forutsett utbytteskatt påvirker selskapers utbytteadferd. I rapportens andre del gir vi en drøfting av empiriske elementer, der vi påviser at aksjonærene både til en viss grad kunne forutse innføringen av utbytteskatten i 2000/2001 og forvente at den var midlertidig. Dessuten visste aksjonærene at aksjeloven la heller få restriksjoner på utdelingen av utbytte. Teori- og empiridelen benyttes til å predikere en timingeffekt i utbytteadferden i perioden rundt utbytteskatten. Dette betyr at vi antar at selskapene tok ut ekstra høye utbytter rett før skatten ble implementert og like etter den ble fjernet, i

¹ $0.28 + (1 - 0.28) \times 0.11 = 0.3592$, 35.9%. Profitten beskattes først innad i selskapet med 28%, deretter beskattes utdelt beløp på aksjonærens hånd med 11%.

² Alminnelig inntekt defineres som bruttoinntekt minus fradrag.

tillegg antar vi at utbytte ble holdt tilbake mens skatten gjaldt. I siste del av rapporten viser vi ved hjelp av aggregerte utbyttetall for selskapene som ble rammet av utbytteskatten at den observerbare adferden i stor grad kan sies å være konsistent med den teoretiske prediksjonen. De aggregerte utbyttetallene er hentet fra et eget oppbygd datasett basert på Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper, og beregningene er gjort i programpakken SAS.

Selv om vi i dette arbeidet hovedsakelig fokuserer på effektivitetseffektene av utbytteskatten, vil vi i kapittel 8, som er en oppsummering av utbytteskattens økonomiske effekter, også gi en vurdering av fordelings- og provenyeffekter.

2. Teoretiske betraktninger

For å analysere effektivitetseffektene av den ekstra utbytteskatten i 2000/2001, trengs et teoretisk rammeverk. Delkapittel 2.1 gir en kort beskrivelse av ulike systemer for skattlegging av kapitalinntekt for å plassere utbytteskattens rolle i skattesystemet. Delkapittel 2.2 gir en oppsummering av selskapers finansieringskilder og hvordan de kan disponere profitten. I delkapittel 2.3 redegjøres det for sentrale begreper som finansiering og investering. Delkapittel 2.4 bygger på kjent faglitteratur om utbytteskattens påvirkning på selskapers finansierings- og investeringsbeslutninger, hvor vi spesielt ser på valget mellom utdeling av profitt versus å holde profitten tilbake i selskapet. Det er flere ulike syn på hvorvidt en utbytteskatt har noe å si for selskapers beslutninger. For oversiktens skyld er de to mest omtalte teoriene, "The traditional view" og "The new view", beskrevet og drøftet nedenfor. Drøftingen av effekter av utbytteskatten på selskapers utbyttepolitikk tar utgangspunkt i konstante og midlertidige skatter, som en intuitivt kan tenke seg har ulik påvirkning på aktørene. Delkapittel 2.5 gir en empirisk analyse av tilpasningseffekter av midlertidige og permanente skatter.

2.1 Kapitalinntektsbeskatning

Begrepet kapitalinntekt dekker renteinntekter, kapitalgevinster³, tilbakeholdt profitt og utdelt profitt (utbytte). Kapitalinntektsbeskatning er for øvrig en del av basisstrukturen i et skattesystem. Basisstrukturen består videre av ulike konsumskatter, skatt på kapitalbeholdning og skatt på lønnsinntekt, hvor kapitalinntekt og lønnsinntekt beskattes både på individ- og selskapsnivå. Alle landene i OECD-området har en relativt lik basisstruktur, selv etter et omfattende antall reformer i skattesystemene i de ulike landene på 80- og 90-tallet. Reformene medførte at likhetene ble færre og basisstrukturen noe svakere enn før 1980, men allikevel er skattesystemene fortsatt nært beslektet.

Skatteratene som generelt inngår i kapitalinntektsbeskatningen er selskapers skatt på utbytte, τ_d , skatt på tilbakeholdt profitt, τ_r , og skatt på kapitalgevinst, τ_c , og personlig skatt på utbytte, τ_p . Dette betyr at både utbytte og kapitalgevinster i utgangspunktet kan være gjenstand for dobbelbeskatning. Begge beløpene blir først beskattet innad i selskapet, deretter blir de delt ut på nytt og beskattet på aksjonærens hånd. Skattesatsene gjelder dermed for to ulike grunnbeløp. Dette betyr at når vi skal beregne de effektive (de totale) skattesatsene for utbytte og kapitalgevinster, så kan vi ikke bare legge sammen skattesatsene, men vi må også trekke fra et ledd hvor de multipliseres:

$$(2.1.1) \quad \tau_d^* = \tau_d + \tau_p - \tau_p \tau_d$$

$$(2.1.2) \quad \tau_r^* = \tau_r + \tau_c - \tau_r \tau_c$$

Det finnes utallige metoder for beskatning av utbytte og kapitalgevinst for å hindre dobbelbeskatning. I Norge er henholdsvis godtgjørelsesmetoden og RISK-metoden brukt siden 1992. I dette delkapitlet

³ Kapitalgevinst er premien en får ved salg av en aksje.

går vi ikke ytterligere inn på metoder for beskatning av kapitalgevinst, men fokuserer på systemer for kapitalinntektsbeskatning som skiller på ulike metoder for beskatning av utbytte.

I teorien kan de ulike skattene på kapitalinntekt gi utallige kombinasjonsmuligheter, men i praksis reduseres de ulike systemene for kapitalinntektsbeskatning seg ned til tre; det klassiske systemet, delvis imputasjon/tosatsmetoden og full imputasjon. Disse tre systemene skiller på ulik grad av integrasjon av individ- og selskapsskattleggingen, dvs. hvorvidt systemene tar høyde for at utbytte er beskattet på to ledd. Mer presist sagt vil en ved integrasjon se på den effektive eller totale skattesatsen for utbytte, og målet er å redusere denne totale skattebyrden slik at dobbelbeskatningen i praksis reduseres eller forsvinner. Dette gjøres ved å innføre ulike metoder for beskatning av utbytte som redusere eller fjerner skattebyrden på selskapets eller aksjonærens hånd.

Det klassiske systemet

I det klassiske systemet for kapitalinntektsbeskatning har alle selskaper en uniform skatterate på profitt, både på tilbakeholdt og utdelt. I tillegg er det personlig skatt på utbytte og på renteinntekter opptjent i kapitalmarkedet. Dette betyr at ved det klassiske systemet er utbytte gjenstand for dobbelbeskatning. Aksjonærer og selskaper har hver sine separate skattesystemer, og det er ingen form for integrasjon mellom individ- og selskapsbeskatningen.

Delvis imputasjon

Som i det klassiske systemet har systemer med delvis imputasjon både en uniform skatterate på all profitt opptjent i selskapet og utbytteskatt på aksjonærens hånd. Men til forskjell fra det klassiske systemet er det nå en viss integrasjon mellom individenes og selskapenes skattesystemer. Ved delvis imputasjon er det innført en metode for utbyttebeskatning, godtgjørelsesmodellen, som gjør at den effektive skatten på utbytte reduseres. Prinsippet bak godtgjørelsesmetoden er at selskapet betaler skatt av sitt overskudd, men at den skatten selskapet har betalt godskrives eller tilbakebetales til aksjonæren når utbytte deles ut. Selskapsskatten på utbytte er dermed å betrakte som en forskuddsbetaling av aksjonærens skatt på utbytte. Aksjonæren skattlegges på denne måten som om de selv hadde tjent inn den delen av selskapsinntekten som deles ut. Den selskapsskatten som tilbakebetales til aksjonærene benevnes skattegodtgjørelse. ”

Godtgjørelsen kan beregnes på flere måter, for eksempel som en prosent av utbytte. Procentsatsen vil avhenge av skattesatsen på selskapets overskudd. Ved delvis imputasjon gis det bare begrenset godtgjørelse, slik at aksjonæren bare får godtgjort en viss andel av skattebeløpet på hans hånd.

Full imputasjon

Ved full imputasjon blir hele skattebeløpet på aksjonæren hånd godtgjort. Her gjelder samme intuisjon og prinsipper som ved delvis imputasjon. Forskjellen er kun at mens aksjonæren ved delvis imputasjon bare får begrenset godtgjørelse, får nå aksjonæren full godtgjørelse. Her er det midlertidig viktig å poengtere at full godtgjørelse ikke nødvendigvis medfører full integrasjon. Full integrasjon oppnås kun når aksjonæren i utgangspunktet skattelegges med samme skattesats som selskapet.

Tosatsmetoden

Tosatsmetoden er nært beslektet med systemet med delvis imputasjon. Ved første øyekast kan disse systemene se like ut, og i praksis får vi det samme forholdet mellom de effektive skattesatsene. Forskjellen ligger i at mens aksjonæren får godtgjørelse for å redusere utbytteskatten ved delvis og full imputasjon, blir det i tosatsmetoden kun gitt en lavere utbytteskatt i utgangspunktet. Begge systemene har uansett det samme målet; utforme skatteregler som gjør at utbytteskatten på aksjonærens hånd i praksis blir redusert.

2.2 Finansieringskilder og disponering av profitt

Dette kapitlet gir en oversikt over de vanligste og mest brukte finansieringskildene, og hvordan selskapene normalt sett kan disponere profitten sin.

2.2.1 Finansieringskilder

Selskaper finansierer nye investeringer med ulike kilder. Dette betyr at anskaffelsen av penger, dvs. finansieringen, kan komme fra ulike hold. For det første kan selskapene holde tilbake en del av profitten, og dermed betale nyinvesteringer med tilbakeholdt overskudd. For det andre kan de låne penger fra banker og la gjeld være en alternativ finansieringskilde. For det tredje kan anskaffelsen av penger komme via aksjeemisjon, det vil si å utvide antall aksjer.

Tilbakeholdt profitt er en vanlig og mye brukt finansieringskilde. Dette viser en undersøkelse for ikke-finansielle aksjeselskaper i USA i perioden 1980-1985 hvor 67.8% av investeringene ble finansiert ved tilbakeholdt profitt, 31% ble finansiert ved gjeld og kun 1.2% ble finansiert ved aksjeemisjon [Sinn (1991)]. Tallene gjelder fra før skattereformen i USA i 1986 som medførte store endringer i skattesystemet, men nyere studier viser at sammensetningen i bruken av finansieringskilder fortsatt er relativt lik dette [Auerbach og Hassett (2000)]. Tilbakeholdt profitt blir derfor i nyere litteratur innen finans sett på som den viktigste marginale finansieringskilden. Men bruken av gjeld som finansieringskilde er også utbredt. Det er spesielt to grunner til at gjeldsfinansiering ofte er favorisert. For det første får selskaper billigere lån enn private, og det er derfor lønnsomt for aksjonærene å låne gjennom selskapet. For det andre er gjeldsrenter, i motsetning til skattene på de andre finansieringskildene, fradragsberettiget. Aksjeemisjoner eller utstedelse av nye aksjer ble i eldre finansiell litteratur sett på som den viktigste marginale finansieringskilden. Men som nevnt viser empirien det motsatte.

Empirien som viser at de fleste investeringer blir finansiert gjennom tilbakeholdt profitt, og ikke gjennom aksjeemisjon er basert på data fra USA. Vi har ikke funnet noen oversikt over de mest brukte finansieringskildene i Norge, men en skulle vente at også her er tilbakeholdt overskudd den vanligste marginale finansieringskilden.

2.2.2 Disponering av profitt

Selskapene har hovedsakelig tre alternative måter å disponere overskuddet sitt på. Det første alternativet er å dele ut overskuddet som utbytte til aksjonærene. Det andre alternativet er å holde overskuddet tilbake i selskapet. Tilbakeholdt overskudd kan videre brukes som et internt finansieringsmiddel. Den tredje og siste alternative overskuddsdisponeringen er tilbakekjøp av egne aksjer.

Trenden med å kjøpe tilbake egne aksjer, som for øvrig forutsetter at selskapet også driver aktiv aksjeemisjon, vokste fram i USA på 1980-tallet [Bøhren og Michalsen (2001)]. Aksjeselskapene begynte å kjøpe tilbake egne aksjer i stedet for å betale utbytte. Dette er lønnsomt da aksjonærene betaler kapitalgevinstskatt på mottatt beløp i stedet for utbytteskatt, og kapitalgevinstskatten er som oftest lavere enn utbytteskatten. Tilbakekjøp kan derfor regnes som en alternativ utbytteform. Ved å tilbakekjøpe aksjer virket det som om selskapene endelig hadde funnet en måte å omgå utbytteskatt på.

2.3 Finansieringsbeslutninger

Finansiell økonomi for selskaper består av to hovedområder, investering og finansiering. I et balanseregnskap er investering venstresiden og finansiering høyresiden. Investeringene er eiendelene, og finansiering er anskaffelsen av penger. Mens investeringsanalyse beskriver hvilke eiendeler man bør investere i for å skape høyst mulig forventet kontantstrøm til eierne, viser finansieringsanalyse hvordan riktig bruk av de finansielle instrumentene også kan skape økt forventet kontantstrøm. Investering og finansiering bygger på samme analysemåter og prinsipper, og målet er å skape høyst

mulig selskapsverdi, det vil si høyst mulig forventet kontantstrøm. Dette skjer ved å akseptere de investerings- og finansieringsprosjektene som gir størst, positiv nåverdi. Nåverdien er forventet kontantstrøm diskontert for tid og usikkerhet, som er kostnader i prosjektet.

Det kan være nyttig å studere områdene investering og finansiering hver for seg. Dette betyr at en først kan rendyrke sammenhengen mellom investeringsbeslutninger (I) og selskapsverdi (V);

$$(2.3.1) \quad V = f(I)$$

Dette uttrykket betyr at selskapers verdi avhenger av de investeringsbeslutninger som gjøres, ved å investere i de rette eiendelene øker selskapets kontantstrøm. I dette tilfellet tas det ikke eksplisitt hensyn til måten nye realressurser finansieres på, og det går ikke inn på noen analyse av verdieffekten av en ny finansiering, utover beregningen av effektiv rente og nåverdi for nye lån. Videre kan en også analysere verdieffektene av finansiering uavhengig av investeringsbeslutninger. Dette betyr at det finnes en sammenheng mellom kapitalstrukturens oppbygning (K) og selskapsverdien (V);

$$(2.3.2) \quad V = g(K)$$

Uttrykket impliserer at det ikke bare er gjennom gode investeringsbeslutninger at en kan øke forventet kontantstrøm hos et selskap. Også beslutninger om hvilke finansielle instrumenter en skal bruke kan alene gi økt forventet kontantstrøm og dermed øke selskapsverdien. Her kan en analysere finansieringsbeslutningene isolert fra investeringene, og antar dermed implisitt at kontantstrømmen til potensielle investeringsalternativer ikke påvirkes av hvilke finansieringsprosjekter det skal velges imellom. Kapitalstrukturens oppbygging er mer presist hvor stor andel av kapitalstrukturen som bør bestå av gjeld og hvor stor andel som bør bestå av egenkapital. Det viser seg at høyere gjeldsgrad øker både forventet kontantstrøm og risiko pr. krone egenkapital. Den økte usikkerheten skyldes finansieringsrisiko. Finansieringsrisikoen er null ved 100% egenkapitalfinansiering og stiger med økt gjeldsgrad. Økt kontantstrøm kan eventuelt komme av at selskaper kan låne billigere enn privatpersoner (for samme risiko), for eksempel på grunn av stordriftsfordeler for banken ved å innvilge og overvåke ett stort lån i stedet for mange små, er aksjonærene bedre tjent med selskapsopplåning enn privat opplåning. I dette tilfellet er optimal gjeldsgrad lik den maksimale. Det viser seg at diskriminerende skatteregler og andre imperfeksjoner i kapitalmarkedet påvirker denne eventuelle verdieffekten av finansiering og dermed reiser spørsmålet om en optimal gjeldsgrad. Dette kan være diskriminerende skatteregler, emisjonskostnader ved ny kapital, ulike informasjon blant selskapets interessenter, interessekonflikt mellom eierne og ledelsen, kostnader ved konkurs og egenskaper ved de produkter selskapene selger.

Spørsmålet om hvor mye utbytte det er lønnsomt å dele ut til aksjonærene griper også inn under finansieringen, siden utbetalt utbytte reduserer bedriftens tilbakeholdte overskudd. Med uendrede investerings- og gjeldsgradsbeslutninger gir derfor økt utbytte et større behov for ekstern finansiering gjennom ny egenkapital. Dette betyr at det er en sammenheng mellom utbytte (D) og selskapsverdi (V);

$$(2.3.3) \quad V = m(D)$$

På samme måte som i forbindelse med økt gjeldsgrad kan diskriminerende skatteregler og imperfeksjoner også påvirke verdien av utbyttepolitikken. Skatt kan spille en rolle hvis overskuddsdisponeringen påvirker den formuen eieren sitter igjen med etter at både de selv og selskapet har betalt sine skattekrav. Dessuten vet oftest ledelsen langt mer enn eierne om selskapets inntjeningspotensial. Slik asymmetrisk informasjon kan gjøre at ledelsen bruker utbytteøkning som et informasjonssignal til markedet om økt inntjeningspotensial eller at markedet oppfatter utbytteøkningen som et signal om framtidig bedret framtidig inntjening. Spørsmålet er derfor om kursoppgangen skyldes utbytteøkningen eller verdieffekten av det bedre inntjeningspotensialet som utbytteøkningen signaliserer. Kursoppgangen kunne kommet uavhengig av utbytte dersom ledelsen hadde formidlet samme

informasjon på en annen måte. I tillegg til signaleffekten vil også andre imperfeksjoner som likviditetseffekter, transaksjonskostnader og målkonflikter mellom eierne og ledelsen påvirke verdieffekten av utbytte.

