

Evaluering av skattereformen 2006 – aksjonærmodellen¹

Erik Fjærli, Statistisk sentralbyrå

18.10.2010

¹ Takk for kommentarer fra Thor Olav Thoresen. Alle synspunkter og ev feil står for min regning.

1 Bakgrunn

Statistisk sentralbyrå er engasjert til å evaluere aksjonærmodellen, spesielt betydningen av skjermingsfradraget i forhold til å sikre at skatt på aksjonærinntekt ikke øker finansieringskostnaden ved ny, norsk egenkapital sammenliknet med andre finansieringskilder. Det er lagt vekt på aksjonærmodellens egenskaper når det gjelder nøytralitet mellom ulike finansieringsformer og mellom prosjekter med ulik risiko.

En begrunnelse for skjermingsfradraget er at man frykter at en skatt på inntekt av aksjeplasseringer vil øke kapitalkostnadene i norske aksjeselskaper ved finansiering med ny egenkapital, og antar at et fradrag som tilsvarer den sikre alternativavkastningen vil avhjelpe dette (Skatteutvalget, NOU 2003:9, vedlegg 1).² Videre mener Skatteutvalget at aksjonærbeskatning uten skjermingsfradrag vil påvirke avkastningskravet til unoterte aksjer gjennom at relativt risikable aksjer får lavere avkastningskrav etter skatt og mindre risikable aksjer får høyere avkastningskrav (Skatteutvalget, op.cit., Sørensen 2005b). En annen viktig begrunnelse for skjermingsfradraget er hensynet til nøytralitet med hensyn til periodisering av aksjeutbytte, eietid og valget mellom å realisere eierinntekter som aksjeutbytte eller tilbakeholdelse av overskudd (med påfølgende kapitalgevinst). Endelig viser Skatteutvalget til at en utbytteskatt uten skjerming vil kunne øke kapitalkostnadene for nyetablerte selskaper som kan være mer avhengig av ekstern egenkapital enn veletablerte selskaper med større tilgang av interne midler og med etablerte kundeforhold til finansinstitusjoner (kapittel 9, boks 9.2). Aksjonærmodellen er gjort nærmere rede for i NOU 2003:9 og i Sørensen (2005a).

Av ulike grunner gis det ikke adgang til at ubenyttet skjermingsfradrag ved salg av en aksje kan videreføres til den nye eieren³. Det gis heller ikke adgang til å trekke fra ubenyttet skjermingsfradrag i annen inntekt. Ubenyttet skjermingsfradrag oppstår når en aksje selges med tap eller med gevinst som er lavere enn skjermingsfradraget og går altså tapt ved realisasjon. En del av evalueringsoppdraget er å få belyst hvilke virkninger slike (praktiske) justeringer av aksjonærmodellen kan ha for modellens nøytralitetsegenskaper. Det er vanskelig, særlig så kort tid etter reformen, å gi noe kvantitativt anslag på ubenyttede skjermingsfradrag som går tapt. Imidlertid er det mulig å beskrive omfanget og utviklingen av ubenyttede fradrag, og vurdere om disse skyldes lav lønnsomhet i foretakene (det vil si mulig fare for at fradraget går tapt gjennom konkurs), eller om store ubenyttede fradrag kan tilskrives eierens frivillige, skattemotiverte disposisjoner.

Notatet gir først en kort drøfting av de teoretiske begrunnelser som er brukt for aksjonærbeskatning med skjermingsfradrag. Deretter følger en empirisk del som ser på betydningen av ny egenkapital som finansieringsform og en del som ser på omfanget av ubenyttede (framførbare) skjermingsfradrag og årsakene til at de oppstår.

2 Aksjonærbeskatning og skjermingsfradrag

Det er et rådende syn i skatteøkonomisk litteratur at utbytteskatt, med eller uten skjermingsfradrag, ikke påvirker lønnsomheten av investeringene så lenge de finansieres gjennom tilbakeholdte overskudd og så lenge skattesatsen forventes å være konstant.⁴ Intuisjonen bak dette synet er at når en investering finansieres med tilbakeholdt overskudd, som ellers ville ha blitt beskattet som aksjeutbytte på aksjonærens hånd, så "subsidiere" investeringen ved at selskapets eiere sparer skatt på det utbyttet som ikke betales ut men i stedet investeres. Senere, når overskuddet av investeringen deles ut som aksjeutbytte, betales utbytteskatt som akkurat motsvarer den sparte skatten. Dette resultatet dreier seg altså om timing av utbytte, som er upåvirket av utbytteskatten så lenge alternativavkastningen etter skatt utenfor aksjeselskapet er lik avkastningen pengene gir i selskapet.

² Rent intuitivt kunne man kanskje også frykte at få ville være villig til å investere i aksjer eller starte egen næring i form av et aksjeselskap dersom full dobbeltbeskatning av selskapsinntekter skulle medføre at avkastningen etter skatt i noen tilfeller blir lavere enn avkastningen etter skatt på bankinnskudd, selv om differansen før skatt er positiv.

³ Derimot er det full kontinuitet ved arv.

⁴ Dette synet ble første gang fremsatt av King (1974) og refereres ofte til som "the new view".

I en enkel modell uten usikkerhet i økonomien vil klassisk utbyttebeskatning derimot øke kapitalkostnadene ved finansiering med *ny* egenkapital.⁵ Skjermingsfradraget er ment å motvirke dette, forutsatt at fradraget er symmetrisk utformet og at investorene med sikkerhet får redusert investeringskostnaden sin med skjermingsfradragets reelle nåverdi.

Et annet synspunkt kombinerer disse to resultatene gjennom at det antas at unge selskaper er mest avhengige av innskutt egenkapital og vil få økt sine egenkapitalkostnader ved utbytteskatt, mens eldre selskaper finansieres med tilbakeholdte overskudd og påvirkes lite av utbytteskatt (Sinn, 1991).

Det er også klart at skatt på aksjeutbytte ikke påvirker investeringsbeslutningen når de marginale investeringene lånefinansieres. Den marginale investeringen gir da ikke overskudd utover lånerenten, som kan trekkes fra i skattbart overskudd, og lånefinansierte investeringer som er lønnsomme før skatt vil også være lønnsomme etter skatt. Dersom lånefinansiering er lett tilgjengelig, vil utbytteskatt derfor ikke virke vridende da den bare faller på "inframarginale" investeringer⁶.

Spørsmålet om aksjonærmodellens virkninger for investeringsbeslutningene dreier seg derfor særlig om 2 forhold:

- (1) Er egenkapitalinnskudd viktige for finansiering av investeringsprosjekter?
- (2) Dersom det er slik at ny egenkapital er en viktig finansieringskilde, har utbytteskatten uheldige virkninger for kapitalkostnadene når investeringer finansieres med ny egenkapital? Er skjermingsfradraget (aksjonærmodellen) er adekvat grep for å minimere eventuelle vridninger?

At en finansieringskilde i gjennomsnitt viser seg å bety relativt lite rent kvantitativt, betyr ikke nødvendigvis at den ikke er viktig. For eksempel kan ny egenkapital være viktig for en bestemt type virksomheter (nyetablerte foretak?) eller det kunne være slik at det nettopp er de marginale investeringer som finansieres med ny egenkapital mens de mer lønnsomme finansieres på annen måte. I tilknytning til (1) kan man derfor også spørre: Kan selskapene relativt kostnadsfritt skifte til en annen finansieringsform (lån) hvis kapitalkostnadene ved ny egenkapital øker gjennom skattesystemet? I så fall vil skatten i liten grad vri realinvesteringene, men først og fremst medføre en vridning i valg av finansieringsform (som regnes som mindre alvorlig i forhold til ressursallokeringen i samfunnet enn vridninger som påvirker realinvesteringene). Hvis bestemte foretak derimot er kapitalrasjonerte, vil eventuelle uheldige virkninger av skattesystemet på sparing i aksjer ha større realøkonomiske effekter.

Vil en skatt på aksjeutbytte og –gevinst (-tap) øke kostnadene ved ny egenkapital generelt?

Det forskningsresultatet at utbytteskatt og annen skatt på aksjeinntekter øker egenkapitalkostnadene går tilbake til Harberger (1966) og er gjentatt i Sinn (1991), og har antakelig hatt en viss påvirkning på utformingen av skattepolitikken. Indirekte gjentas for så vidt argumentet i Harberger mfl. også i Skatteutvalget (op.cit), som viser at *med* skjermingsfradrag så forsvinner denne vridningen (vedlegg 1, avsnitt 2.2). Felles for disse resultatene er at de bygger på en forutsetning om det ikke er noen usikkerhet i markedene, slik at de i beste fall bare har gyldighet i den grad investorene er risikonøytrale. Dette er en urimelig forutsetning og resultatet er etter mitt syn ikke særlig relevant for utformingen av skattesystemet.

⁵ Dette omtales gjerne som "the old view", fremsatt av bl.a. Harberger (1966). Imidlertid kan man stille spørsmål ved om resonnetet som ligger bak dette resultatet er særlig relevant, idet egenkapitalfinansiering i sin natur involverer risiko, derav uttrykket "risikokapital". I stedet bør analysen se på investorers betalingsvilje for risikable finansaktiva under ulike skatteregimer og markedsforhold. I analyser som tar hensyn til atferd under usikkerhet blir konklusjonene mht virkningene av aksjonærbeskatning gjerne tvetydige.

⁶ Dette kalles gjerne "the tax irrelevance view".

Når det gjelder virkningen av usikkerhet er det et velkjent og allment akseptert resultat i litteraturen at personskatt på den usikre avkastningen av aksjer (uten skjermingsfradrag) i bestemte modelloppsett⁷ har en tvetydig effekt på betalingsviljen for aksjer.⁸ På den ene siden vil skatten medføre at forventet avkastning på aksjen reduseres i forhold til plassering i den risikofrie plasseringen, på den annen side vil risikoen for investor reduseres proporsjonalt med skattesatsen, forutsatt at gevinster og tap behandles helt symmetrisk i skattesystemet. En investor som maksimerer forventet nytte, vil forsøke å opprettholde den samme risikoprofilen etter skatt som før skatt gjennom å øke porteføljeandelen av den risikable plasseringen. Dette er en ren substitusjonseffekt. På den annen side betaler det seg dårligere enn før å holde risikable investeringer, og det trekker i motsatt retning gjennom en negativ ”inntektseffekt” og totaleffekten er ubestemt. De to motsatte effektene av skatt kommer også fram i analysen av etterspørselen etter børsnoterte aksjer i vedlegg 1 (appendix B, ligning 24) i Skatteutvalget (op.cit).

I det enkle tilfellet, der vi har én aksje med usikker avkastning og én plasseringsmulighet med risikofri rente, er det altså *ikke* dekning for å si at skatt på avkastningen av aksjeplasseringen reduserer betalingsviljen for aksjen og slik øker egenkapitalkostnadene dersom man ikke innfører et skjermingsfradrag. Et annet spørsmål er hva som skjer med privates betalingsvilje for aksjer i denne konteksten dersom man likevel innfører et skjermingsfradrag. Med det samme modelloppsettet som det er vist til foran innebærer dette at den negative inntektseffekten bortfaller, og man får helt entydig en *økning* i betalingsviljen for aksjer⁹. Avhengig av markedsforholdene vil dette dels kunne slå ut i økt aksjeandel i norske privatpersoners portefølje, dels i økt aksjekurs og *reduerte* egenkapitalkostnader. Dersom prisen på den norske aksjen er fullt ut bestemt av internasjonale avkastningskrav og norske investorer er for små til å påvirke markedskursen vil vi få en ren kvantumseffekt i de norske porteføljene uten konsekvenser for egenkapitalkostnadene. Dette kommer også fram av Skatteutvalgets vedlegg 1/appendiks B (ligning 15).