Til nå har områdene investering og finansiering blitt analysert hver for seg. På den ene siden har det blitt antydning at investeringsanalysen i seg selv ikke inneholdt noen eksplisitt vurdering av finansieringseffekter, og på den andre siden at finansieringsprosjekter normalt antar at investeringsbeslutningene allerede er tatt eller iallfall ikke blir påvirket av finansieringsbeslutningene. Dette er forutsetninger som antas for å kun være i stand til å kunne rendyrke effekter mellom henholdsvis investering og selskapsverdi og finansiering og selskapsverdi. I realiteten må finansiering og investering ofte verdsettes som en pakke. Begrensningene en til nå har antatt må fjernes og en må åpne for verdimessige koblinger mellom investerings- og finansieringsprosjekter;

$$(2.3.4) \quad V = h(I, K)$$

Dermed tas det eksplisitt hensyn til for eksempel det faktum at noen helt spesielle bestemte investeringer berettiger til spesielt gunstige lån. Eksempler på dette er prosjekter i utpekte geografiske regioner (utbyggingsområder, eksportprosjekter) eller i bestemte typer utstyr (energiøkonomisering, vannrensing). Her er det altså ikke mulig å oppnå den subsidierte finansieringen uten samtidig gjennomføre den bestemte investeringen. I slike tilfeller må dermed investering og finansiering sees på som en pakke. Lignende sammenkoblinger mellom anskaffelsen og bruk av kapital skjer dersom det er spesielle skattefordeler ved selskapsopplåning. Nye investeringsprosjekter gir grunnlag for mer gjeld, som igjen betyr større skattefordeler fra rentefradraget. I slike tilfeller må følgelig investerings- og finansieringsprosjekter sees under ett.

Kort oppsummert kan en si at både investerings- og finansieringsbeslutninger kan gi økt forventet kontantstrøm, da både alene og som en pakke. Ved investering dreier spørsmålet seg om å investere i de rette eiendelene, mens ved finansiering er det to spørsmål som gjelder:

1. hvor mye av kapitalstrukturen som består av gjeld, og hvor mye som består av egenkapital.
2. hvor mye av overskuddet som skal holdes tilbake og hvor mye som skal deles ut som utbytte og skape ny kapital i markedet.

Det er redegjort for at imperfeksjoner i kapitalmarkedet kan endre verdieffekten av finansieringsprosjekter. I denne sammenheng er det også verdt å nevne det velkjente Modigliani-Miller teoremet. Det sier at i et perfekt marked hvor selskaper ikke har lånefordeler framfor private, uten diskriminerende skatter etc. har ingen av disse beslutningene noen betydning for selskapets verdi eller aksjonærens velferd.

2.4 Skatt og finansieringsbeslutninger

I delkapittel 2.3 ble det redegjort for at det finnes verdimessige koblinger mellom utbytteadferd og selskapsverdi, og at diskriminerende skatteregler og imperfeksjoner i markedet kan påvirke denne verdieffekten. I dette delkapitlet, som bygger på en modell for optimal selskapsverdi utviklet av Auerbach (2002), skal vi ut fra teoriene "The traditional view" og "The new view" se hvordan en utbytteskatt kan påvirke selskapers finansierings- og investeringsbeslutninger. Vi ser spesielt på valget mellom å dele ut profitten i forhold til å holde den tilbake i selskapet. Først, i 2.4.1, presenteres uttrykkene for optimal selskapsverdi for de to teoriene. Denne presentasjonen gjør det lettere å forstå hvordan utbytteskatten og kapitalgevinstskatten inngår i uttrykkene for verdien av en krone reinvestert i et selskap i 2.4.2. Nærmere beskrevet ser vi i 2.4.2 på utbytteskattens effekt på verdien av en krone reinvestert i et selskap, og hvordan dette påvirker en aksjonærs valg mellom å reinvestere en krone i selskapet i forhold til å ta den ut i utbytte.

2.4.1 Modell for optimal selskapsverdi

Utleddningen av Auerbachs modell gir et generelt uttrykk⁴ for et selskaps verdi i optimum i perioden t , V_t . Uttrykket viser at optimal selskapsverdi bestemmes av diskontert netto kontantstrøm;

$$(2.4.1.1) \quad V_t = \int_t^{\infty} \left(1 - \frac{\mu_s}{1 - \lambda_s p} \right) G_s \exp \left(- \int_t^s \frac{\rho}{(1 - c)(1 - \lambda_v p)} dv \right) ds,$$

hvor c er skatt på kapitalgevinst, og multiplikatorene μ_s og λ_s er assosiert med følgende betingelser: μ_s gjenspeiler betingelsen om at et selskap ikke foretar aksjeemisjoner, mens λ_s gjenspeiler betingelsen om at et selskap må dele ut minst en andel p av sitt overskudd som utbytte. Videre er G_s selskapets netto kontantstrøm før man bestemmer andelen av henholdsvis utbytte og aksjeemisjon, og brøken $\rho / (1 - c)(1 - \lambda_v p)$ er kontantstrømmens diskonteringsrate. På marginen vil det å utstede nye aksjer for å betale utbytte øke skattekostnadene og redusere aksjeverdien. For å maksimere aksjeverdien vil selskapene ønske å redusere utbytte eller aksjeemisjoner helt til enten betingelsen om minimumsutbytte eller betingelsen om ingen aksjeemisjon gjelder.

Ifølge Auerbach (2001) kan vi skille mellom tre ulike teorier når det gjelder effekter av utbytteskatt, avhengig av hvilke betingelser som gjelder eller med andre ord hvorvidt λ_s eller μ_s eller begge er positive. Det som i utgangspunktet skiller teoriene fra hverandre er ulike antagelser om hva som er den marginale finansieringskilden i selskapet. Selskapene har tre ulike måter de kan finansiere nye investeringer på (se delkapittel 2.2); de kan enten utvide antall aksjer, holde tilbake overskudd fra tidligere investeringer eller de kan låne penger. De tre teoriene er enige om at lånefinansiering er favorisert fordi lånerenter er fradragsberettiget. I den grad investeringer er finansiert på en annen måte er det uenighet. Den første teorien som presenteres er "The traditional view", det tradisjonelle synet på utbyttebeskatning, hvor antatt marginal finansieringskilde er aksjeemisjoner. Det tradisjonelle synet har de siste 30 årene blitt sterkt utfordret av "The new view", det nye synet på utbyttebeskatning, som er den andre teorien som presenteres. Det nye synet antar at marginal finansieringskilde er tilbakeholdt profitt. Forfattere av denne teorien argumenterer med at empirien viser at de aller fleste investeringene blir finansiert via tilbakeholdt overskudd, og at kun en svært liten andel av investeringene blir finansiert via aksjeemisjoner (se delkapittel 2.2). I tillegg til disse to teoriene beskriver Auerbach i sin framstilling også en tredje synsvinkel, "The intermediate case". I denne teorien antas det at selskapene finansierer sine investeringer med en kombinasjon av aksjeemisjon og tilbakeholdt profitt. "The intermediate case" er en mellomløsning i forhold til det tradisjonelle og det nye synet. Dette minner oss om at de to teoriene som blir presentert i dette avsnittet er ekstremtilfeller. I tillegg vet vi også at selskaper har ulik tilgang til finansieringskilder i ulike etableringsfaser; et nystartet selskap har kun mulighet til å finansiere sine investeringer med aksjeemisjon, men etter hvert som selskapet modnes er også tilbakeholdt profitt en mulig finansieringskilde. Denne teorien kalles "Another view"⁵.

"The traditional view"

Under det tradisjonelle synet på utbyttebeskatning antas det at selskapene er pålagt en restriksjon om å dele ut et minimumsutbytte. Derimot gjelder ikke betingelsen om ingen aksjeemisjon. Dette betyr at $\mu_s = 0$, og uttrykket for optimal selskapsverdi (2.4.1.1) reduserer seg til;

$$(2.4.1.2) \quad V_t = \int_t^{\infty} G_s \exp \left(- \frac{\rho}{1 - (1 - p)c - p\theta} (s - t) \right) ds$$

⁴ For utledning av dette generelle uttrykket for optimal selskapsverdi se appendiks.

⁵ Det var Sinn (1991) som først presenterte og drøftet teorien "Another view".

Likningen (2.4.1.2) gjenspeiler nåverdien av netto kontantstrøm, G_s , diskontert med en før-individ-skatt diskonteringsrate, $\rho/(1 - (1 - p)c - p\theta)$, som reflekterer individuell skatterate på egenkapital som et veid gjennomsnitt av skatteratene på utbytte og aksjegevinst. Når kravet om minimumsutbytte gjelder deles en andel p ut som utbytte og beskattes med θ , mens den resterende andelen $(1-p)$ beskattes med c . Dette regimet reflekterer "The traditional view" [Poterba og Summer (1985)], eller det tradisjonelle synet på utbyttebeskatning, fordi det impliserer to standard konklusjoner. Den første konklusjonen er at både skatt på utbytte og skatt på kapitalgevinst øker diskonteringsraten. Den andre konklusjonen er at selskapene ønsker å investere til den marginale verdien av en krone investert er lik en krone.

En konstant skatt på utbytte vil under det tradisjonelle synet redusere selskapsverdien (2.4.1.2) via økt diskonteringsrate. Dette betyr at utbytteskatten har effekt på marginen på selskapers incentiv til å investere. Dette medfører at en konstant utbytteskatt ikke bare reduserer selskapsverdien, men også påvirker selskapenes finansierings- og investeringsbeslutninger i optimum. En redusert selskapsverdi kan i dette tilfellet bli sett på som en inntektseffekt av skatt, mens selskapenes endrede tilpasning i optimum gjenspeiler de såkalte vridningseffektene.

"The new view"

Under det nye synet på utbyttebeskatning gjelder kun betingelsen om ingen aksjeemisjon. Selskapene er derimot ikke pålagt noen restriksjon om å dele ut et minimumsutbytte. Dette betyr at $\lambda_s = 0$, og uttrykket for optimal selskapsverdi (2.4.1.1) vil nå redusere seg til;

$$(2.4.1.3) \quad V_t = \int_t^{\infty} \left(\frac{1-\theta}{1-c} \right) G_s \exp\left(-\frac{\rho}{1-c}(s-t) \right) ds$$

Likningen (2.4.1.3) har to viktige implikasjoner. For det første er diskonteringsraten, $\rho/(1-c)$, uavhengig av skatteraten på utbytte. For det andre er netto kontantstrøm i selskapet multiplisert med $(1-\theta)/(1-c) \leq 1$. Dette resultatet kalles "The new view" [Auerbach (1981)], eller det nye synet på utbyttebeskatning. Intuisjonen i dette synet er at med forutsetningen om ingen aksjeemisjon, vil selskapet verken utstede nye aksjer eller kjøpe tilbake egne. Dette gjør at egenkapitalen består av tilbakeholdt profitt. Profitten som overgår investeringene vil derfor deles ut som utbytte, siden de ikke kan tilbakekjøpe aksjer.

En konstant skatt på utbytte vil i dette tilfellet kun redusere selskapsverdien gjennom faktoren $(1-\theta)/(1-c)$, derimot inngår den ikke i diskonteringsraten som under det tradisjonelle synet. Faktoren, $(1-\theta)/(1-c)$, er en konstant og kan derfor settes utenfor ved en maksimering av selskapsverdien. Dette betyr at en konstant utbytteskatt ikke vil påvirke selskapenes finansierings- og investeringsbeslutninger i optimum, men kun reduserer selskapsverdien. Utbytteskatten påvirker ikke selskapenes incentiv til å investere marginalt, den kan heller sees på som en lump-sum skatt på akkumulert kapital. Dette betyr at en konstant utbytteskatt under det nye synet bare har inntektseffekter og ikke vridningseffekter.

Utleddningen av uttrykkene for optimal selskapsverdi for "The traditional view" og "The new view" er nødvendig for å forstå hvordan og hvorfor en utbytteskatt har ulike effekter på finansierings- og investeringsbeslutninger i de to teoriene. Dette avgjør igjen hvordan utbytteskatten og kapitalgevinstskatten inngår i uttrykkene for verdien av en krone reinvestert i et selskap. Når vi ser på uttrykkene for verdien av en krone reinvestert under de to ulike teoriene ((2.4.2.1) og (2.4.2.3)), ser vi at de er nært relatert til uttrykkene for selskapsverdien gjennom nevneren i diskonteringsraten. Nevneren i diskonteringsraten gjenspeiler den individuelle skatteraten på egenkapitalen, og er avhengig av hvilke finansieringskilder selskapet bruker. Utleddningen av uttrykkene for verdien av en

reinvestering kan i utgangspunktet gjøres intuitivt, men ved å først utlede selskapsverdien får vi en mer helhetlig forståelse av uttrykkene.

2.4.2 Utbytteskatt og utbyttepolitikk under "The traditional view" og "The new view"

Det ble vist i forrige delkapittel at en konstant utbytteskatt har ulik betydning for selskapers finansierings- og investeringsbeslutninger under henholdsvis det tradisjonelle og det nye synet på utbyttebeskatning. Dette betyr at en utbytteskatt også har ulike effekter på et selskaps valg mellom å dele ut profitten som utbytte eller å holde den tilbake i selskapet. I dette delkapitlet forklares nærmere hvordan en utbytteskatt påvirker utbytteadferden, både under forutsetningen om konstant og midlertidig skatt.

"The traditional view"

Under det tradisjonelle synet utvikler selskapene egenkapital for å finansiere investeringer gjennom aksjeemisjon. Videre deler de ut en viss andel av overskuddet som utbytte, mens den resterende delen holdes tilbake. Utbytte har en egenverdi fordi det blant annet er en signaleffekt som igjen kan skape verdier. Netto fortjeneste ved å holde en krone tilbake i selskapet for å ta den ut som utbytte perioden etter blir dermed;

$$(2.4.2.1) \quad 1 + r(1 - \tau)[p(1 - \theta) + (1 - p)(1 - c)]$$

der r avkastning før skatt, τ er skatten på selskapsoverskuddet, θ er personlig skatt på utbytte, c er personlig skatt på akkumulert kapitalgevinst (skapt gjennom tilbakeholdt overskudd) og p er utdelingsraten for utbytte. Med andre ord er (2.4.2.1) verdien i periode 2 av en krone reinvestert i selskapet i periode 1. Verdien er avhengig av selskapets skatterate og det veide gjennomsnittet av utbytteskatt og kapitalgevinstskatt, hvor vektene er bestemt av utbetalingsraten av utbytte.

Det tradisjonelle synet predikerer at enhver konstant utbytteskatt vil påvirke utdelingsraten av utbytte. Utbyttepolitikken under det tradisjonelle synet bestemmes ut fra en avveining mellom reduksjonen i selskapsverdien pga. skattebyrden som faller på utbytte og en eventuell økning i selskapsverdien som følger av signaleffekten. En utbytteskatt vil øke kostnaden ved å betale utbytte som signaleffekt. I tillegg vil den redusere netto fortjeneste av å reinvestere en krone i selskapet for å ta den ut neste periode (2.4.2.1). Dette gjør det lønnsomt å redusere utbytteraten p . Det tradisjonelle synet predikerer at en midlertidig skatt på utbytte også vil påvirke utbyttepolitikken, og dette vil skje på samme grunnlag og motivasjon som ved en konstant utbytteskatt.

"The new view"

Som nevnt i avsnitt 2.4.3. vil selskapene ifølge "The new view" finansiere marginale investeringer ved tilbakeholdt profitt. Under dette synet har utbytte ingen egenverdi. Utbytte er kun et residual, forskjellen mellom profitten og investeringene. Det ble vist i forrige avsnitt at så lenge alle investeringene er finansiert ved tilbakeholdt profitt, ville en konstant skatt ikke påvirke finansierings- og investeringsbeslutningene. Når en utbytteskatt ikke påvirker investeringene, og utbytte er et residual mellom profitt og investering, blir utbyttepolitikken heller ikke påvirket så lenge profitten er konstant.