Flere risikable plasseringsalternativer: Børsnoterte og unoterte aksjer med ulik risiko.

I Skatteutvalget (op.cit.), vedlegg 1 så vises det at dersom vi har veldiversifiserte investorer som holder 2 typer aksjer, børsnoterte \underline{b} og ”unoterte”¹⁰ \underline{u} , og der R_u betegner avkastningskravet etter skatt til unoterte aksjer, R_b avkastningskravet etter skatt til børsnoterte aksjer, r_u og r_b avkastningskravene før skatt, τ er skattesatsen og β_u er den unoterte aksjens ”beta” (graden av samvariasjon mellom unoterte aksjer og markedsporteføljen av børsnoterte aksjer), samt at

$$R_u^e = i + \beta_u \cdot (R_b^e - i) \quad (1)$$

$$R_u^e = r_u^e - \tau \cdot (r_u^e - i) \quad (2)$$

$$R_b^e = r_b^e - \tau \cdot (r_b^e - i) \quad (3)$$

så vil avkastningskravet og dermed kapitalkostnaden til unoterte aksjer være upåvirket av en symmetrisk skatt på aksjeinntekter med skjermingsfradrag:

⁷ Modeller med maksimering av forventet nytte der investor kan velge mellom én plassering med risikofri avkastning og én plassering med usikker avkastning.

⁸ Se Mossin (1968) og Stiglitz (1969), samt Sandmo (1977, 1989).

⁹ Dette ble først påvist av Sandmo (1977).

¹⁰ Med ”unoterte” menes aksjer som bare handles i det norske markedet og av norske investorer.

$$r_u^e = i + \beta_u \cdot (r_b^e - i) \quad (4)$$

Dette er i og for seg riktig, men resultatet (4) sier bare at forholdet mellom prisen på (avkastningskravet til) unoterte aksjer og børsnoteerte aksjer ikke påvirkes av skatten. Dersom avkastningskravet til unoterte aksjer skal forbli uendret så forutsetter det også (som påpekt i Skatteutvalget) at avkastningen før skatt på børsnoteerte aksjer ikke påvirkes av norske investorer og deres respons på at aksjonærbeskatningen reduserer porteføljens risiko etter skatt. I praksis betyr det at aksjekursene (avkastningen før norsk aksjonærskatt) bestemmes på det internasjonale kapitalmarkedet og/eller av institusjonelle investorer. Dette er en rimelig antagelse, men har også en implikasjon som kan være problematisk men som er tonet ned i Skatteutvalget:

Dersom det er riktig at verken prisen på børsnoteerte eller unoterte aksjer påvirkes av aksjonærbeskatningen, så vil man få en desto større positiv effekt på andelen av aksjer i de private porteføljene gjennom den omtalte substitusjonseffekten (reduert risiko etter skatt). For internasjonalt handlede aksjer kan tilbudet anses som uendelig elastisk (det er dette som ligger i at prisen ikke påvirkes av norske private investorer), og investorene kan dermed bare "fylle opp" fritt. For unoterte aksjer vil økt etterspørsel derimot kunne føre til at det etter hvert må tilbys "dårligere" aksjer (dvs investeringer med et dårligere P/E-forhold), som ikke kan konkurrere med børsnoteerte aksjer. Disse vil derfor ikke bli absorbert av markedet når prisen på risiko er eksogent gitt, og aksjonærmodellen med skjermingsfradrag og symmetrisk behandling av tap og gevinster vil derfor i teorien kunne medføre både økt aksjeandel i porteføljene og en vridning i favør av børsnoteerte aksjer. På kort sikt er tilbudet av norskhandlede aksjer gitt, og man får helt entydig en vridning i porteføljene i retning av mer børsnoteerte aksjer og mindre beholdning av rentebærende ("sikre") plasseringer. Andelen av børsnoteerte aksjer vil altså øke på bekostning av andelen sikre plasseringer og andelen unoterte ("nasjonale") aksjer. I den grad at private på denne måten øker sin risikoeksponering før skatt for å opprettholde samme risiko etter skatt, vil statens risiko øke gjennom den implisitte "eierandelen" på 28 prosent.

Er skjermingsfradraget nødvendig for å unngå vridninger mellom unoterte aksjer med ulik risiko?

I slike tilnærminger som er brukt i Skatteutvalget, der investor maksimerer forventet nytte ved å spre porteføljen på en risikofri og flere risikable finansielle plasseringsformer¹¹, er avkastningskravet til en enkeltaksje gitt av uttrykk av typen

$$r_j^e = r_f + \beta_j \cdot (r_m^e - r_f) \quad (5)$$

Her betegner r_j avkastningskravet på aksje j , r_f den risikofrie renten, r_m avkastningen på hele markedsporteføljen av aksjer og β_{jm} er et mål på aksjens samvariasjon med markedsporteføljen. β (aksjens beta) angir "mengden" risiko (diversifikasjon sikrer at det ikke er annen risiko ved aksje j enn den som knytter seg til hele aksjemarkedet) og $(r_m - r_f)$ er prisen på risiko (risikopremien). Uttrykk (4) foran og uttrykk (6) nedenfor svarer til ligningene (19) g (25) i Skatteutvalgets vedlegg 1/appendiks B, og viser avkastningskravet til unoterte aksjer ved skatt på aksjeinntekt med fullt tapsfradrag og henholdsvis med og uten skjermingsfradrag (τ betegner skattesatsen):

$$r_u^e = i + \beta_u \cdot (r_b^e - i) \quad (4)$$

$$r_u^e = \frac{i}{(1-\tau)} + \beta_u \cdot \left(r_b^e - \frac{i}{(1-\tau)} \right) \quad (6)$$

¹¹ The Capital Asset Pricing Model, "CAPM".

I Skatteutvalget påpekes som nevnt at skattesatsen τ inngår i (6) men ikke i (4) og at skjermingsfradraget derfor sikrer at aksjonærbeskatningen ikke vrir tilpasningen i markedet for unoterte aksjer. Uten skjermingsfradrag, så vil risikopremien avta gjennom faktoren $1/(1-\tau)$, samtidig som forholdet mellom aksjeavkastning og sikre plasseringer reduseres gjennom den samme faktoren. Vi får altså få en reduksjon i avkastningskravet til aksje j dersom den er risikabel og dens beta er større enn 1 (fordelen ved lavere risikopremie dominerer ulempen ved lavere forventet avkastning etter skatt), og omvendt.

Dersom i hadde vært den risikofrie renten før skatt (altså dersom renteinntekter og –utgifter hadde vært unntatt beskatning), ville (4) – som påpekt i Skatteutvalget – ha vært en samfunnsøkonomisk bedre løsning enn (6), dvs. at avkastningskravet er upåvirket av skatten på aksjonærinntekt. Imidlertid er i lik renten etter skatt. Hvis r_f betegner den risikofrie renten før skatt, er i altså lik $(1-t)r_f$ der $t=\tau$ (28 prosent)¹². Setter vi dette inn i (6) får vi nå

$$r_u^e = r_f + \beta_u \cdot (r_b^e - r_f) \quad (6b)$$

Aksjonærbeskatning uten skjermingsfradrag virker i denne sammenhengen ikke vridende på selskapenes kapitalkostnader. Imidlertid vil selskapsskatten drive opp avkastningskravet til selskapets realinvesteringer.¹³

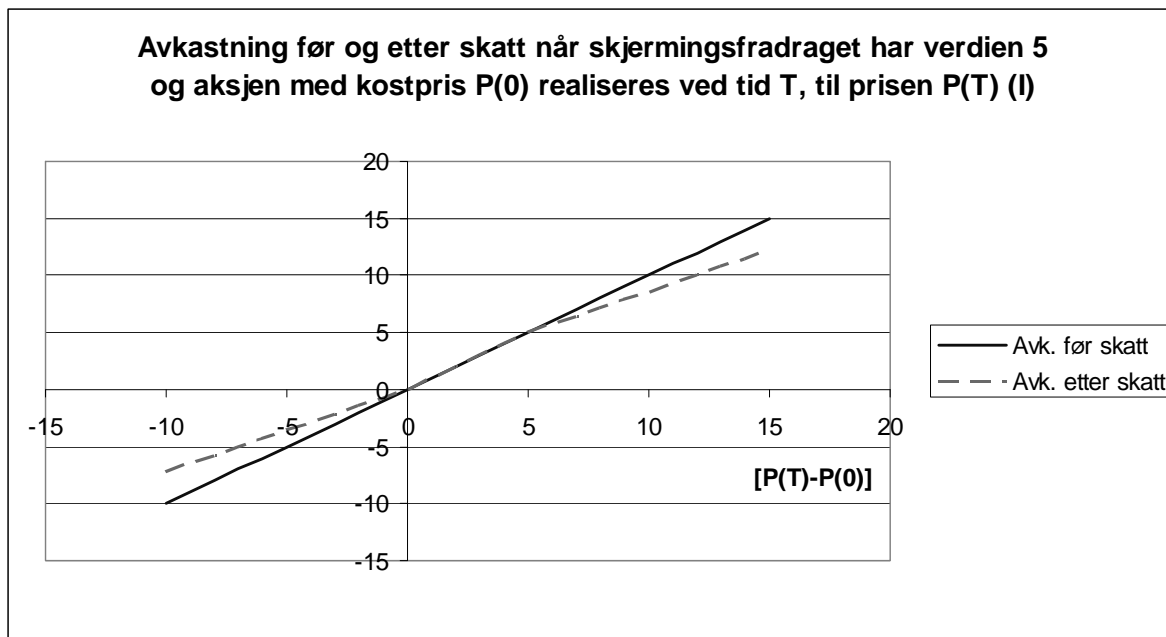
Litt om virkningen for etterspørsel etter aksjer under usikkerhet av en modifisert aksjonærmodell med begrenset fradrag for ubenyttet skjerming

Foran har drøftingen av aksjonærmodellen vært basert på den rendyrkede modellen i Skatteutvalget (op. cit), der eventuelt ubenyttet skjermingsfradrag kan trekkes fra i annen inntekt eller på annen måte komme til fradrag også dersom aksjen ved salg gir en avkastning som er lavere enn skjermingsrenten. Av ulike grunner har man i den praktiske utformingen av aksjonærmodellen valgt å ikke gi fradrag for skjermingsfradrag som overstiger aksjens avkastning i eietiden, det vil si at framført tidligere ubenyttet fradrag går tapt dersom aksjens skattbare gevinst er lavere enn fradraget (eller dersom aksjen selges med tap). Spørsmålet er om dette endrer aksjonærmodellens egenskaper i vesentlig grad. Avkastningsprofilene uten skatt og med skatt ved delvis og fullt skjermingsfradrag er vist i figur 1. Her viser den heltrukne linjen avkastningen uten skatt (før skatt), den striplete linjen avkastningen etter skatt (aksjonærmodellen med begrenset fradrag) og den prikkete linjen avkastningen etter skatt dersom man hadde full fradrag i annen inntekt for skjermingsfradraget.