Under det nye synet vil aksjonærens alternativkostnad av en krone reinvestert reduseres med utbytteskatten som unngås og øke med skattebyrden på kapitalgevinst skapt av akkumulert kapital. I likeveket er verdien av en reinvestering pr. krone lik kostnadene til aksjonæren. Dette gjør at kostnaden av en tilbakeholdt krone kan skrives $q'' = 1 - \theta + c q''$ eller $q'' = (1 - \theta)/(1 - c)$. En periode senere er reinvesteringen pluss avkastning verdt $q'' [1 + r(1 - \tau)(1 - c)]/q''$ pr. krone, hvis alt overskudd er holdt tilbake. Hvis hele overskuddet deles ut året etterpå vil aksjonæren få beløpet $[1 + r(1 - \tau)(1 - c)]$. Dette gjør at aksjonæren må betale $[1 + r(1 - \tau)(1 - c)]\theta$ i utbytteskatt, som delvis vil bli oppveid av

kapitalgevinstskatten, $[1 + r(1 - \tau)(1 - c)]cq^n$, man slipper betale ved å motta utbytte. Dette betyr at netto fortjeneste ved å holde en krone tilbake i selskapet for å ta den ut som utbytte neste periode blir;

$$(2.4.2.2) \quad [1 + r(1 - \tau)(1 - c)] \frac{(1 - \theta + cq^n)}{q^n}$$

Så lenge skattene er *konstante* over tid, $(1 - \theta + cq^n) = q^n$, vil verdien pr. krone reinvestert være;

$$(2.4.2.3) \quad [1 + r(1 - \tau)(1 - c)]$$

Utbytteskatten inngår ikke i uttrykket for verdien i periode 2 av en krone reinvestert i periode 1 (2.4.2.3). Dette betyr at en utbytteskatt er irrelevant for aksjonærens valg mellom å reinvestere en krone i selskapet eller å ta den ut som utbytte, så lenge skattene er konstante.

Derimot vil ikke en *midlertidig* skatt på utbytte gjøre aksjonæren likegyldig over valget mellom å reinvestere en krone i selskapet i forhold til å ta den ut som utbytte. Ved en midlertidig skatt på utbytte vil kun q^n i nevneren reduseres, mens q^n i teller er uendret fordi utbytteskatten faller bort neste periode;

$$(2.4.2.4) \quad [1 + r(1 - \tau)(1 - c)] \frac{(1 + cq^n)}{(1 - \theta + cq^n)}$$

En midlertidig utbytteskatt øker verdien av å reinvestere en krone, og kostnaden ved å dele ut utbytte øker. Aksjonæren vil i dette tilfellet heller reinvestere kronen i selskapet, som også kan sees på som en sparing, i stedet for å dele ut kronen som utbytte. Dette betyr at utdelingsraten for utbytte går ned, og en får en innlåsnings effekt av kapital i selskapet. Så lenge aksjonærene vet at skatten fjernes neste periode kan det skapes skattegevinster ved å holde tilbake utbytte mens skatten gjelder.

Som følge av dette vil situasjonen være omvendt hvis man *forventer* en utbytteskatt i neste periode, og det ikke er utbytteskatt i den nåværende perioden;

$$(2.4.2.5) \quad [1 + r(1 - \tau)(1 - c)] \frac{(1 - \theta + cq^n)}{(1 + cq^n)}$$

En ventet skatt på utbytte gjør at verdien av å reinvestere en krone reduseres. Så lenge en aksjonær vet at det kommer en utbytteskatt i neste periode kan det skapes skattegevinster ved å ta ut kronen som utbytte i den nåværende perioden i stedet for å reinvestere den i selskapet. Poterba og Summer (1985) har (basert på analyse av data fra Storbritannia) vist at utbytteutdelingene øker med en forventet utbytteskatt og reduseres med en nåværende utbytteskatt.

2.5 Elastisiteter av aksjerealisering med hensyn til kapitalgevinstskatt

I den økonometriske artikkelen "*Measuring Permanent Respons to Capital-Gains Tax Changes in Panel Data*" har Burman og Randolph (1994) beregnet elastisiteten av realisering av aksjer med hensyn til skatt på kapitalgevinst.

Mer presist sagt har de sett på hvordan en økning i kapitalgevinstskatten påvirker realiseringsadferden av aksjer. Basert på paneldata har de funnet en negativ sammenheng mellom aksjerealisering og skatt på kapitalgevinst, henholdsvis både ved konstante og midlertidige skatteendringer, men styrken i

sammenhengen ble forskjellig. Ved konstante skatteendringer ble elastisiteten -0.18. Det betyr at hvis myndighetene innfører en konstant økning i kapitalgevinstskatten på 1%, vil man kunne vente en gjennomsnittlig reduksjon i aksjerealisering på 0.18% på lang sikt. Vi gjør oppmerksom på at det er stor usikkerhet forbundet med dette resultatet.

Elastisiteten av aksjerealisering med hensyn til en midlertidig skatt ble ifølge estimeringsresultatene - 6.42. Dette betyr at hvis myndighetene innfører en midlertidig økning på 1% i skatt på kapitalgevinst, så vil den gjennomsnittlige aksjerealiseringen reduseres med 6.42%. Den høye elastisiteten indikerer at responsen til en midlertidig skatteendring er betydelig større enn ved konstante skatteendringer.

Dette viser at aksjonærer tilpasser seg og realiserer klart flere aksjer når de vet at økningen i kapitalgevinstskatten kun er midlertidig i forhold til en eventuell konstant økning. Ved midlertidige skatter er det både større muligheter og motivasjon for tilpasning til skattesystemet, derimot er det klart vanskeligere å tilpasse seg på lang sikt hvis skatten er konstant. Dette kommer av at det er lettere å bruke alternative finansieringskilder på kort sikt, mens man på lang sikt før eller senere velger å realisere aksjer tross skattebyrden. Konklusjonen er at aksjonærer driver aktiv skatteunngåelse, og midlertidige skatter vil i stor grad kunne medføre betydelige tilpasninger for å spare skatt.

Til tross for at resultatene i Burman og Randolph (1994) dreier seg om aksjerealiserings respons til kapitalgevinstbeskatning, kan artikkelens konklusjon i all hovedsak overføres på utbytteadferdens respons til utbyttebeskatning. Denne teorien predikerer at aksjonærene i stor grad vil holde utbytte tilbake ved en midlertidig økning i utbytteskatten. Så lenge en skatt kun varer en kort periode, er det lønnsomt for en aksjonær å drive aktiv skatteunngåelse.

3. Alternative utbytteteorier

Som vi har påpekt ovenfor kan skatt påvirke hvorvidt aksjeselskapene deler ut eller holder tilbake utbytte, og skatt er derfor en faktor som påvirker utbytteadferden. Men det er flere faktorer som påvirker hvor mye utbytte aksjeselskapene velger å dele ut. For det første kan utbytte brukes som et signal til aksjonærene; en slags budbringer om andre beslutninger. For det andre kan utbytte brukes som et verktøy for å redusere agentkostnadene. For det tredje vil konjunktorene være med på å påvirke utbytteadferden i stor grad.

3.1 Utbytte som budbringer for andre beslutninger

Ledelsen vet klart mer enn eierne om selskapets inntjeningspotensiale, det vil si at det er asymmetrisk informasjon mellom ledelse og eier. I slike situasjoner kan det være nærliggende for ledelsen å bruke utbytte som et signal om hittil ukjent inntjeningsmulighet, f.eks. ved å øke utbytte for å fortelle gode nyheter om høyere forventet overskudd. I så fall burde investorene oppfatte overraskende utbytteøkninger som et signal om oppjustert framtidig anslag på framtidig lønnsomhet i selskapet. Aksjekursen burde derfor gå opp. Det er for øvrig ikke alltid denne logikken stemmer overens med virkeligheten. Bøhren og Michalsen (2001) argumenterer for at empirien på den ene siden viser, i tråd med teorien, at utbytteøkninger blir tolket som overskuddssignaler. Uventede utbytteøkninger gir positivt kursutslag, og uventede utbyttereduksjoner gir negativt kursutslag. Men forfatterne påpeker også at den andre delen av empirien ikke stemmer med signalthypotesen. Utbytte viser seg å gå opp etter at resultatet allerede har steget; ikke før det begynner å stige. Tilsvarende synker utbytte etter og ikke før resultatfall. I den grad utbytte er budbringer, sier det altså noe om historisk inntjening snarere enn om den framtidige. Utbytte forteller bare gammelt nytt. Dermed sier empirien at kursen reagerer på utbytteendringer i tråd med signalteorien, men utbytteendringene varsler ikke endrede overskuddsforventninger. For tiden er holdningen til signal teori preget av undrende skepsis, og det letes intenst etter alternative forklaringer på kursreaksjonene.

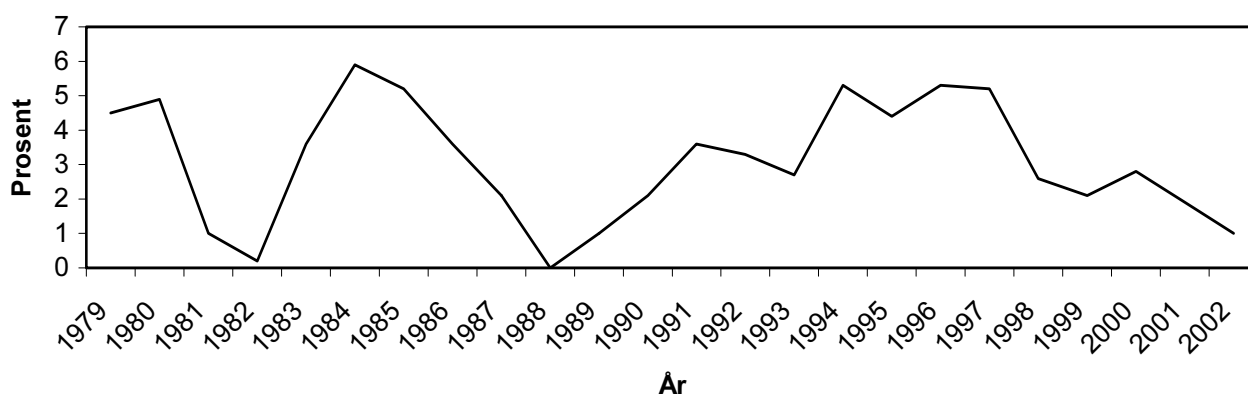
3.2 Utbytte gir reduserte agentkostnader

Den sterkeste utfordreren til utbyttets signalfunksjon er agentteorien som også bygger på forutsetningen om asymmetrisk informasjon. I motsetning til signalteorien forutsetter imidlertid agentteorien at det også forekommer interessekonflikter i selskapet. Disse kan være mellom eier og kreditorer, mellom de enkelte eierne eller mellom eierne og ledelsen. I følge Bøhren og Michalsen (2001) blir spesielt ideen om avvikende mål for eiere og ledelse stadig oftere brukt til å forklare den utbyttepraksisen et selskap har eller burde hatt. Agentteorien forutsetter at siden ledelsen kan ha andre mål for selskapet enn eierne, tar de ikke nødvendigvis beslutninger som maksimerer eiernes formue. Eierne bør derfor begrense ledelsens tilgang til selskapets likvide ressurser, dvs. midler som er tilgjengelige etter alle lønnsomme investeringsprosjekter er finansiert. Jo mer likvide ressurser, desto mer fristes ledelsen til å finansiere prosjekter som eierne ikke er tjent med. Agentteorien sier derfor at utbytte bør være høyt fordi dette minimerer agentkostnadene.

3.3 Konjunktorenes rolle for utbytteadferden

En annen faktor som påvirker utbytteadferden er konjunktorene⁶. Ved økonomiske oppgangstider vil overskuddene i selskapene øke, og de har både større mulighet og motivasjon for å ta ut høye utbytter. Mellom 1992-1997 var norsk økonomi preget av høykonjunktur. Det var gode økonomiske tider med synkende arbeidsledighet, økt konsum og produksjon. Den høye aktiviteten i økonomien fortsatte inn i 1998, men den avtok allikevel noe i forhold til årene før. Eksporten av tradisjonelle varer økte litt langsommere, investeringene i Fastlands-Norge var nedadgående, og både veksten i Fastlands-Norges BNP og sysselsettingen sank. Denne situasjonen fortsatte inn i 1999, og dette året ble et slags hvileeskjær for norsk økonomi som nå var preget av lav økonomisk vekst. Aktiviteten steg igjen de første kvartaler av 2000, men flatet ut ved utgangen av året. På årsbasis ble veksten i Fastlands-Norges BNP allikevel noe sterkere enn i 1999. Men 2000 ble et konsolideringsår for norsk økonomi, siden høykonjunktoren som dominerte store deler av 90-tallet så ut til å være over. Videre markerte 2001 slutten på høykonjunktoren. Arbeidsmarkedet som hadde blitt svekket de siste årene, så ut til å bli ytterligere svekket og samtidig avtok prisstigningen. I tillegg ble internasjonal økonomi preget av konjunkturedgangen i USA som følge av terrorangrepet 11. september 2001. Effektene av terrorangrepet hadde en viss treghet og påvirket også første halvdel av 2002. Dette året ble starten på en lavkonjunktur både i den norske økonomien og verdensøkonomien, som ble spådd til å vare til rundt 2004.

Figur 1: Prosentvis årlig vekst i BNP i Norge fra 1979-2002



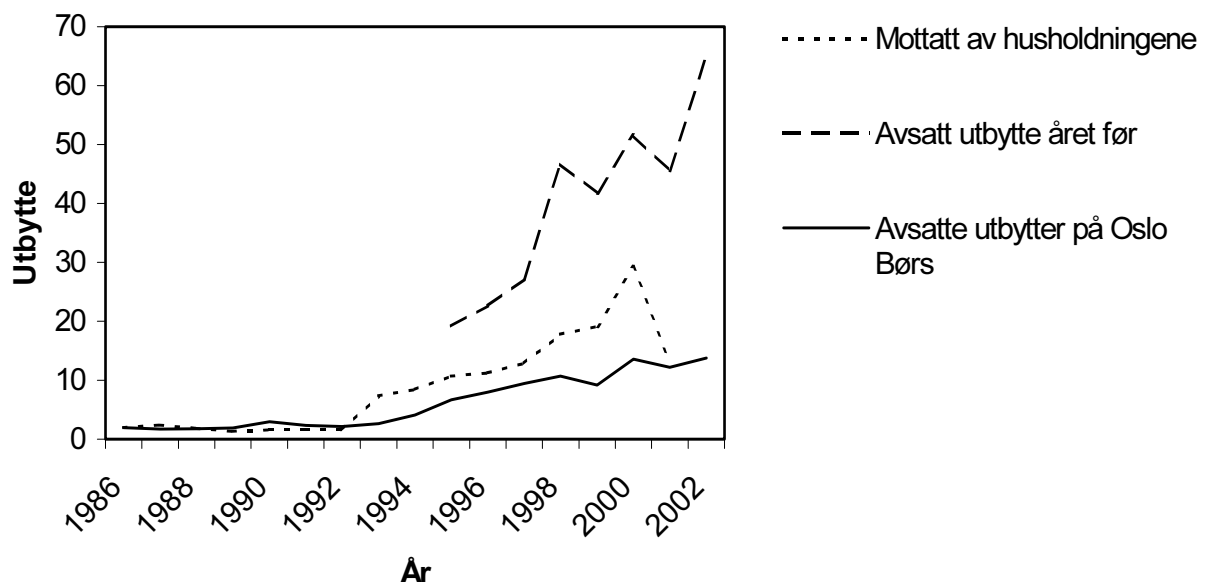
Kilde: Statistisk årbok 1982-2002.

⁶ Konjunkturer er svingninger i faktisk BNP rundt trenden i BNP. Hvorvidt det er høy- eller lavkonjunktur avhenger av om vi er over eller under trenden. Når vi senere i delkapitlet ser på vekst i BNP må det gjøres oppmerksom på at vi kan ha tiltakende vekst selv om det er lavkonjunktur, og omvendt; veksten kan være avtakende selv om det er høykonjunktur. Dette omtales gjerne som henholdsvis oppgangs- og nedgangskonjunkturer.

Figur 1 viser årlig vekst i BNP i Norge fra 1979-2002, og en kan se av figuren at det var høy vekst i perioden 1992-1998. Figuren viser videre at veksten begynte å avta i 1998, men norsk økonomi var fortsatt sterk og stabil. Til slutt kan en se at veksten ble ytterligere svekket utover i 1999, 2000 og 2001, og 2001 markerte sluttstreken for de gode økonomiske tidene som hadde preget store deler av 90-tallet. Ut ifra dette skulle en vente at norske selskaper hadde relativt store overskudd gjennom hele perioden 1992-1998, og at utbytteutdelingene økte år for år. Når økonomien begynte å svekkes i 1998, bør en vente at størrelsen på utbytteutdelingene ikke økte, men at de fortsatt holdt seg relativt stabil på et høyt nivå.

Figur 2 på neste side viser utviklingen av utbyttene i norske aksjeselskaper. Figuren inneholder tall for utbytte fra norske selskaper til husholdninger i årene 1986 til 2001⁷, samt avsatt utbytter for henholdsvis ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge for årene 1994 til 2001⁸ og selskaper notert på Oslo Børs⁹. Siden avsatte utbytter gir et godt anslag på utdelte utbytte året etter, er tallserien for avsatte utbytter skjøvet et år fram i tid i figuren. Dette gjør at serien for utbetalte utbytter lettere kan sammenlignes med utbytter som mottas av husholdningene.