Figur 1

¹² Jeg ser bort fra betydningen av inflasjon her.

¹³ Jeg kan ikke se at dette er tatt opp i *Skatteutvalget* men Sørensen (2005b) nevner det i en fotnote.



45-graderslinjen gjennom 0 viser avkastningen uten skatt som funksjon av verdistigningen på den horisontale linjen. Skjermingsfradraget er vilkårlig satt til "5". Med full fradragrett for skjermingsfradraget og en skattesats på 28 prosent får aksjonæren 72 prosent av avkastningen, altså en linje med lavere helning enn 45 grader, og som altså demper prisutslagene effekt på avkastningen etter skatt (risikoen). Med begrenset fradrag får avkastningen etter skatt to knekkpunkt, ett i 5, der skatten slår inn, og ett i null der det ordinære tapsfradraget slår inn. Siden aksjens forventede avkastning er større enn den risikofrie renten (som her gir et skjermingsfradrag på 5), innebærer muligheten for tapte ubenyttede fradrag at staten "skummer fløten" gjennom at dårlige utfall beskattes noe lavere enn gode.

Det er ganske komplisert å utlede konsekvensene av slik ikke-linearitet på risikotaking analytisk. MacKie-Mason (1990) har regnet på implikasjonene av et helt analogt problem, og hovedresultatet her er at ufullkommen offentlig risikodeling gjennom ikke-lineær skatt ("cream-skimming") fører til mindre "subsidiert" av risiko enn ved symmetrisk beskatning, men at skattesystemet likevel vil øke verdien av investeringsobjektet i forhold til verdien før skatt, gjennom lavere risiko.

Enkelte investeringsprosjekter innebærer at de (1) har et element av irreversibilitet og (2) har en avkastning før de settes i gang (for eksempel oljefelt, gruver ol). I slike tilfeller kan det knytte seg en venteverdi til prosjektet, slik at det ikke realiseres før nåverdien av inntektene blir tilstrekkelig stor til både å dekke den primære investeringskostnaden og kostnaden ved at venteopsjonen blir borte ved oppstart. Et annet resultat i MacKie-Mason (1990) er at ikke-lineær beskatning (cream-skimming) i slike tilfeller vil redusere venteverdien og *framskynde* investeringen.

Mulighetene for å skjerme seg mot tap av fradrag

Som det framgår av figuren foran, så er begrenset fradragrett først og fremst et problem for prosjekter som går "litt" dårlig. Går det veldig dårlig, vil verdien av det ordinære tapsfradraget likevel kunne bli ganske stor i forhold til hva en går glipp av gjennom ubenyttet skjerming. Hvor betydningsfulle ubenyttede skjermingsfradrag er, vil også avhenge av skattyternes evne til å skjerme seg mot faren for tap av fradrag.

For profesjonelle investorer kan problemet med urealiserbare skjermingsfradrag reduseres gjennom å bruke holdingselskap og på den måten diversifisere skjermingsfradraget. På denne måten vil tap i en aksje bli konsolidert mot gevinst i en annen, før skatten (på inntekten fra aksjer i holdingselskapet)

beregnes. Dette er blitt en ganske vanlig måte å ordne seg på etter reformen. Innehavere av småbedrifter med mye av sin portefølje plassert i sitt eget aksjeselskap har også en betydelig mulighet til å unngå problemet med framførte, ubenyttede skjermingsfradrag gjennom "ubetalt" arbeidsinnsats: Fordi aktive eiere ikke behøver å ta ut hele inntekten sin i form av lønn vil det skattbare resultatet, som danner grunnlaget for aksjeutbytte, alt annet like kunne bli større enn i bedrifter med ansatt ledelse: Dersom skjermingsrenten er for eksempel 3 prosent, vil en arbeidsinnsats verdt 500000 kroner (inkl arbeidsgiveravgift) tilsvare skjermingsfradraget ved et skjermingsgrunnlag på drøyt 16,5 millioner kroner.

Mulighetene for å skjerme seg mot uheldige utfall vil altså redusere ev problemer med begrenset fradragsrett, ved at forventet verdi på fradraget trolig påvirkes lite i de fleste tilfeller. I den grad investorer likevel opplever en positiv sannsynlighet for å miste fradraget, har det likevel i behold noe av sine egenskaper og vil sammen med fradragsrett for tap øke verdien av en udiversifisert risikabel investering etter skatt i forhold til verdien før skatt (MacKie-Mason, op.cit.).

Oppsummering av den teoretiske drøftingen av skjermingsfradraget

For å oppsummere så langt, vil skjermingsfradraget sikre at en symmetrisk aksjonærbeskatning med fradragsmulighet for tap ikke påvirker avkastningskravet til unoterte aksjer i forhold til situasjonen uten aksjonærbeskatning, når man ser bort fra virkningen av rentebeskatning. Samtidig får vi en vridning som medfører at private gis insentiv til å holde en større andel aksjer i porteføljen. Begrenset fradragsrett gjennom at ubenyttede skjermingsfradrag kan gå tapt vil kunne påvirke aksjonærmodellens effekt på risiko etter skatt noe, men har antakelig begrenset betydning.

Med utgangspunkt i disse resultatene er det av interesse å kartlegge hvor viktig egenkapitalinnskudd er som finansieringskilde for norske, unoterte aksjeselskaper – og for hvilke typer aksjeselskaper. Videre kan det være relevant å avdekke om det er eksternaliteter i kapitalmarkedet som tilsier at skattegrunnlaget på en eller annen måte bør skjerme egenkapitalinnskudd, for eksempel av hensyn til rammevilkårene for etablerere¹⁴. I de empiriske avsnittene nedenfor ser jeg nærmere på dette, samt på omfanget av fradragsframføring og problematikken knyttet til ubenyttede skjermingsfradrag.

¹⁴ Det er ikke opplagt at en generell stimulans til private investorer til å ta mer risiko er det mest effektive tiltaket for å løse ev rasjoneringsproblemer i kapitalmarkedet.

3 Hvordan finansieres norske unoterte aksjeselskaper?

Det er nærliggende å anta at ekstern kapital er viktigst for nye selskaper og selskaper som befinner seg i en vekstfase, da mer modne selskaper har hatt mulighet til å bygge seg opp finansielle reserver og/eller varige driftsmidler som kan tjene som sikkerhet for lån. I modne selskaper kan man også forvente at det årlige overskuddet ofte er stort i forhold til investeringsbehovet, samt at de gjerne har etablerte kundeforhold til banker og finansinstitusjoner slik at de både kan betale utbytte og finansiere investeringer gjennom egne midler og lån. I yngre selskaper vil investeringsbehovet forventes å være større i forhold til tilgangen på egne midler, og tilgangen på ekstern kapital knappere. I den grad det er slike livsløpsprofiler i tilgang på finansiering, vil det kunne medføre at nyetablerte selskaper blir finansielt rasjonerte.

I denne delen ser jeg etter empirisk støtte for denne livsløpsteorien for finansieringsatferd. Videre undersøker jeg om det er indikasjoner på at tilgangen på ekstern kapital (lån og ny egenkapital) er knapp, slik at finansiell rasjonering kan medføre lavere vekst blant nye selskaper. Tolkningen av de empiriske resultatene vanskeliggjøres av at det drives utstrakt skattetilpasning i perioden (særlig regnskapsårene 2004 og 2005), som blant annet innebærer at tidligere års opptjente overskudd konverteres til gjeld og innskutt egenkapital før innføringen av aksjonærmodellen i 2006, og som distribueres til eierne i stedet for aksjeutbytte etter reformen.

Datagrunnlaget for undersøkelsen er regnskapsstatistikk for ikke-finansielle aksjeselskaper. Allmennaksjeselskaper (ASA), selskaper uten ansatte og selskaper med mindre enn 100.000 i omsetning og aktiva er utelatt. Videre er det benyttet data fra aksjonærregisteret, samt data for skjermingsgrunnlag med mer for personer fra inntektsregisteret.

Finansiell struktur i norske aksjeselskaper 2000 - 2007

Hovedtrekk og overordnede tendenser

Figurene 2a og 2b viser aksjeselskapene i utvalget ordnet i kvintiler etter andelen innskutt egenkapital/total egenkapital.¹⁵ Figurene, som viser gjennomsnittstall for kvintilene i hhv 2000 og 2007, indikerer at de selskapene som har størst andel innskutt egenkapital også har større gjeldsgrad og totalt sett er mer avhengig av ekstern kapitaltilførsel. Videre har disse selskapene også større prosentvis vekst i aktiva. Tabell 1 i appendikset viser at disse sammenhengene er stabile i hele perioden 2000-2007. Sammenhengen mellom vekst i aktiva og andel innskutt egenkapital/total egenkapital kan forklares med at selskaper i vekst finansieres med innskutt egenkapital, men kan også skyldes at egenkapitalinnskudd er sporadiske men relativt store når de forekommer, og slik medfører en kraftig økning i selskapets aktiva.

Tabell 2 i appendiks viser tilsvarende tall for selskapene sortert etter alder (kvintiler). Det er en klar tendens til at både gjeldsgrad, andel innskutt egenkapital og vekst er høyest for de yngste selskapene, inntil 2004 da skattemotiverte disposisjoner skaper støy i balansetallene.

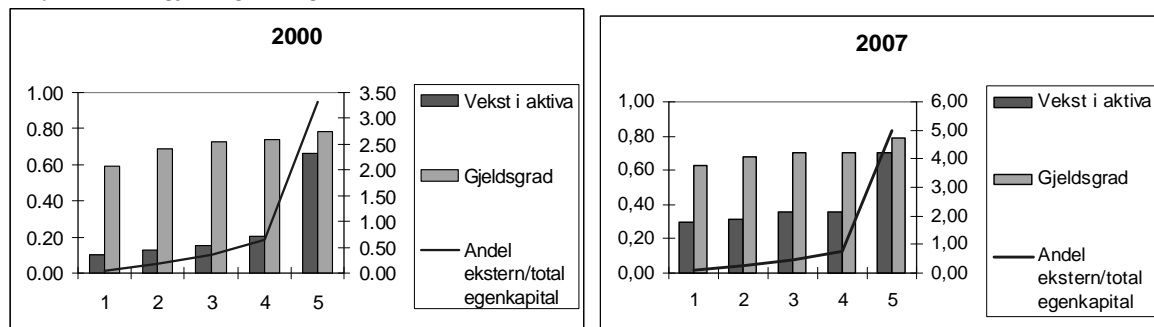
Figur 3a-3d viser gjennomsnittstall for selskapenes finansielle struktur etter alder (desiler) i 2000 og 2007. Gjeld er den klart viktigste finansieringskilden i 2000, særlig for yngre selskaper, men avtar til fordel for opptjent egenkapital med eldre selskaper. Innskutt egenkapital er viktigst for de yngste selskapene, og ser ut til å øke bare ubetydelig med eldre og større selskaper, slik at finansieringsandelen til innskutt egenkapital avtar med alder, fra rundt 20 prosent til 10 prosent. Dette kan bety at noe egenkapital er nødvendig for å få et aksjeselskap i gang, men at ledelsen helst styrer unna denne finansieringskilden i senere faser.