Figur 2: Samlede aksjeutbytter mottatt av personer, avsatte utbytter i ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge og avsatte utbytter notert på Oslo Børs. Milliarder kroner i løpende kroner



Kilde: Norges Offentlige Utredninger 2003:9.

Figur 2 viser at utbyttene lå ganske jevnt mellom 1,5 og 2,5 milliarder kroner per år før 1992, men økte kraftig i de påfølgende årene. Relativt sett var økningen kraftigst fra 1992 til 1993, hvor utbyttene ble mer enn firedoblet i forhold til året før. Videre ser man av figuren at det har vært en trend i økte utbytter siden 1992. Det har oppstått noen svingninger rundt trenden, men en kan allikevel se en klar tendens til at avsatte utbytter har økt. Ved siden av de gunstige konjunktorene skyldes økningen i utbytte sterkere insentiv til å øke utbytte etter reformen i skattesystemet i 1992. I tillegg ble det samme året vedtatt endringer i aksjeloven som medførte at det også ble lettere juridisk sett å ta ut høye utbytter. Til slutt er det verdt å nevne at det utover på 1990-tallet ble mer vanlig å investere i

⁷ Statistisk sentralbyrå. Selvangivelsesstatistikk for personlige skatteyttere.

⁸ Statistisk sentralbyrå. Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper. Tall før 1994 ikke tilgjengelig.

⁹ Oslo Børs og Statistisk Sentralbyrås aksjestatistikk.

aksjefond. Denne aktiviteten kan ha ført til at signaleffekten ved utbytteutdelinger ble viktigere; at det ble viktig å betale ut høyt utbytte for å være et attraktivt investeringsalternativ for de store aksjefondene. Dette kan også være en grunn til at avsatte utbytter økte fra 1992 og utover.

4. Beskatning av lønns- og kapitalinntekt i Norge fra og med reformen i 1992

På 80-tallet ble det introdusert en rekke reformer i skattesystemene i de ulike OECD-landene. De fleste landene i OECD-området endret viktige grunnprinsipper i sine skattesystemer. Dette medførte at basisstrukturen i skattesystemene ble noe svakere enn før 1980. USA hadde en særdeles omfattende reform i 1986, og de nordiske landene fulgte etter på tidlig 90-tallet. Mens de fleste OECD-landene fortsatt hadde en relativt lik basisstruktur i sine skattesystem etter reformene, innførte Norden en endring i inntektsskattleggingen som gjorde at de beveget seg bort fra de andre landene og det som ble kalt global inntektsskattlegging. Dette skjedde med innføringen av dual inntektsskattlegging¹⁰, som betydde at lønns- og kapitalinntekt nå skulle beskattes ulikt. I den globale inntektsskattleggingen ble derimot all lønns- og kapitalinntekt lagt sammen, og man skattet av det totale inntektsbeløpet. Det duale systemet ble innført i Danmark i 1987, og deretter i Sverige i 1991, Norge i 1992 og Finland i 1993. Skatteratene for henholdsvis lønns- og kapitalinntekt var ulike i nordiske landene, men alle landene tok utgangspunkt i dual inntektsskattlegging ved utformingen av et nytt skattesystem for inntekt.

Ved innføringen av dual inntektsskattlegging i Norge i 1992 ble kapitalinntekt og selskapsoverskudd beskattet med en proporsjonal marginal skatterate på 28%, mens lønnsinntekt ble progressivt beskattet med en marginal skatterate mellom 28-48,8%¹¹ [NOU (2003:9)] Dette skapte et stort gap mellom skattebyrden på lønns- og kapitalinntekt, og var en svakhet ved det duale systemet. Svakheten gjaldt med tanke på aktive aksjonærer¹² og selvstendig næringsdrivende som for egenfinansiering ville ønske å ta ut mest mulig kapitalinntekt og minst mulig lønnsinntekt fra eget selskap for å spare skatt. Ved å la egenfinansieringen på denne måten hovedsakelig bestå av utbytte i stedet for lønnsinntekt kunne disse aktørene spare en skattebyrde på hele 20,8 prosentpoeng. For å hindre muligheten for dette innførte regjeringen delingsmodellen. Delingsmodellen skulle bidra til skattemessig likebehandling av arbeidsavkastningen til vanlige arbeidstakere på den ene siden, og aktive aksjonærer og selvstendig næringsdrivende på den annen, og skulle slik være en viktig del av fordelingspolitikken. Dette skulle gjennomføres ved å beregne personinntekt av overskuddet for aktive aksjonærer og selvstendig næringsdrivende. Vi presiserer at de aktive aksjonærene som ble rammet av delingsmodellen var kun de som alene eller sammen med andre aktive aksjonærer i selskapet eide minst 2/3 av aksjekapitalen. Personinntekten ble beregnet ved å trekke faktisk kapitalinntekt, beregnet kapitalavkastning og lønnsfradrag fra alminnelig inntekt, og deretter legge til faktisk kapitalutgift. Overskuddet i disse selskapene ble slik inndelt i personinntekt som ble beskattet som vanlig lønnsinntekt med en proporsjonal skatterate 28-48,8% (1992), og kapitalinntekt som ble beskattet med en flat skattesats på 28%. De betalte skatt av personinntekten uansett om de tok den ut som lønn eller ikke. Personlig næringsdrivende og aktive aksjonærer hadde derfor ikke lengre insentiv til å ta ut utbytte i stedet for lønn. Delingsmodellens harde skattebyrde førte for øvrig til et nytt problem; flere tilpasset seg bort fra delingsmodellen. Tilpasning bort fra delingsmodellen kan skje på uttallige ulike måter. Et eksempel er å forsøke oppnå lavest mulig personinntekt. Et annet eksempel er å redusere aksjekapitalen til under

¹⁰ For nærmere beskrivelse se Birch-Sørensen (1998) "Recent Innovations in Nordic Tax Policy: From the Global to the Dual Income Tax" I: *Tax policy in the Nordic Countries*, av Birch-Sørensen

¹¹ Den marginale skattesatsen 48,8% (1992) gjelder vanlige arbeidstakere, og er inkludert trygdeavgift på 7,8 prosentpoeng. Selvstendig næringsdrivende betaler en trygdeavgift på 10,7 prosentpoeng, og får derfor en topp marginal skatterate på 51,7%. Lønnsinntekt blir i tillegg til dette beskattet med en arbeidsgiveravgift som varierer med en skattesats på mellom 0 - 14,1% (1992)

¹² En aktiv aksjonær er en person som eier en del av aksjekapitalen i et selskap, hvor han også er ansatt og arbeider minst 300 timer i året.

2/3 for å unngå å bli rammet av delingsmodellen. I dette tilfellet kan aksjonærene selge aksjer til barn og barnebarn, slik at selskapet fremdeles er i familien.

En forskjellsbehandling av aktive aksjonærer og selvstendig næringsdrivende var nødvendig for å gjøre det duale systemet for inntektsskattelegging mer effektivt. Ellers ble alle typer kapitalinntekt, både renter, kapitalgevinst, tilbakeholdt og utdelt profitt, beskattet med en proporsjonal skatt på 28%. Skattesatsen gjaldt både for individ- og bedriftsleddet. Utbytte og kapitalgevinst kunne derfor bli gjenstand for dobbelbeskatning, i det beløpene kunne bli beskattet på begge disse leddene; først 28% innad i selskapet som selskapsoverskudd, deretter 28% på aksjonærens hånd som personlig kapitalinntekt. Hvis en først ser på utbyttebeskatningen, ville dette gitt en effektiv skattesats på utbytte på $0.28 + (1-0.28) \times 0.28 = 0.4816$, dvs. 48.2%. For å hindre denne dobbelbeskatningen ble det innført en godtgjørelsesmetode. Godtgjørelsesmetoden gjør at skatt som selskapet har betalt på utdelt overskudd, godtgjøres aksjonæren i forbindelse med at utdelingen beskattes på hans hånd. Dette betyr at i praksis var det ingen form for personlig skatt på utbytte, fordi denne skatten ble godtgjort med 28/28. Videre måtte man også ta høyde for dobbelbeskatningen av aksjegevinst, eller med andre ord hindre at inntekt som er skattelagt på selskapets hånd blir skattelagt også hos aksjonæren gjennom skattelegging av verdistigning på aksjene. Dette ble gjennomført ved å innføre RISK-metoden (Regulering av Inngangsverdien av Skattelagt Kapital) RISK-metoden innebærer at aksjegevinster som skyldes andre forhold enn tilbakeholdt overskudd beskattes med en sats på 28%, mens det ikke blir noen aksjegevinstbeskatning dersom gevinsten i sin helhet skyldes tilbakeholdt overskudd. Ut i fra dette kan en si at reformen i Norge i 1992, utformet av Aarbakke-utvalget, ga et nøytralt skattesystem for kapitalinntekt. Etter 1992 skjedde ingen videre store endringer i inntektsskatteleggingen før innføringen av utbytteskatten på 11% på mottakers hånd 05.09.2000, sett bort i fra en jevnlig økning av marginalskatten på lønnsinntekt. Utbytteskatten var en reduksjon i godtgjørelsesfradraget. Mens aksjonærene før fikk godtgjort den personlige skatten på utbytteinntekten med 28/28, ble denne godtgjørelsen nå redusert til 17/28. Dermed ble aksjonærene i praksis beskattet med 11% på inntekter av utbytte over et bunnfradrag på 10 000 kr. Mens all annen kapitalinntekt ble beskattet med 28%, ble utbytte nå beskattet med en effektiv skatterate på $0.28 + (1-0.28) \times 0.11 = 0.3592$, dvs. 35.9%. Som ved ingen godtgjørelse var dette et brudd med nøytralitetsprinsippet, og resultatet ble et ikke-nøytralt skattesystem for kapitalinntekt. I utgangspunktet behøver ikke en utbytteskatt å skape vridninger, men fordi skatten både var forventet og annonsert som midlertidig ville den gi insentiver til skattemotiverte tilpasninger. Begrunnelsen for å innføre utbytteskatt var å gi en mer likeverdig beskatning av lønns- og kapitalinntekt. Utbytteskatten skulle også gi aktive aksjonærer under delingsmodellen mindre insentiv til å tilpasse seg bort fra delingsmodellen. Motivet til å ta ut utbytte i stedet for lønn blir mindre ved utbyttebeskatning, selv for de som klarer å unngå delingsmodellen. Begrunnelsen for å innføre utbytteskatt samt skattens tidsperspektiv blir nærmere drøftet i kapittel 5.

Det var derimot ikke alle aksjonærer som ble rammet av tilleggsskatten på utbytte, enkelte grupper ble skjermet. Skjermingsreglene gjaldt for delingspliktige og upersonlige aksjonærer. De delingspliktige ble skjermet fordi de allerede under delingsmodellen betalte en høy skattebyrde gjennom beregnet personinntekt, mens skjerming av de upersonlige skulle hindre beskatning av utbytte på flere ledd. Grovt oppsummert kan en derfor si at tilleggsskatten på utbytte i 2000/2001 rammet de personlige, ikke delingspliktige aksjonærene.

Stoltenberg-regjeringen offentliggjorde allerede ved utbytteskattens innføring i 2000 at regjeringen planla å bygge opp et nytt næringsbeskatningssystem. Bondevik-regjeringen oppnevnte et skatteutvalg 11.januar 2002, som skulle utrede et forslag til det nye næringsbeskatningssystemet og andre endringer i person- og selskapsbeskatningen, med Arne Skauge som leder. Skauge-utvalgets mandat var delt i to, der den første delen skulle danne det prinsipielle grunnlaget for de konkrete anbefalinger i del to. Det prinsipielle grunnlaget tok utgangspunkt i å avvike minst mulig fra de hovedprinsippene for utbygging av et skattesystem som regjeringen vedtok ved reformen i 1992. I del to av mandatet ble Skauge-utvalget spesielt bedt om å foreslå konkrete skisser til endringer i inntekts- og formuesbeskatningen, med hovedfokus på nærings- og kapitalbeskatningen. I tillegg ble utvalget bedt om å

foreslå endringer i beskatningen av arbeidsinntekt, først og fremst tiltak som skulle redusere forskjellen i skattleggingen av lønns- og kapitalinntekten. Når det gjaldt mandatet om å redusere forskjellen i skattleggingen mellom lønns- og kapitalinntekt, kom utvalget med forslag om å innføre full utbyttebeskatning og fjerne delingsmodellen. Dette vil resultere i at utbytte blir beskattet som om godtgjørelsesmodellen ikke fantes, dvs. med en total skattesats på 48.2%. Når en antar at høyeste marginale skatterate på lønnsinntekt i dag er ca. 55.3%¹³ [NOU (2003:9)], vil en full utbyttebeskatning gi en satsforskjell i beskatningen av lønns- og kapitalinntekt på 7.1 prosentpoeng. I dag er denne satsforskjellen på hele 27.3 prosentpoeng, da utbytte i praksis kun er beskattet med 28% innad i selskapet. De nye skattereglene vil gi mindre motivasjon for alle aktive aksjonærer til å ta ut utbytte istedenfor lønnsinntekt for egenfinansiering, og delingsmodellen kan fjernes.

Det vil allikevel være en viss forskjell mellom beskatningen av lønns- og kapitalinntekt. Utvalget mener det vil være urealistisk med en så flat beskatning at delingsmodellen kan fjernes uten erstatning av en annen modell som tar for seg integrasjonen mellom individ- og selskapsbeskatningen. Forslaget fra Skauge-utvalget blir dermed, i tillegg til full utbyttebeskatning, å erstatte den nåværende delingsmodellen med aksjonærmodellen. Aksjonærmodellen innebærer at den delen av investeringens avkastning som overstiger en beregnet alternativavkastning, ilegges en ekstra skatt på aksjonærens hånd ved utdeling. Utgangspunktet for beregningen av alternativavkastningen er aksjens kostpris. For å komme fram til aksjonærens skjermingsfradrag for det enkelte år, skal aksjens kostpris (skjermingsgrunnlag) multipliseres med en nærmere fastsatt skjermingsrente. Utbytte som ligger innenfor dette skjermingsfradraget, vil ikke ilegges ekstra skatt på aksjonærens hånd.

Skauge-utvalgets forslag om full utbytteskatt og erstatning av delingsmodellen med aksjonærmodellen er per dato ikke innført. Men forslaget kan bli vedtatt i Stortinget ved budsjettforhandlingene for 2004. Dette betyr at Norge nok en gang kan få dobbel skatt på utbytte som overstiger skjermingsgrunnlaget. Men i motsetning til utbytteskatten i 2000/2001 er den kommende utbytteskatten ment å være permanent. I følge skatteteorien vil ikke en dobbelbeskatning av utbytte som verken er avtakende på sikt eller forventet fjernet være en kilde til ineffektiv allokering av ressurser.

5. Aksjeselskapenes handlingsrom under utbytteskatten i 2000/2001

Dette kapitlet beskriver aksjeselskapenes handlingsrom i forhold til å tilpasse seg og forsøke unngå utbytteskatten i 2000/2001. Mens teorien sier at selskapene har motivasjon til å forsøke unngå skatten, er spørsmålet om dette er mulig i praksis. Sentrale spørsmål her er om de visste om den kommende dobbelbeskatningen, om skatten ble signalisert som permanent eller midlertidig, hvor mye utbytte de har lov å ta ut, hvilke alternativer til kontantutbytte de har og til sist hvem som egentlig ble rammet av skatten. En avklaring av disse spørsmålene er nødvendig for å kunne gi en teoretisk prediksjon av hvilken effekt utbytteskatten hadde på utbyttepolitikken i 2000/2001.

5.1 Eventuell informasjon om den kommende utbytteskatten

Den første faktoren man kan se på er om styrene i aksjeselskapene var informert om den kommende dobbelbeskatningen, og eventuelt på hvilket tidspunkt informasjonen var tilgjengelig. Det er denne faktoren som eventuelt skaper et smutthull for selskapene ved at de kan ta ut ekstra høyt utbytte før skatten blir implementert. Det er to gode grunner til å tro at aksjonærene forventet en ekstra skatt på utbytte. Den ene grunnen er at det allerede i Revidert nasjonalbudsjett i 1999, offentliggjort 12.mai 2000, ble nevnt at fordelingspolitikken i Norge var blitt svekket. På side 47 i Revidert nasjonalbudsjett (St.meld. nr. 2, 2000) står det;

¹³ Den marginale skattesatsen 55.3% (2001) gjelder for vanlige arbeidstakere, og er inkludert trygdeavgift. Trygdeavgift, for hhv. selvstendige næringsdrivende og vanlige arbeidstakere, og arbeidsgiveravgift var i 2001 lik som i 1992. Se fotnote 10.

”I Utjevningsmeldinga (St.meld. nr. 50 (1998-1999)) er det dokumentert at inntektsforskjellene har økt noe de siste årene, og det vises i den forbindelse bl.a. til den sterke veksten i lederlønningene. Regjeringen vil derfor fram mot budsjettet for 2001 vurdere endringer i skattereglene som kan bidra til å styrke fordelingsprofilen i skattesystemet ytterligere. Regjeringen vil i den forbindelse vise til at bredere skattegrunnlag og enklere regler også kan ha positive fordelingsvirkninger, siden det er de med de høyeste inntektene som har best muligheter til å utnytte unntak og eventuelle smutthull i skattereglene.”