¹⁵ Merk at denne brøken kan bli svært stor ved at opptjent egenkapital kan bli negativ og total egenkapital dermed blir lav.

I 2007 er bildet forandret. Fremdeles ser man noe tendens til motsatte aldersprofiler i hhv innskutt og opptjent egenkapital, men andelen gjeld er blitt noe lavere i forhold til egenkapital, særlig for de yngste selskapene, slik at gjeldsgraden viser en flatere aldersprofil. Innskutt egenkapital sin finansieringsandel har økt, mest for de aller yngste selskapene. Dette *kan* indikere at aksjonærmodellen med skjermingsfradrag har gjort det mer lønnsomt for unoterte selskaper å finansiere seg med egenkapitalinnskudd enn med lån, altså at investorer viser økt betalingsvilje for slike aksjer, men endringene kan også skyldes de skattemotiverte disposisjonene i de siste årene før aksjonærmodellen¹⁶. Som det framgår av tabell 3 i appendiks fant det sted en jevn økning i gjeldsgraden i selskapene til og med regnskapsåret 2004. En del av dette skyldes ekstraordinære utbytter motivert av forventninger om økt utbytteskatt i fremtiden, som dels har blitt pløyd tilbake til selskapene som gjeld, dels som ”ny” egenkapital. Dette medførte at selskapene ble tappet for opptjent egenkapital. Fra 2005 skjer det en reduksjon i selskapenes gjeldsgrad, antakelig fordi selskapene betaler tilbake til eierne gjeld relatert til tidligere ekstraordinære aksjeutbytter, framfor å betale skattbart utbytte. En annen forklaring på redusert gjeldsgrad kunne være finansiell konsolidering gjennom at selskapene nedbetaler ordinær gjeld, men det betyr i så fall at de har manglet andre lønnsomme investeringsmuligheter. Dette stemmer dårlig med makrobildet i perioden.

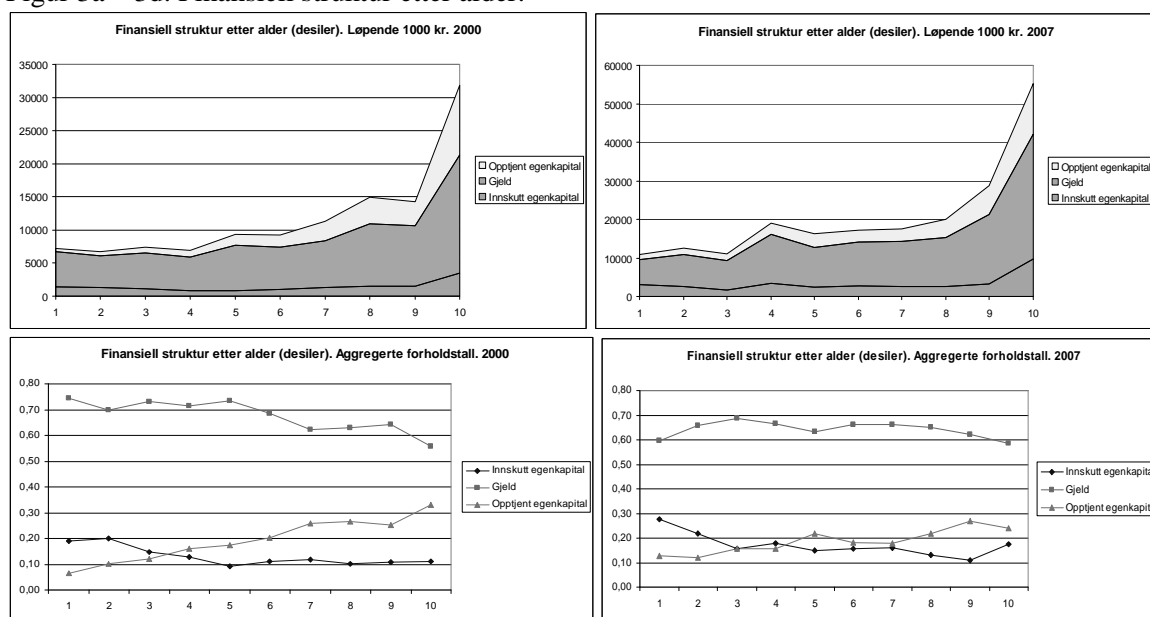
Merk at figur 2a og 2b viser gjennomsnittlige forholdstall, mens figur 3c og 3d viser forholdet mellom aggregerte tall. I de sistnevnte veier observasjoner med store tall mer enn små, mens i de førstnevnte veier alle observasjoner likt.

Figur 2a og 2b. Sammenhenger mellom andelen ekstern (innskutt) egenkapital av total egenkapital (høyre akse), gjeldsgrad og vekst i aktiva (venstre akse).



¹⁶ Se Alstadsæter og Fjærli (2009).

Figur 3a – 3d. Finansiell struktur etter alder.