Regjeringen viser altså til Utjevningsmeldingen og informasjon hentet derfra om at inntektsforskjellene har økt de siste årene, spesielt kommenteres lederlønningene. De argumenterer for at fordelingspolitikken er for svak og at må forsøke skattlegge de med de høyeste inntektene hardere. Det er derfor god grunn til å tolke dette utdraget fra Revidert nasjonalbudsjett som et varsel om en kommende utbytteskatt, siden det nesten utelukkende er de med høyest inntekt som sparer i aksjer. Den andre grunnen til å tro at aksjonærene forventet en ekstra skatt på utbytte var de mange diskusjonene i media om temaet sommeren 2000, blant annet i avisene Dagens Næringsliv og Aftenposten. Aksjonærene som enda ikke hadde fanget opp signalene fra Revidert nasjonalbudsjett, ble dermed informert om den kommende utbytteskatten gjennom media. Dette betyr at spekulasjonene rundt innføringen av en utbytteskatt nådde nær sagt alle aksjonærene i løpet av forsommeren/sommeren 2000.

5.2 Aksjelovens begrensninger på utdeling av utbytte

I forrige avsnitt ble det argumentert for at aksjeselskapene, via tolkning av utjevningsmeldingen i revidert nasjonalbudsjett og diskusjoner i media, hadde grunn til å tro at en utbytteskatt ville komme. De aksjeselskapene som valgte å tro på en snarlig innføring av utbytteskatt, hadde et klart insentiv til å ta ut ekstra høyt utbytte i perioden før innføringen. For disse aksjeselskapene oppstod det et smutthull i denne perioden, en sjanse til å dele ut utbytte med en lavere skattebyrde enn etter utbytteskattens ikrafttredelse. Spørsmålet her er hvor store begrensninger aksjeloven legger på utdelingen, dvs. hvor høyt utbytte kan være, når utbytte kan deles ut og hvem som eventuelt skal ta de endelige avgjørelsene angående utbytteutdeling. Kort oppsummert er den andre faktoren som påvirker aksjeselskapenes handlingsrom hvorvidt det var en enkel eller omfattende prosess å ta ut ekstra høyt utbytte for de som ville utnytte seg av smutthullet sommeren 2000.

Aksjeloven la før 1992-reformen særdeles strenge restriksjoner på utdeling av utbytte, men disse restriksjonene ble endret som en del av reformen. Det har derfor i henhold til aksjeloven vært betydelig lettere å dele ut utbytte etter 1992, men loven har fortsatt klare regler og restriksjoner for hvor høyt utbytte kan være og hvordan utdelingsprosessen skal foregå. Aksjeselskapene skal ifølge aksjeloven holde en årlig ordinær generalforsamling. Denne ordinære generalforsamlingen må finne sted innen seks måneder etter avsluttet regnskapsår, dvs. før 1.juli. På generalforsamlingen godkjennes årsregnskap og årsberegningen fra foregående regnskapsår, og her besluttet vanligvis utdelingen av utbytte. Hvor mye utbytte som kan deles ut avhenger av størrelsen på egenkapitalen, dvs. verdien som overstiger gjelden. Egenkapitalen deles for øvrig inn i to deler, bunden og fri. Det er bare den fri som kan deles ut som utbytte. I tillegg til egenkapitalens restriksjon på utbytte, må det også deles ut i henhold til aksjelovens krav om forsiktig og god forretningsskikk. Dette betyr at aksjeselskapene som enda ikke hadde holdt sin ordinære generalforsamling da spekulasjonene rundt den kommende utbytteskatten begynte, hadde sjansen til å dele ut størstedelen av den frie egenkapitalen, bare begrenset av forsiktig og god forretningsskikk.

Revidert nasjonalbudsjett ble offentliggjort 15.april, og spekulasjonene rundt en mulig innføring av skatt på utbytte begynte i slutten av april. Det er dermed god grunn til å tro at mange allerede hadde holdt den ordinære generalforsamlingen når spørsmålet om å ta ut ekstra høyt utbytte meldte seg. Disse kunne benytte seg av det som i aksjeloven kalles ekstraordinær generalforsamling. Det kan være aktuelt å holde ekstraordinær generalforsamling når en ikke ønsker å vente helt til neste ordinære

generalforsamling for å avgjøre en sak, som når en i dette tilfellet ønsker å dele ut mer utbytte. Utbytte delt ut på den ekstraordinære generalforsamlingen, kalt ekstraordinært utbytte, deles ut på strengere premisser enn ved ordinær generalforsamling. Ved utdeling av ekstraordinært utbytte må man i tillegg til å forholde seg til restriksjoner som størrelsen på egenkapitalen og god forretningsskikk, også ta hensyn til kostnader oppstått i mellombalansen. Dette betyr at ekstra kostnader i mellombalansen reduserer den frie egenkapitalen og dermed øvrig grense på lovlig utdelt ekstraordinært utbytte, mens ekstra inntekter er ubetydelig for dette utdelingsforholdet. Ut over dette var det ingenting som hindret utdeling av ekstraordinært utbytte for aksjeselskapene som allerede hadde delt ut det ordinære utbytte da spekulasjonene om utbytteskatten startet.

Øvre grense for lovlig utdelt utbytte, både det ordinære og det ekstraordinære, bestemmes altså ut fra aksjeloven. Videre er det generalforsamlingen som bestemmer det faktiske beløpet som skal deles ut. Generalforsamlingen er det øverste organet i aksjeselskapet, og det er her aksjeeierne utøver sin myndighet som eiere i selskapet. Alle aksjeeierne har rett til å møte på generalforsamlingen, og de har i tillegg stemmerett på sakene som behandles. Hovedregelen nedfelt i aksjeloven er at hver aksje gir en stemme. Hvis noen eier flere aksjer, kan de avgi stemmer tilsvarende det antall aksjer de eier. Generalforsamlingen kan for øvrig vedta egne stemmeregler enn de som følger av aksjeloven. Uansett kan aksjeeierne gjennom generalforsamlingen være med på å avgjøre den faktiske størrelsen på utdelt ordinært utbytte og eventuelt ekstraordinært utbytte. Generalforsamlingens flertallskrav for beslutninger om utbytteforhold er relativt strengt. Når spørsmål om f.eks. størrelsen på utdeling av utbytte eller tilbakeholdelse av utbytte over et visst tidsrom skal avgjøres, kreves det kvalifisert flertall¹⁴ samt tilslutning fra ni tideler av den aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen. Aksjeloven skal på denne måten hindre at et flertall av aksjeeiere misbruker den makten de har på generalforsamlingen og krenker mindretallets rettigheter. Dette betyr at selv om det i praksis var lett å kalle inn til generalforsamling, ordinær eller ekstraordinær, for å dele ut ekstra høyt utbytte våren/sommeren 2000 og det var beskjedne begrensning av størrelsen på utdelt utbytte ifølge aksjeloven, var det en omfattende demokratisk prosess forslaget måtte gjennom i generalforsamlingen før det ble vedtatt.

Med et svært demokratisk flertallskrav er det aksjonærene selv som på generalforsamlingen sitter med fullmakt til å avgjørelser om utbytteutdeling eller ikke, og hvor høyt utbytte eventuelt skal være. Spørsmålet videre er hvem som har rett til å kalle inn til generalforsamling. Det er som oftest styret som avgjør når den ordinære generalforsamlingen skal finne sted, og om det eventuelt er behov for ekstraordinær generalforsamling. Men også aksjonærer med 10% eller mer av aksjekapitalen kan kreve at styret kaller inn til ekstraordinær generalforsamling. Innkallelsen må for øvrig sendes ut minst en uke før forsamlingen skal avholdes. Rundt tidspunktet med spekulasjonene om den kommende utbytteskatten, kunne både de store aksjonærene og styret altså kreve at det ble avholdt ekstraordinær generalforsamling for å diskutere hvorvidt de skulle ta ut ekstra høyt utbytte eller ikke

Som en oppsummering kan en for det første si at det spiller ingen rolle om aksjeselskapene allerede hadde holdt den ordinære generalforsamlingen da vurderingene om å ta ut ekstra høyt utbytte for å benytte seg av smutthullet før utbytteskatte ble innført. Aksjeselskapene kunne i så tilfelle holde en ekstraordinær generalforsamling og ta ut ønsket utbytte der. For det andre var aksjelovens begrensning på størrelsen på utdelt utbytte relativt beskjedne. Øvre grense på lovlig utdelt utbytte er kun begrenset av størrelsen på den frie egenkapitalen og god forretningsskikk, men ved ekstraordinært utbytte må man også ta hensyn til kostnader oppstått i mellombalansen. For det tredje kan en si at det til slutt er aksjonærene selv som har den avgjørende makten angående utdeling av utbytte og eventuelt utbytets størrelse. Dette kan hevdes på grunnlag av at forslag om utbytteutdelinger blir svært demokratisk behandlet på generalforsamlinger hvor alle aksjonærer har stemmerett. Dessuten kan de største aksjonærene alene, hvis styret har bestemt seg for å ikke avholde ekstraordinær generalforsamling, kreve at styret fortar en innkallelse. Disse tre punktene gjør at en kan påstå at aksjeselskapene kunne handle relativt fritt når det gjaldt å ta ut ekstra høyt utbytte før utbytteskatten ble innført. Visse regler

¹⁴ Kvalifisert flertall krever to tredelers oppslutning.

og begrensninger måtte følges, men disse var såpass beskjedne at aksjeselskapene hadde ingen store problemer med å benytte seg av smutthullet før utbytteskattens innføring. De samme resonnementene og konklusjonene gjelder også for videre timing av utbytte, dvs. tilbakeholdelse av utbytte mens utbytteskatten var gjeldene lov og utdelingen av ekstra høyt utbytte igjen når skatten ble fjernet. Verken aksjeloven eller andre begrensninger er så strenge at det ikke er rom for aksjeselskapene å tilpasse seg skattesystemet og utbytteskatten ved å time sine utbytteutdelinger.

5.3 Permanent eller midlertidig endring

Den tredje faktoren som påvirker aksjeselskapenes handlingsrom i forhold til muligheter for tilpasninger bort fra den ekstra utbytteskatten, er hvorvidt regjeringen signaliserte at skatten var en midlertidig eller en permanent lovendring. Dette er interessant da Burman og Randolfs økonometriske analyse av skattetilpasning sier at det er vesentlig større mulighet og motivasjon for tilpasninger til skattesystemet ved midlertidige lovendringer enn ved permanente. Det var flere elementer som tydet på at utbytteskatten kun skulle bli en svært kortvarig skattelov. De to viktigste elementene var regjeringens egne uttalelser angående utbytteskattens rolle i det framtidige skattesystemet, og at man ventet et regjeringsskifte ved stortingsvalget i 2001.

Det første elementet som tydet på at utbytteskatten bare var en midlertidig lovendring var altså regjeringens egne uttalelser om at skatten kun var en overgangordning. I følge regjeringen var det behov for et helt nytt næringsbeskatningssystem. Det spesielt på grunnlag av forskjellen i den skattemessige behandlingen av lønns- og kapitalinntekt, og delingsmodellens dårlige funksjonalitet i praksis. Men i følge regjeringen var det ikke aktuelt å innføre et nytt næringsbeskatningssystem før 2002. Utbytteskatten var derfor en overgangsordning fra skattesystemet i 2000 til det som skulle gjennomføres i 2002, dvs. en midlertidig løsning for å forsøke jevne ut forskjellsbehandlingen i skatteleggingen av lønns- og kapitalinntekt i det daværende næringsbeskatningssystemet. I St. prp nr. 1 2000-2001 argumenterer regjeringen for at utbytteskatten ville bidra til å øke den skattemessige likebehandlingen av lønn og utbytte og samtidig styrke fordelingsegenskapene i skattesystemet, men at de fordelingsmessige virkningene i løpet av et par år vil svekkes. Dette fordi de rammede til en viss grad vil tilpasse seg bort fra denne skatten, selv om utbytteskatten hadde vært en permanent lovendring. Det blir videre redegjort for at regjeringen over tid ønsker å supplere utbytteskatten med regler som på sikt fjerner mulighetene for å vri seg unna denne skatten, og i tillegg gjør det mulig å fjerne delingsmodellen. Dette betyr at i det Stoltenberg-regjeringen innførte utbytteskatten 5. sept. 2000, kunne de samtidig avsløre at skatten kun ville gjelde et par år. Utbytteskatten var nemlig bare et forsøk på å forsterke fordelingsegenskapene i det daværende skattesystemet inntil hele næringsbeskatningssystem skulle reformeres.

Den andre grunnen til å tro at utbytteskatten ville bli en midlertidig skatteendring var fordi man ventet et regjeringsskifte ved det kommende stortingsvalget i 2001, og at skattens varighet var avhengig av hvem som etter valget ville sitte med regjeringsmakten. Høyre fikk ved innføringen av utbytteskatten stor oppslutning på meningsmålingene. Arbeiderpartiet hadde synkende oppslutning gjennom hele 2000, og valget i 2001 så ut til å bli det dårligste noensinne i Arbeiderpartiets historie. Arbeiderpartiet og Høyre var motpolene i den politiske debatten rundt utbytteskatten. Arbeiderpartiet og Sosialistisk Venstreparti argumenterte for utbytteskatten. De fokuserte mest på at utbytteskatten ville gi økt rettferdighet i den skattemessige behandlingen av utbytte og lønn, og at skatten i stor grad ville treffe de rikeste aktørene. Høyre var derimot svært uenig og argumenterte for at utbytteskatten ville skape ineffektivitet i næringslivet, blant annet ville skatten hindre nyinvestering. Det var liten tvil om at hvis Høyres popularitet skulle fortsette å stige og de eventuelt skulle klare danne en mindretalls- eller koalisjonsregjering ved stortingsvalget i 2001, så ville skatten umiddelbart bli fjernet.

Det var dermed flere elementer som klart tydet på at utbytteskatten kun ville gjelde ett eller to år. For det første kunne Stoltenberg-regjeringen selv ved innføringen av utbytteskatten bekrefte av denne skatten kun var en midlertidig løsning på den skattemessige likebehandlingen mellom lønns- og

kapitalinntekt. For det andre var utbytteskatten politisk kontroversiell og det var grunn til å tro at den kunne bli fjernet ved et eventuelt regjeringsskifte ved stortingsvalget i 2001, det vil si knapt ett år etter innføring av skatten. Begge disse elementene gir god grunn til å tro at utbytteskatten var en midlertidig lovendring, og dermed hadde aksjonærene både store muligheter og motivasjon for å tilpasse seg bort fra utbytteskatten mens den var gjeldende lov.

5.4 Aktørene som ble rammet av utbytteskatten

Da utbytteskatten ble innført 5. september 2000 skulle skatten på 11% i utgangspunktet ramme alle aksjonærer. Skatten gjaldt for mottatt utbytte over et bunnfradrag på 10 000 kroner. Men regjeringen vedtok to viktige skjermingsregler. Skjermingsreglene skulle hindre at enkelte aktører ble for hardt skattelagt og at utbytte skulle bli beskattet på flere ledd, eller med andre ord kjedebeskatning.

Den ene skjermingsregelen gjaldt for delingspliktige aksjonærer, det vil si aksjonærer som på grunn av både ansettelse og høy eierandel i samme firma falt under delingsmodellen. Fordi disse aktørene fikk beregnet personinntekt som ble beskattet proporsjonalt som vanlig lønnsinntekt, mente regjeringen at det ville være urimelig å samtidig ilegge de en skatt på utbytte. Derimot ble ikke alle delingspliktige aksjonærer skjermet. Skjermingen gjaldt kun normaltillfellene, dvs. når aksjonæren mottar utbytte direkte fra det selskapet hun/han er aktiv i. Skjermingsreglene dekket ikke tilfeller der aktiviteten utøves i et selskap som ble eid gjennom et annet selskap (indirekte eid), eller der identifikasjonsreglene i delingsmodellen ledet til beregning av personinntekt og bruttoskatter hos en annen person enn den aksjonæren som mottok utbytte. I disse tilfellene var det både utbytteskatt (hos mottaker) og bruttoskatter (hos den aktive), i tillegg til den ordinære selskapsbeskatningen. Men til sammen ble de fleste delingspliktige aksjonærer skjermet av utbytteskatten.

Den andre skjermingsregelen som regjeringen vedtok var for upersonlige aksjonærer. En upersonlig aksjonær er et aksjeselskap eller et likestilt selskap som mottar utbytte. Med andre ord er en upersonlig aksjonær et selskap som eier et annet selskap, som f.eks. ordninger med datterselskaper. Disse aktørene ble fritatt for utbytteskatten for å hindre kjedebeskatning. Kjedebeskatning kunne oppstå idet utbytte som utdeles til andre aksjeselskap først ble beskattet hos eierselskapet, og deretter ble beskattet når det utdeles videre til eierselskapets aksjonærer. Men heller ikke alle upersonlige aksjonærer ble skjermet, deriblant statsforetak og visse interkommunale selskaper.

5.5 Alternativer til kontantutbytte

Tilbakekjøp av egne aksjer var nærmest en utelukket mulighet i Norge før de to nye aksjelovene ble innført 1. januar 1999. Inntil da måtte egne aksjer være mottatt som gave, gjennom fusjon eller via tvangsinnndriving av fordringer, og selskapet måtte videreselge snarest og senest innen to år. I USA derimot har tilbakekjøp av aksjer vært utbredt i mange år. Standardforklaringen har vært at eierne velger å tilbakekjøpe aksjer i stedet for å betale ut utbytte for å spare skatt. Både i Norge og USA sier skatteloven at den som selger aksjer tilbake til selskapet skal beskattes for eventuell kursgevinst; ikke for utbytteinntekt. På denne måten kan en si at tilbakekjøp av aksjer er en utbyttevariant, og et godt alternativ til kontantutbytte. Videre sier aksjeloven at norske selskaper kan kjøpe tilbake inntil 10% av egne aksjer, noe som er en relativt høy grense. Det er usikkert hvor mye tilbakekjøp av aksjer er brukt som et alternativ til kontantutbytte i Norge dag. Derimot vet man at det første året aksjeloven tillot tilbakekjøp benyttet 1/3 av de børsnoterte selskapene seg av den alternative utbytteformen, og at disse selskapene i gjennomsnitt kjøpte tilbake 3.2% av aksjekapitalen [Børen og Michalsen (2001)]. Ut i fra dette kunne tilbakekjøp av aksjer også vært et godt alternativ til kontantutbytte under utbytteskatten i 2000/2001.

Andre alternativer til kontantutbytte kan være utbytteaksjer og naturalier. Som ved tilbakekjøp av egne aksjer kan man også i ved disse utbyttealternativene slippe å betale utbytteskatt. Ved utbytteaksjer kan

eierne selv velge mellom å motta utbytte som nyutstedte aksjer eller kontantutbytte. Dette er derfor en form for rettet egenkapitalemisjon uten tegningsretninger, forbeholdt de av eksisterende eiere som ikke ønsker kontantutbytte. Ved naturalier betaler selskapet utbytte helt eller delvis ved varer og tjenester. Dette kan dreie seg om frynsegoder som tilgang på bil eller hytte gjennom selskapet, eller tilbud om kjøp av selskapets produkter under markedspris. Sett fra selskapets side er fordelene ved denne utbytteform at i motsetning til kontantutbytte er naturalutbytte fradragsberettiget. For aksjonæren består også fordelene i skattefrihet, men ulempen er at utbytte ikke er likvid.

6. Teoretisk prediksjon av utbytteadferden under utbytteskatten i 2000/2001

I dette kapitlet gir vi en teoretisk prediksjon av effekten av utbytteskatten i 2000/2001 på selskapenes valg mellom å dele ut profitten i forhold til å holde den tilbake i selskapet. Den teoretiske prediksjonen baserer seg på "The new view", som sier at en ventet utbytteskatt øker utdelingene av utbytte, mens en midlertidig skatt reduserer utdelingene. For at denne teorien skal være relevant i forhold til situasjonen under utbyttebeskatningen i 2000/2001, måtte aksjonærene både forvente en utbytteskatt høsten 2000 og anta at den var midlertidig. Dette ble bekreftet i kapittel 5. I kapittel 5 ble det også avklart at aksjeloven i 2000/2001 la heller få restriksjoner på utdeling av utbytte, noe som skulle tilsi at aksjonærene i utgangspunktet selv kunne avgjøre størrelsen på utbytte og eventuell utbetalingsdato.

Kort oppsummert betyr dette at vi kan forvente en timingeffekt i utbytteadferden rundt utbytteskatten i 2000/2001. Vi kan forvente at utdelingene av utbytte gikk opp i de nærmeste månedene før skatten ble innført, i den grad aksjonærene kunne forutse skatten. Videre kan vi forvente at utbytteutdelingene ble redusert mens skatten gjaldt, for deretter å gå opp igjen i det skatten ble avskaffet. Timingeffekten viser at skatters påvirkningseffekt ikke bare er avhengig av skattesystemet i seg selv, men også av skattesystemets definerte grenser og hvorvidt de kan flyttes gjennom aktiv skatteunngåelse.

Styrken på timingeffekten er avhengig av tilpasningsevnen til selskapene som ble rammet av utbytteskatten. Aktive aksjonærer ble skjermet for utbytteskatten, noe som betyr at vi kan forvente en svakere timingeffekt enn om de aktive ikke hadde vært skjermet. Aktive aksjonærer har en større evne til å tilpasse seg enn vanlige aksjonærer, fordi beslutningene kan tas direkte av den hovedsaklig ene eieren selv og må ikke gjennom demokratiske beslutningsprosesser som i mange andre selskaper. Når det gjelder selskapene som ble rammet av utbytteskatten var deres tilpasningsevne avhengig av hvor mange aksjonærer aksjekapitalen var fordelt på og hvor stor andel av aksjekapitalen hver aksjonær eide. Jo færre aksjonærer og høyere aksjeandel hver av disse aksjonærene eide, desto større tilpasningsevne hadde selskapene, og derav en sterkere forventet timingeffekt.

7. Empiriske resultater

I dette kapitlet har vi foretatt beregninger av aggregerte utbyttedata, for å undersøke om adferden er konsistent med den teoretiske prediksjonen om en timingeffekt i utbytteutdelingene.

7.1 Statistisk Sentralbyrås Regnskapsstatistikk

På Statistisk sentralbyrås hjemmeside finnes en årlig Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper i Norge som inneholder posten "avsatt utbytte". Denne posten sier hvor mye aksjeselskapene har avsatt i utbytte for det kommende år. Eksempelvis betyr dette at "avsatt utbytte i 1999" er "utdelt utbytte i 2000". Utdelt utbytte avviker sjelden fra avsatt utbytte, noe som gjør at posten avsatt utbytte kan brukes som en indikator på faktisk utdelt utbytte året etter. Regnskapsstatistikken er utarbeidet for de ikke-finansielle aksjeselskapene, og omfatter ikke de selskaper som driver finansielle aktiviteter og tilbyr andre finansielle tjenester (forretningsbanker,

sparebanker, kredittforetak, finansieringsselskaper og andre finansielle foretak). Som vi kan se av Tabell 1, så gjenspeiler ikke Regnskapsstatistikken for ikke-finansielle aksjeselskaper noen timingeffekt i utbytteadferden rundt 2000/2001, men viser derimot at utbytte økte år for år.

Tabell 1: Utdelt utbytte for ikke-finansielle aksjeselskaper i perioden 1997-2002. Millioner kroner i 2003-kroner

ÅR	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Antall selskaper</i>	106 449	114 756	124 752	129 733	134 564	134 025
<i>Utbytte</i>	39 686	56 859	55 416	67 387	75 273	95 412

Kilde: Statistisk sentralbyrås Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper.

Det er to problemer knyttet til å bruke denne statistikken som grunnlag for å analysere en timingeffekt i utbytteadferden under skattleggingen av utbytte i 2000/2001. For det første inneholder statistikken selskaper med aksjonærer som var fritatt for utbytteskatten gjennom skjermingsregler vedtatt av regjeringen, noe som påvirker resultatene. For det andre inneholder statistikken selskaper som vi ikke finner rimelig å sammenligne på lik linje med andre selskaper i forhold til utbytteskatten. Dette gjelder først og fremst selskaper innen næringer som har egne skatteregler. I tillegg ønsker vi å fjerne selskaper som tilhører jordbruksnæringen, fordi jordbruksnæringen er en halvstatlig virksomhet. Dette gjør at den publiserte statistikken ikke uten videre kan brukes som grunnlag for å undersøke om det har gjort seg gjeldende en timingeffekt.

7.2 Empirisk evaluering av tilpasningseffekter

Ved oppbyggingen av et relevant datasett har vi valgt å ta utgangspunkt i datagrunnlaget for Statistisk sentralbyrås Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper på foretaksnivå. Videre må vi kople på andre statistikker slik at vi kan få skilt ut selskaper med aksjonærer som ble skjermet for utbytteskatten, selskaper som tilhører næringer med egne skatteregler og selskaper innen jordbruksnæringen.

Regjeringen vedtok at aktive aksjonærer som var rammet av delingsmodellen og upersonlige aksjonærer skulle skjermes for utbytteskatten (se delkapittel 4.4). De delingspliktige selskapene kan skilles ut ved å koble på flagg for deling fra Inntekts- og formuesstatistikk (IFU). Derimot finnes det ingen utarbeidet statistikk over personlig versus upersonlig eierskap av selskaper. Det finnes i det hele tatt svært begrenset informasjon om type eierskap av selskaper. Dette gjør at det er vanskelig å skille ut de selskaper hvor eierstrukturen hovedsakelig består av upersonlig eiere. Problemene dette skaper diskuteres nærmere i slutten av delkapitlet.

Det faktum at enkelte selskaper tilhører næringer med egne skatteregler behøver ikke bety at de reagerer annerledes på en utbytteskatt enn andre selskaper, men vi har valgt å skille de ut fordi vi finner det urimelig å sammenligne de på lik linje med andre selskaper. Dette gjelder rederier, og selskaper innen petroleumsvirksomhet og kraft- og vannforsyning. I rederiene er overskuddet skattefritt så lenge det holdes tilbake i selskapet, og dette gir eierne insentiv til å holde kapitalen tilbake i disse selskapene, selv i en situasjon uten utbytteskatt. Selskaper innen petroleumsvirksomhet og kraft- og vannforsyning har andre skatteregler. Blant annet beskattes inntekter fra petroleumsvirksomhet med en særskatt på 50% i tillegg til den ordinære bedriftsbeskatningen, mens det innen kraftvirksomhet må betales naturressursskatter. En annen grunn til at selskaper innen petroleumsvirksomhet og kraft- og vannforsyning bør skilles ut fra statistikken, er at det er rimelig å anta, til tross for manglende statistisk oversikt, at eierstrukturen i de fleste selskapene innen disse næringene er dominert av upersonlige eiere. Norske petroleumsselskaper er oftest eid av morselskaper i utlandet, og en stor del av kraft- og vannforsyningsselskapene er eid av kommuner. Til slutt ønsker vi også å skille

ut selskaper innen jordbruksnæringen fra statistikken. Disse selskapene lever på støtte fra staten (halvstatlig virksomhet), og er derfor ikke sammenlignbare med andre selskaper.

For å skille ut rederier og selskaper innen petroleumsvirksomhet, jordbruk og kraft- og vannforsyning, må vi kople på næringskoder som er i samsvar med revidert norsk Standard for næringsgruppering (SN94). Revidert norsk Standard for næringsgruppering bygger på EU's næringsstandard NACE Rev.1 og FNs næringsstandard ISIC Rev.3. Disse kodene må tolkes med en viss varsomhet da mange selskaper driver virksomhet i flere bransjer. De skulle derfor hatt flere næringskoder, men er kun gruppert etter den virksomhet som bidrar mest til selskapets samlede bearbeidingsverdi.

De fleste utenlandske aksjonærene faller inn under skatteavtaler som gjør at de betaler en konstant skatt på utbytte på mellom 10-15% på mottakers hånd. Dette betyr at de betalte en omtrent like høy skattesats på utbytte som de norske aksjonærene i 2001. Problemet er at mens de norske aksjonærene var pålagt en *midlertidig* skatt på utbytte, var de utenlandske aksjonærene pålagt en *konstant* skatt på utbytte. Ifølge skatteteorien betyr dette at de norske aksjonærene hadde større mulighet og motivasjon til å tilpasse seg utbytteskatten enn de utenlandske. Så lenge de utenlandske aksjonærene ikke er skilt ut av statistikken, betyr dette at den empiriske analysen kan gi en svakere timingeffekt enn den er i virkeligheten.

Til tross for problemer med å skille ut selskapene med upersonlig eierskap fra statistikken, vil vi i tabell 2 og 3 presentere resultatene vi fikk etter å ha skilt ut de fleste selskapene som kunne ha påvirket analysen. Tabell 2 viser at mens utbytteutdelingen økte fra 1999 til 2000 med ca. 7 mrd., ble utbytte redusert med ca. 3,5 mrd fra 2000 til 2001. Videre økte utbytte fra 2001-2002 med ca. 10 mrd. Dette betyr at en kan spore en timingeffekt i utbytteadferden totalt for aksjeselskapene. Tabell 3 viser at timingeffekten var sterkest i næringene "Varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet" og "Forretningsmessig tjenesteyting og eiendomsdrift", mens den i andre næringer ("Bygge- og anleggsvirksomhet") var svakere og i noen helt fraværende.

Tabell 2 Utdelt utbytte i perioden 1997-2002 for selskaper som ble rammet av utbytteskatten i 2000/2001. Millioner kroner i 2003-kroner

ÅR	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Antall selskaper</i>	52 087	63 534	72 966	78 875	81 482	80 959
<i>Utbytte</i>	22 379	30 302	32 764	39 542	36 093	46 327
<i>Andel selskap av alle ikke-finansielle</i>	0.49	0.55	0.58	0.61	0.61	0.60

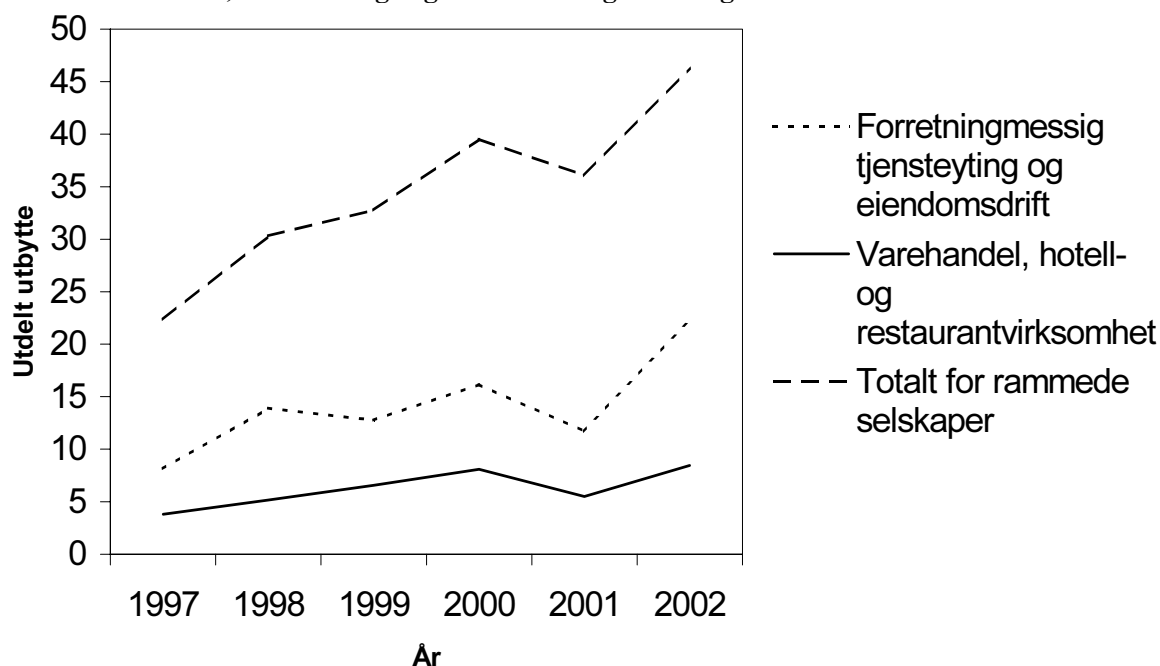
Kilde: Egne beregninger basert på Statistisk sentralbyrås Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper.

Tabell 3: Utdelt utbytte i perioden 1997-2002 for selskaper som ble rammet av utbytteskatten i 2000/2001, etter næringer. Tusen kroner i 2003-kroner

NÆRING	ÅR					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bygge- og anleggsvirksomhet	1 118 179	807 450	1 317 819	1 258 193	1 249 199	1 419 180
Forretningsmessig tjenesteyting og eiendomsdrift	8 160 396	13 901 263	12 767 991	16 181 543	11 690 115	22 433 115
Industri og bergverksdrift	7 286 272	8 960 284	9 675 012	11 775 365	13 942 854	11 111 296
Varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet	3 819 633	5 176 975	6 575 332	8 079 880	5 516 714	8 465 045
Transport og Kommunikasjon ¹⁵	1 697 699	1 041 360	1 886 282	1 534 161	3 192 204	2 202 027
Andre tjenester	296 374	415 008	541 745	712 932	502 121	696 548

Kilde: Egne beregninger basert på Statistisk sentralbyrås Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper.

Figur 3: Utdelt utbytte i perioden 1997-2002 for selskaper som ble rammet av utbytteskatten i 2000/2001, totalt i Norge og etter to utvalgte næringer. Milliarder kroner i 2003-kroner



Kilde: Egne beregninger basert på Statistisk sentralbyrås Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper.

Kort oppsummert kan en si at de empiriske resultatene i stor grad er konsistent med den teoretiske prediksjonen. En kan spore en timingeffekt i utbytteadferden hos de rammede totalt og i enkelte næringer. Hos de rammede totalt ser man at selskapene valgte å holde tilbake utbytte mens utbytteskatten gjaldt. Utbytteutdelingene gikk ikke nødvendigvis så kraftig ned, men fordi utbytteutdelingene har vist en trend i å stige år for år, kan en reduksjon på 3.5 mrd. sees på som en tilbakeholdelse av utbytte. Videre kan man se at utbytte steg kraftig, med litt over 10 mrd. fra 2001-2002, som indikerer at selskapene delte ut ekstra høye utbytter rett etter at skatten ble avskaffet. Hvor

¹⁵ Vi har skilt ut selskaper innen lufttransport, som er for få og store enheter til å kunne sammenlignes på lik linje med de andre selskapene.

høye utbytter selskapene delte ut i smutthullet før skattens innføring er umulig å se ut fra årlige tall, så de empiriske resultatene kan ikke forsterke antagelsen om at selskapene tok ut ekstra høye utbytter idet de begynte å spekulere i en kommende utbytteskatt. Dette problemet ville eventuelt krevd kvartalsdata for å kunne besvares.

Det finnes som nevnt ingen utarbeidet statistikk over type eierskap av selskaper, det vil si personlig versus upersonlig eierskap. Dette gjør at vi må tolke resultatene ovenfor med en viss varsomhet. Vi skilte ut selskapene innen næringene petroleumsvirksomhet og kraft- og vannforsyning, blant annet fordi vi mente at det var rimelig å anta at eierstrukturen i selskapene ble dominert av upersonlige aksjonærer. Når vi ser på tabell 3 og næringene hvor det ikke forekommer en timingeffekt, dvs. transport- og kommunikasjon og industri og bergverksdrift, er spørsmålet om eierstrukturen i selskapene i disse næringene også er dominert av upersonlige eiere. I så fall kan vi også skille ut selskapene i disse næringene fra statistikken, og den totale timingeffekten vil bli forsterket: Utbytte steg fra 20 til 25 mrd. mellom 1999 og 2000, gikk ned fra 25 til 18 mrd. mellom 2000 og 2001, for deretter å stige fra 18 til hele 32 mrd. mellom 2001 og 2002.

Det var ikke nødvendigvis utbytteskatten alene som forårsaket svingningene i utbytteadferden rundt 2001. Det finnes andre forhold enn skatt som også kan påvirke utbytteadferden. Dette ble drøftet i kapittel 3, der en så at utbytte i tillegg til å bli påvirket av konjunktorene, også fungerte som et signal om framtidige opptjeningsmuligheter og som et verktøy til å redusere agentkostnadene. Når det gjelder konjunktorene var norsk økonomi i 2001 preget av lavkonjunktur. Dette betyr at det er mulig å begrunne noe av reduksjonen i utbytte i 2001 med konjunkturedgangen. Men dette stemmer lite overens med de høye utbytteutdelingene i årene 2000 og 2002, hvor norsk økonomi også var preget av lavkonjunktur. Dette betyr at til tross for at utdeling av utbytte avhenger av flere faktorer, ser det ut til at det hovedsaklig var utbytteskatten som forårsaket de store svingningene i utbytteadferden rundt 2001.

7.3 Elastisiteter av utbytteendring med hensyn til utbytteskatt

I delkapittel 2.5 så vi på elastisiteten av aksjerealisering med hensyn til en midlertidig skatt på kapitalgevinst. Ved å bruke det relevante datasettet vi har bygd opp, kan vi nå beregne elastisitetene av utbytteendringene fra år til år med hensyn til den midlertidige utbytteskatten i 2000/2001. Med andre ord skal vi se på hvordan utbytteskatten påvirket utbytteendringene. Grunnen til at vi ser på utbytteendringene, og ikke selve utbytteutdelingene, er at vi ønsker å fjerne de sterkeste konjunktoreffektene. Vi velger å beregne elastisitetene for næringen "Forretningsmessig tjenesteyting og eiendomsdrift" fordi den empiriske analysen viste at timingeffekten var sterkest i denne næringen. Først presenteres formelen for aggregert utbytte, hvor aggregert utbytte er summen av utdelt utbytte for hvert enkelt selskap i næringen;

$$(7.3.1) \quad Y_t = \sum_{k \in K} y_{kt} = \sum_{k \in K} f_{kt}(Z, s_{t-n}, \dots, s_{t-1}, s_t, s_{t+1}, \dots, s_{t+n}),$$

hvor Y_t er aggregert utdelt utbytte i periode t , og y_{kt} er utdelt utbytte i selskap k i periode t . Siste del av formelen er utbyttefunksjonen for et selskap. Vi ønsker å se nærmere på denne.

$$(7.3.2) \quad y_{kt} = f_{kt}(Z, s_{t-n}, \dots, s_{t-1}, s_t, s_{t+1}, \dots, s_{t+n})$$

Formelen (7.3.2) viser at utdelingen av utbytte for selskap k i perioden t , dvs. y_{kt} , ikke bare er avhengig av skattesatsen på utbytte i samme periode, s_t , men også av skattesatsene i periodene før, $s_{t-1}, s_{t-2}, \dots, s_{t-n}$, og periodene etter, $s_{t+1}, s_{t+2}, \dots, s_{t+n}$. Skattesatsene har avtakende effekt med hensyn på tiden. Formelen viser også at utdelingen av utbytte er avhengig av andre faktorer enn skattesatsen på

utbytte. Konjunkturer er den viktigste faktoren. I tillegg kan selskapene dele ut utbytte for å redusere agentkostnadene eller bruke utbytte som et signal om andre beslutninger. Disse faktorene samles under betegnelsen Z;

$$(7.3.3) \quad Z = (\text{konjunkturer, signaleffekter, agentkostnader, etc.})$$

Vi lar utbytteendringene (y) være en funksjon av skatteraten (x);

$$(7.3.4) \quad y = f(x)$$

Definisjonen av en elastisitet for en kontinuerlig og deriverbar funksjon er følgende;

$$(7.3.5) \quad El_x f(x) = \frac{d \log f(x)}{d \log x} = f'(x) \frac{x}{f(x)}$$

Men vi har ingen slik eksplisitt funksjon mellom utbytteendringer og skatt. Dette gjør at vi må fokusere på en tilnærmet definisjon av elastisiteter, hvor vi kan utnytte de opplysningene vi har angående utbytteendringene i årene rundt utbytteskatten. Vi bruker en definisjon som er den gjennomsnittlige elastisiteten av y i intervallet $[x, x + \Delta x]$;

$$(7.3.6) \quad El_x f(x) \approx \frac{\frac{\Delta y}{y}}{\frac{\Delta x}{x}} = \frac{x}{y} \frac{\Delta y}{\Delta x} = \frac{f(x + \Delta x) - f(x)}{\Delta x} \frac{x}{f(x)}$$

For å beregne elastisitetene av utbytteendringene med hensyn til den midlertidige utbytteskatten, må vi først finne gjennomsnittlig endring i utdelt utbytte mellom basisår som ikke var påvirket av utbytteskatten. Vi lar basisårene være 1997-1999, og kaller den gjennomsnittlige utbytteendringen for disse årene for y^* . Vi regner ut y^* for næringen "Forretningsmessig tjenesteyting og eiendomsdrift";

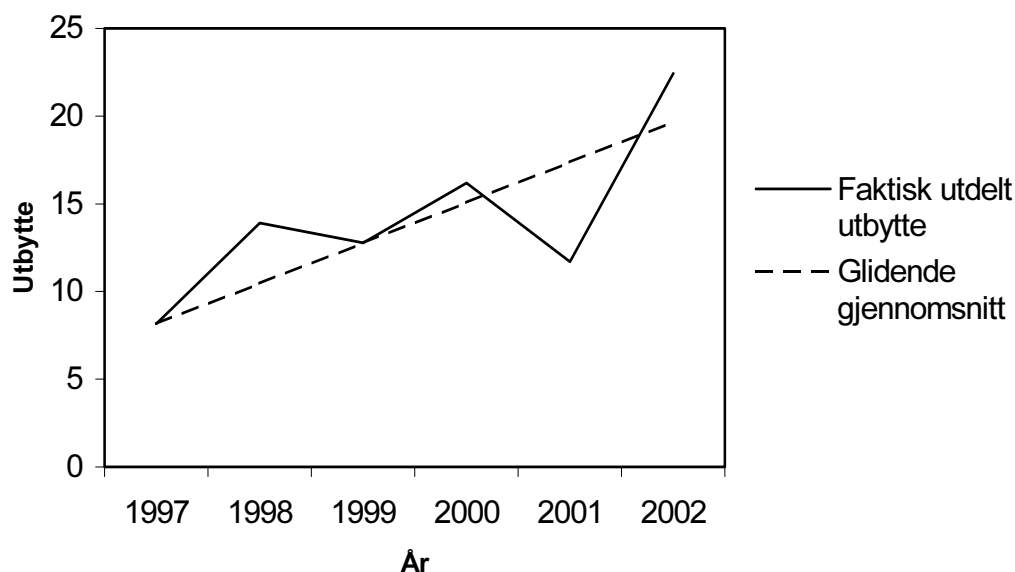
$$(7.3.7) \quad y^* = \frac{[(1999 - 1998) + (1998 - 1997)]}{2} \\ = \frac{[(12767991 - 13901263) + (13901263 - 8160396)]}{2} \\ = 2303797$$

Vi bruker y^* til å lage et glidende gjennomsnitt for utbytteutdelingene fra 1997-2002, og dette gjøres ved å legge til y^* for hvert år med utgangspunkt i utbytteutdelingen i 1997. Slik predikeres utbytтетallene vi kunne ha observert i perioden 1997-2002 i en situasjon uten utbytteskatt.

Tabell 4: Faktisk utdelt utbytte og glidende gjennomsnitt for utdelt utbytte. Tusen kroner i 2003-kroner

År	Faktisk utdelt utbytte	Glidende gjennomsnitt
1997	8 160 396	8 160 396
1998	13 901 263	10 464 193
1999	12 767 991	12 767 991
2000	16 181 543	15 071 788
2001	11 690 115	17 375 585
2002	22 433 115	19 679 383

Figur 4: Faktisk utdelt utbytte og glidende gjennomsnitt for utdelt utbytte for årene 1997-2002. Milliarder kroner i 2003-kroner



Grunnen til at vi beregner et glidende gjennomsnitt er at vi må erstatte faktisk utdelt utbytte med predikert utdelt utbytte for året 2000 når vi skal beregne differansen mellom faktisk utbytteendring i perioden 2000-2001 og y^* , og likens for året 2001 ved beregning av differansen mellom faktisk utbytteendring i perioden 2001-2002 og y^* . Dette gjør vi fordi utbyttetallene for disse årene er påvirket av utbytteskatten i 2000/2001, da utbytteutdelingene i 2000 og 2001 er henholdsvis høyere og lavere enn de ville ha vært i en situasjon uten utbytteskatt. Vi merker de predikerte utbyttetallene med $*$ når vi beregner differansen mellom de faktiske utbytteendringene og den gjennomsnittlige utbytteendringen, y^* ;

$$\begin{aligned}
 (7.3.8) \quad \Delta y_{2000} &= y_{2000} - y^* = (16181543 - 12767991) - 2303797 = 1109755 \\
 \Delta y_{2001} &= y_{2001} - y^* = (11690115 - 15071788^*) - 2303797 = -5685470 \\
 \Delta y_{2002} &= y_{2002} - y^* = (22433115 - 17375585^*) - 2303797 = 2753733
 \end{aligned}$$

Videre gjør vi den samme operasjonen for skatteratene. Vi regner ut at gjennomsnittlig skatterate for basisårene 1997-1999 var 28%, og kaller denne x^* ;

$$(7.3.9) \quad x^* = 28$$

Differansen i skatteraten mellom 2001 og basisåret, kan skrives som følgende;

$$\begin{aligned}
 (7.3.10) \quad \Delta x_{2001} &= x_{2001} - x^* \\
 &= 35,9 - 28 \\
 &= 7,9
 \end{aligned}$$

Vi bruker Δx_{2001} når vi beregner elastisitetene både for 2000, 2001 og 2002, fordi aksjonærene hele tiden forholder seg til en endring i skatteraten på 7.9 prosentpoeng.

Elastisiteten av utbytteendringene med hensyn til skatt på utbytte for 2000, 2001 og 2002 blir dermed:

$$(7.3.11) \quad El_x f(x)_{2000} = \frac{\frac{\Delta y_{2000}}{y^*}}{\frac{\Delta x_{2001}}{x^*}} = \frac{\frac{1109755}{2303797}}{\frac{7,9}{28}} = \frac{0.48}{0.28} = 1.71$$

$$El_x f(x)_{2001} = \frac{\frac{\Delta y_{2001}}{y^*}}{\frac{\Delta x_{2001}}{x^*}} = \frac{\frac{-5685470}{2303797}}{\frac{7,9}{28}} = \frac{-2.47}{0.28} = -8.82$$

$$El_x f(x)_{2002} = \frac{\frac{\Delta y_{2002}}{y^*}}{\frac{\Delta x_{2001}}{x^*}} = \frac{\frac{2753733}{2303797}}{\frac{7,9}{28}} = \frac{1.20}{0.28} = 4.29$$

Elastisiteten av utbytteendringen i 2000 er på 1.71. Dette viser at når det ventes en midlertidig økning i utbytteskatten på 1%, vil utbytteendringen øke med 1.71% i perioden før skatteøkningen blir implementert. Videre er elastisiteten av utbytteendringen i 2001 på -8.82, som viser at utbytteendringen vil reduseres med 8.82% ved en midlertidig økning i utbytteskatten på 1%. Elastisiteten av utbytteendringen i 2002 er på 4.29. Dette viser at når den midlertidige økningen i utbytteskatten på 1% er fjernet vil utbytteendringen øke med 4.29%. Disse elastisitetene bekrefter den teoretiske prediksjonen om en timingeffekt i utbytteutdelingen rundt utbytteskatten i 2000/2001. I tillegg ser vi at utbytteendringer (i næringen "Forretningmessig tjenesteyting og eiendomsdrift") responderer kraftigere på en midlertidig skatteøkning enn aksjerealiseringer. Mens en midlertidig økning i skatt på kapitalgevinst på 1% reduserte aksjerealiseringene med 6.42% (se delkapittel 2.5), vil en tilsvarende økning i utbytteskatt redusere utbytteendringene med hele 8.82%.

8. Konklusjon og oppsummering

Vi har vist i denne rapporten at de fleste selskapene timet sine utbytter og drev aktiv skatteunngåelse under utbytteskatten i 2000/2001. De førte en utbyttepolitikk de ikke ville ha valgt i en situasjon uten utbytteskatt, og dette økte de samfunnsøkonomiske kostnadene. Aggregerte utbytтетall viser at vi fikk en innlåsningsseffekt av utbytte mens skatten gjaldt, og at de fleste selskapene delte ut høye utbytter i perioden før skatten ble implementert og etter den ble fjernet. Innlåsningsseffekten hadde flere ringvirkninger. For det første valgte aksjonærene å spare i dag og heller forbruke i morgen. For det andre hindret innlåsningsen av utbytte nyinvesteringer i kapitalmarkedet, slik at aksjonærene ikke nødvendigvis plasserte kapitalen der den ga høyest avkastning. I tillegg til dette kunne utbytteskatten også føre til at aksjonærene ønsket å endre spareform siden det nå kunne være mer lønnsomt å spare i bank enn å sitte med aksjer, avhengig av størrelsen på transaksjonskostnadene.

Siden det i Norge er bred enighet om å ta hensyn til både effektivitets- og fordelings effekter ved skattleggingen, kan man ikke utelukkende evaluere beskatningen på grunnlag av effektivitetseffekter. Fordelings- og provenyeffektene er også av betydning. Fordelingsmessig var denne skatten svært treffsikker da den nesten utelukkende rammet de rikeste personene/husholdningene: de 5% av befolkningen med høyest alminnelig inntekt mottok nesten 90% av husholdningenes samlede utbytte i 1998. Når det gjelder provenyvirkningene så økte utbytteskatten provenyet med 1,15 milliarder kroner i 2001, og dette gikk ikke på bekostning av andre eventuelle skatteinntekter en kunne fått i en situasjon uten utbytteskatt. Dette viser at til tross for at den midlertidige utbytteskatten i 2000/2001 økte de samfunnsøkonomiske kostnadene ved at aksjonærene tilpasset seg skatten, er beskatning av aksjeutbytte en effektiv måte å drive fordelingspolitikk på.

Det finnes ingen utbygd statistikk over type eierskap av aksjeselskapene i Norge; det vil si hvorvidt selskapene er eid av personlige eller upersonlige aksjonærer. Dette skyldes manglende statistikkgrunnlag. Aksjeselskapene har plikt til å føre aksjonærbok, og skattemyndighetene har en viss oversikt over hvem som er eiere av de enkelte aksjeselskapene, men dette er opplysninger som per i dag ikke er tilrettelagt for statistisk bruk. Derimot arbeides det i dag med å utvikle et statistikkgrunnlag, et aksjonærregister, som skal være ferdig i løpet av et par år. Mangel på statistikk over type eierskap av aksjeselskapene i Norge er en svakhet med den empiriske analysen siden vi ikke får skilt ut selskaper som ble dominert av upersonlig eiere fra det oppbygde datasettet. Disse selskapene ble i stor grad skjermet for utbytteskatten, og vil derfor påvirke analysen. Dette gjør at de empiriske resultatene må tolkes med en viss varsomhet. Videre må vi også være oppmerksom på at den anslåtte timingeffekten undervurderer den faktiske effekten, da de utenlandske aksjonærene ikke er skilt ut fra statistikken vi bygger den empiriske analysen på. De utenlandske aksjonærene tilpasset seg ikke utbytteskatten i 2001 fordi de betalte en konstant utbytteskatt.

Ifølge resonnementene fra denne rapporten vil Skauge-utvalgets forslag om full utbytteskatt og erstatning av delingsmodellen med aksjonærmodellen, gi positive fordelings effekter og øke provenyet. I tillegg er den foreslåtte utbytteskatten ment å være permanent, slik at den ifølge skatteteorien vil gi aksjonærene begrensede tilpasningsmuligheter og kun en beskjeden innlåsningsseffekt av utbytte. Videre er utbytteskatten forventet siden Skauge-utvalgets forslag lenge har vært offentlig og mye omtalt i media. Dette gjør at vi per dato ser at aksjeselskapene tilpasser seg i perioden før skatten blir implementert ved å dele ut høye utbytter mens det ennå er skattefritt. Men fordi skatteteorien sier at utbytteskatten ellers vil gi begrensede tilpasningsmuligheter, kan vi si at den foreslåtte utbytteskatten følger prinsippet om at en skatt skal utformes både med hensyn til effektivitets- og fordelings effekter.

Referanseliste

Alstadsæther, A. (2003): "The dual income tax and firms' income shifting through the choice of organizational form and real capital investment", *NHH Discussion paper*, 10/03 2003.

Auerbach, A. J. (2002): "Taxation and Corporate Finance Policy" i Auerbach, A. og M. Feldstein (red.): *Handbook of public economics*, volum 3, 1.utgave, Amsterdam: Elsevier Science Publishers B.V.

Auerbach, A. J. og K. A. Hassett (2000): "On the Marginal Source of Investment Funds", *NBER Working paper*, 7821.

Birch-Sørensen, P.(1998): " Recent innovations in Nordic Tax Policy: From the Global to the Dual Income Tax" i Birch-Sørensen P. (red.): *Tax policy in the Nordic Countries*, London: Macmillian Press.

Burman, L. E. og W. C. Randolph (1994): "Measuring Permanent Respons to Capital-Gains Tax Changes in Panel Data", *American Economic Review*, 794-809.

Bøhren, Ø. og Michalsen, D. (2001): *Finansiell økonomi*, 2.utgave, Skarvet forlaget.

Kildal, T. S. og A. A. Skaar (1991): *Bedriftsskatterett*, 8.utgave, Ad Notam Gyldendal.

Lov 13 (1997, nr. 44): Lov om aksjeselskaper, Justis- og politidepartementet, Oslo: URL: <http://odin.dep.no/jd/norsk/regelverk/lover/012005-990036/index-dok000-b-n-a.html>.

NOU (1989:14): *Bedrifts- og kapitalbeskatning, En skisse til reform*. Finansdepartementet.

NOU (2003:9): *Skatteutvalget, Forslag til endinger i skattesystemet*. Finansdepartementet.

Ot. prp nr.1 (2000-2001, kap.1): *Beskatning av aksjeutbytte*, Finansdepartementet, Oslo: Statens trykking.

Ot. prp nr. 1 (2001-2002, kap.14): *Skattlegging av utbytte for aktive aksjonærer mv.*, Finansdepartementet, Oslo: Statens trykking.

Poterba, J. M. og Summer, L. H. (1985): "The Economic Effects of Dividend Taxation" i Altman I. E. og M.G. Subrahmanyam (red.): *Recent Advances in Corporate Finance*, Illinois: Richard D. Irwin 1985.

Sinn, H. W. (1987): *Capital income taxation and resource allocation*, Amsterdam: Elsevier Science Publishers B.V.

-Sinn, H. W. (1991): "Taxation and the cost of capital: The "Old" view, the "New" view and Another view" i David Bradford (red.): *Tax policy and the Economy*, volum 5, Cambridge: MIT press.

Skattedirektoratet (2001): *Lignings-ABC 2001*, Oslo: Universitetsforlaget.

Statistisk sentralbyrå (1998-2002): *Konjunkturtendenser 1998-2002*, Oslo-Kongsvinger: URL: <http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>

Statistisk sentralbyrå (1998-2001): *Regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper 1998-2001*, Oslo-Kongsvinger: (Norges offisielle statistikk)

Statistisk sentralbyrå (2002): Selvangivelsesstatistikk 2002, Oslo-Kongsvinger: (Norges offisielle statistikk)

Statistisk sentralbyrå (1982- 2002): Statistisk årbok, Oslo: I kommisjon hos Aschehoug og Universitetsforlaget.

St. meld nr.2 (1999-2000): Revidert Nasjonalbudsjett 2000, Finansdepartementet, Oslo: Statens trykking.

Appendiks: Modell for optimal selskapsverdi

Dette appendikset gir utledingen av Auerbachs modell for optimal selskapsverdi. Mer presist utledes det generelle uttrykket for optimal selskapsverdi som brukes i presentasjonen av de to teoriene for utbytteskatning, "The traditional view" og "The new view", i delkapittel 2.4.1.

Auerbachs modell for optimal selskapsverdi er en forenklet versjon av et heller komplekst problem. For det første er det ingen risiko i modellen. Risiko er egentlig en essensiell komponent i selskapers finansielle beslutninger, men som et nyttig utgangspunkt kan man se bort fra dette. For det andre antas det at alle investorer er homogene. Homogenitetskriteriet er både strengt og urealistisk, men rettferdiggjør bruken av et representativt selskap eid av et representativt individ. For det tredje forutsettes det at selskaper og individer må forholde seg til ulike skattesystemer, og at det ikke finnes mulighet for å integrere de to skattesystemene. Dette betyr at modellen bygger på det klassiske systemet for kapitalinntektsbeskatning. I modellen betaler selskapene skatt på inntekt, τ , mens individene betaler en skatt, θ , på mottatt utbytte og en skatt, c , på akkumulert kapitalgevinst. I virkeligheten er kapitalgevinstskatt betalt ved realisering av aksjene, men å innføre en skatt på kapitalgevinst basert på realiseringer vil i stor grad komplisere modellen. Dessuten er dette aspektet heller ikke viktig i denne sammenhengen.

I modellen betegnes verdien til et selskap i perioden t med V_t , verdien av netto aksjeemisjoner i perioden t med S_t og verdien av utbytte utbetalt i perioden t med D_t . Netto aksjeemisjon er definert som antall aksjer utstedt minus antall aksjer kjøpt tilbake. Dette betyr at hvis $S_t < 0$ er selskapet en netto tilbakekjøper av aksjer, mens når $S_t > 0$ er selskapet netto selger av aksjer. Diskonteringsraten, som den representative investoren anvender på kontantstrømmen og kapitalgevinsten fra selskapet, betegnes med ρ . Likevekten i kapitalmarkedet krever at diskonteringsraten skal være lik avkastningen etter skatt;

$$(A.1) \quad \rho = \frac{D_t}{V_t} (1 - \theta) + \frac{V_t^* - S_t}{V_t} (1 - c)$$

I dette uttrykket symboliserer V_t^* den marginale selskapsverdien etter en periode. Høyresiden av likningen viser at en økning i aksje verdien som følge av kraftig vekst gjennom aksjeemisjoner ikke blir beskattet. Ved å dele (A.1) på $(1 - c)$ og multiplisere med V_t kan uttrykket skrives på følgende måte;

$$(A.2) \quad \frac{\rho}{1 - c} V_t = V_t^* + \left(\frac{1 - \theta}{1 - c} \right) D_t - S_t$$

I tillegg kan man bruke betingelsen som sier at diskontert selskapsverdi konvergerer til null, og en oppnår følgende uttrykk for selskapets verdi i perioden t ;

$$(A.3) \quad V_t = \int_t^{\infty} \left[D_s \left(\frac{1 - \theta}{1 - c} \right) - S_s \right] \exp \left(\frac{-\rho}{1 - c} (s - t) \right) ds$$

Likning (A.3) gjelder for enhver kombinasjon av utbytte og aksjemisjoner, og brukes når man ønsker å finne den optimale kombinasjonen av de to variablene. Den optimale kombinasjonen velges avhengig av flere tekniske og legale forutsetninger fra selskapet. Den første forutsetningen gjelder G_t , som

defineres som netto overskudd av selskapets operasjoner, netto kontantstrøm, før man bestemmer andelen av henholdsvis utbytte og aksjeemisjon;

$$(A.4) \quad G_t \equiv D_t - S_t$$

Dette betyr at når $G_t > 0$, så er utdelt utbytte større enn inntekten fra aksjeemisjonene, og omvendt når $G_t < 0$. Videre kan ikke utdelt utbytte være negativt, dvs. at betingelsen $D_t > 0$ må gjelde. I tillegg til kravet om positivt utbytte, gjelder kravet om et minimumsutbytte. Kravet om minimumsutbytte er dermed den andre forutsetningen. Dette betyr at selskapet er pålagt en restriksjon om å dele ut minst en andel p av sin avkastning;

$$(A.5) \quad D_t \geq p (D_t + V_t^* - S_t)$$

Denne forutsetningen krever i utgangspunktet en utvidet modell som behandler asymmetrisk informasjon og de ulike interessene hos aksjonærene og lederne i selskapet. Men en kan allikevel betrakte (A.5) som en implikasjon på å kreve et minimumsutbytte. Den tredje forutsetningen gjelder aksjeemisjoner og tilbakekjøp av egne aksjer. Disse restriksjonene varierer i sin utforming og de kan være kompliserte, men som ved minimumsutbytte kan uttrykket forenkles;

$$(A.6) \quad S_t \geq 0$$

Uttrykket (A.6) gjenspeiler den tredje forutsetningen og er et krav om at selskapet utsteder minst like mange aksjer som de eventuelt tilbakekjøper. Ved å sette (A.4) inn i (A.3), og i tillegg sette inn de to betingelsene (A.5) og (A.6) i (A.3), får vi følgende Lagrangeuttrykk for selskapets verdi i perioden t ;

$$(A.7)$$

$$V_t = \int_t^\infty \left[G_s + D_s \left(\frac{1-\theta}{1-c} - 1 \right) + \lambda_s (D_s - pV_s^* - pG_s) + \mu_s (D_s - G_s) \right] \exp \left(-\frac{\rho}{1-c} (s-t) \right) ds$$

hvor multiplikatorene λ_s og μ_s er assosiert med betingelsene (A.5) og (A.6). For å gjøre uttrykket enklere kan en derivere med hensyn på tiden, utlede en førsteordens differensiert likning og løse med samme tilnærming som i (A.3);

$$(A.8)$$

$$V_t = \int_t^\infty \frac{1}{1-\lambda_s p} \left[G_s (1-\lambda_s p - \mu_s) + D_s \left(\frac{1-\theta}{1-c} - 1 + \lambda_s + \mu_s \right) \right] \exp \left(-\int_t^s \frac{\rho}{(1-c)(1-\lambda_v p)} dv \right) ds$$

Førsteordensbetingelsen med hensyn på utbytte blir i dette tilfellet;

$$(A.9) \quad \lambda_s + \mu_s = 1 - \left(\frac{1-\theta}{1-c} \right)$$

Hvis en setter førsteordensbetingelsen inn i (A.8) elimineres det andre leddet i hakeparentesen på høyresiden. Dette gjør at uttrykket for selskapsverdien, (A.8), i optimum reduseres til;

$$(A.10) \quad V_t = \int_t^{\infty} \left(1 - \frac{\mu_s}{1 - \lambda_s p} \right) G_s \exp \left(- \int_t^s \frac{\rho}{(1-c)(1-\lambda_v p)} dv \right) ds$$

En antar at $\theta > c$, slik at minst en av multiplikatorene i (A.9) er større enn null. På marginen vil utstedelse av nye aksjer for å dele ut utbytte øke skattene (når økningen i skatt på utbytte overskrider reduksjonen i kapitalgevinstbeskatningen) og reduserer aksjeverdien. Denne kostnaden er beskrevet med det negative leddet $((1-\theta)/(1-c)-1)$ i (A.8). For å maksimere aksjeverdien vil selskapet ønske å redusere utbytte og aksjeemisjoner helt til minst en av

betingelsene (A.5) eller (A.6) gjelder, dvs. helt til enten kravet om minimumsutbytte eller kravet om ingen aksjeemisjon gjelder.

Vi kan skille mellom tre ulike teorier når det gjelder optimal selskapsverdi og effekter av utbytteskatt, avhengig av hvilke betingelser som gjelder eller med andre ord hvorvidt λ_s eller μ_s eller begge er positive; "The traditional view", "The new view" og "Another view". Delkapittel 2.4.1 gir som nevnt en nærmere beskrivelse av "The traditional view" og "The new view".

De sist utgitte publikasjonene i serien Notater

- | | | | |
|---------|---|---------|---|
| 2003/66 | B.A. Holth: Arbeids- og bedriftsundersøkelsen 2003. Dokumentasjon. 67s. | 2003/81 | J.H. Wang: Frafall i konjunkturbarometeret. 45s. |
| 2003/67 | H. Tønseth: Kommuneale helseforskjeller - de finnes, men kan de måles? 15s. | 2003/82 | P. Holmen og K.Lorentzen: Dokumentasjon av etableringen av UT - populasjonen - konsentrasjon om store enheter og stabilitet over tid. 49s. |
| 2003/68 | T.M. Normann: Omnibusundersøkelsen mai/juni 2003. Dokumentasjonsrapport. 50s. | 2003/83 | T.H. Christensen: Boligprisindeksen. Datagrunnlag og beregningsmetode. 20s. |
| 2003/69 | KOSTRA (Kommune- Stat- Rapportering) Rutinebeskrivelse og dokumentasjon. 60s. | 2003/84 | G. Dahl: Enslige forsørgere med overgangsstønad. Økonomisk situasjon etter avsluttet stønad. 74s. |
| 2003/70 | E. Holmøy og B. Strøm: Fordeling av tjenesteproduksjon mellom offentlig og privat sektor i MSG-6. 25s. | 2003/85 | T.M. Normann: Omnibusundersøkelsen august/september 2003. Dokumentasjonsrapport. 36s. |
| 2003/71 | J.K. Dagsvik: Hvordan skal arbeidstilbudseffekter tallfestes? en oversikt over den mikrobaserte arbeidstilbuds-forskningen i Statistisk sentralbyrå. 67s. | 2003/86 | T. Eika og T. Skjerpen: Hvitevarer 2004. Modell og prognose. 19s. |
| 2003/72 | A. Steinkellner: Inntektsstatistikk for personer og familier 1999-2001. Dokumentasjon av datagrunnlag og produksjonsprosess. 43s. | 2003/87 | S. Blom og B. Lie: Holdningen til innvandrere og innvandring. Spørsmål i SSBs omnibus i august/september 2003. 58s. |
| 2003/73 | F. Tverå, I. Sagelvmo: Beregning av næringene fiske eget bruk, fiske og fangst og fiskeoppdrett i nasjonalregnskapet. 19s. | 2003/88 | A. Holmøy: Undersøkelse om livsløp, aldring og generasjon (LAG). Dokumentasjonsrapport. 135s. |
| 2003/74 | K.H. Grini: Lønnsstatistikk privat sektor 1997-2001. Dokumentasjon av utvalg og beregning av vekter. 36s. | 2003/89 | Ø. Kleven og E. Wedde: Medieundersøkelsen 2002. Dokumentasjonsrapport. 43s. |
| 2003/75 | A.H. Foss: Grafisk revisjon av nøkkel-tallene i KOSTRA. 16s. | 2003/90 | S. Derakhshanfar, S. Lien og C. Nordseth: FD - Trygd. Dokumentasjonsrapport. Barnetrygd. 1996-2002. 44s. |
| 2003/76 | K. Hansen: Ideelle organisasjoner i nasjonalregnskapet. 30s. | 2003/91 | J. Larsson og K. Telle: Dokumentasjon av DEED . En database over bedriftspesifikke miljødata og økonomiske data for forurensende norske industribedrifter. 16s. |
| 2003/77 | E.E. Eibak: Undersøking om foreldrebetaling i barnehagar, august 2003. 46s. | 2003/92 | J.I. Hamre: Undersøkelsen om legemeldt sykefravær. Dokumentasjon av utvalgsplan, trekking og rullering for 2003. 37s. |
| 2003/78 | A.H. Foss: Kvaliteten i husholdningsdelen i Folke- og boligtellingsen 2001. 31s. | 2004/2 | T.M. Köber: Registerbasert sysselsettingsstatistikk for helse og sosialhjelp. 42s. |
| 2003/79 | O. Villund: Yrke i Arbeidstakerregisteret. 31s. | | |
| 2003/80 | O. Villund: Partielt frafall av yrkesdata i Arbeidstakerregisteret. 18s. | | |