Finansiering av nye selskaper før og etter aksjonærmodellen

Som jeg har vært inne på, er regnskapenes balansetall for årene 2004 og utover påvirket av skattemotiverte disposisjoner, særlig mister skillet mellom "opptjent egenkapital", "innskutt egenkapital" og "gjeld" mye av sin opprinnelige betydning når den førstnevnte kategorien konverteres til gjeld eller innskutt egenkapital i perioden før innføringen av utbytteskatt, og tilbakebetaling av kapital erstatter aksjeutbytte etter utbytteskatten. Ved å se på nye selskaper kan man unngå noe av denne problemstillingen, da disse ikke har hatt tid til å drive så mye skattetilpasning. Tabell 4 viser desilfordelte tall for gjeld og egenkapital for selskaper som er yngre enn 2 år (dvs. som er stiftet etter 31.12 i år t-2). Hovedtendensen er at gjeld er en viktigere finansieringskilde enn innskutt egenkapital. I 2007 kan det se ut som at innskutt egenkapital får økt betydning i forhold til lån, men det er vanskelig å trekke noen konklusjoner om hvorvidt dette er permanent eller ikke. Også for denne kategorien selskaper vil det dessuten være mange eiere som vil finne det oppportunt med tilbakebetaling av gjeld til eier framfor aksjeutbytte, om enn i mindre grad enn for selskaper som eksisterte i 2003 - 2004.

Finansiell struktur: Statistiske sammenhenger

Figurene 2 - 3 og tabellene 1 - 3 indikerer at det faktisk er livsløpsmønstre i selskapenes finansielle struktur, og at disse oppstår i et samspill mellom finansieringsbehovet (investeringer) og tilgangen på kapital. For å teste livsløpshypotesen bør en imidlertid bruke økonometriske metoder. Dette gir mer pålitelig informasjon i og med at det kan avdekke eller avkrefte statistisk signifikante sammenhenger. Det er likevel ikke uproblematisk å trekke slutninger om kausalitet basert på slike estimerte relasjoner mellom regnskapsvariable. For eksempel vil et selskaps vekstmuligheter og finansieringsbehov kunne påvirke dets finansielle struktur i samspill med tilgangen på ulike typer kapital, men rasjonering på kapital kan i sin tur dempe den veksten vi observerer i data. Det kan med andre ord være vanskelig å avgjøre om en variabel er eksogen eller endogen, og regresjonsanalysene som presenteres her må leses i lys av dette. Når det er sagt, så presiserer jeg likevel at modellene og estimeringsmetodene som er valgt baserer seg på liknede analyser som er publisert i velrenommerte internasjonale tidsskrift og dermed bør kunne tilskrives utsagnskraft.

Tabell 5 i appendiks oppsummerer resultatet av regresjoner (OLS) på et ubalansert panel fra 2000 til 2007, etter mønster av et nylig publisert arbeid (La Rocca m fl, 2009).

Regresjonene viser at både gjeld og innskutt egenkapital som andel av total kapital avtar med alder, mens tilbakeholdt overskudd øker med alder. Evne til å stille sikkerhet, målt som andel varige driftsmidler av samlede aktiva, virker positivt på gjeldsgrad. Eierkonsentrasjon, målt som størrelsen på største eierandel i 8 kategorier (fra "mindre enn 5 prosent" til "over 50 prosent"), virker negativt på gjeldsgrad men positivt på andel tilbakeholdt overskudd. Dette er som forventet hvis det er slik at kontroll over selskapet gjør det lettere å avstå fra aksjeutbytte og heller benytte internfinansiering. Lønnsomhet, målt ved profitttrate (etter skatt), virker negativt på ekstern finansiering (gjeld og egenkapital) og sterkt positivt på internfinansiering. Dette indikerer at ved rikelig tilgang på internt generert kapital så foretrekkes dette framfor eksternfinansiering. Størrelse (bokført verdi av aktiva) virker også positivt på internfinansiering. R^2 i regresjonene kan virke lav, men dette er ikke uvanlig når man opererer med andeler som avhengige og uavhengige variable¹⁷. Likevel betyr jo den svært lave forklaringsprosenten for innskutt egenkapital at modellen, med de variable vi har tilgjengelig, på langt nær fanger opp alle sider ved finansieringsatferden på dette punktet. Dog er dette nettopp et slikt resultat man kunne forvente dersom selskapene typisk delfinansieres med "en slump" innskutt egenkapital ved oppstart, og som senere ligger som en residual post uavhengig av selskapenes utvikling videre.

Den klare aldersprofilen i finansiell struktur er konsistent med funnene i La Rocca m.fl (op.cit), det samme gjelder effekten av lønnsomhet på den foretrukne finansieringsformen. Sammen peker dette i retning av at innskutt egenkapital er en dyr og relativt lite brukt kilde til finansiering av aksjeselskaper, men nødvendig i en tidlig fase av selskapenes livsløp. Ved eksternfinansiering har høy lønnsomhet en sterkere negativ effekt på ny egenkapital enn på gjeld, og selskaper som kan stille sikkerhet foretrekker heller gjeld enn egenkapitalinnskudd. Den estimerte effekten av lønnsomhet på finansieringsform er konsistent med "pecking order" hypotesen, der informasjonsskjevheter mellom selskap og eksterne investorer gjør at lønnsomme selskaper foretrekker først tilbakeholdt overskudd, dernest lån, mens ulønnsomme selskaper heller deler (problemene) med andre ved å utstede ny egenkapital. Vekstraten i varige driftsmidler synes å ha en liten, positiv effekt på egenkapital og negativ effekt på gjeldsgrad.

Resultatene av OLS-regresjonene kan tolkes som at intern kapital er å foretrekke, ettersom man kan se økt bruk av denne finansieringskilden etter hvert som den blir mer og mer tilgjengelig med selskapenes modning. Det kan i sin tur bety at manglende tilgang på (eller høye kostnader ved) ekstern kapital er en faktor som kan rasjonere selskapene - særlig dersom man ikke kan stille fysisk kapital som sikkerhet (foretak med høy grad av immateriell kapital).

Tilsvarende regresjoner på gjentatt tverrsnitt i årene 2000 -2007 og på panelet delt inn etter hovednæringer viste det samme mønsteret som resultatene som er rapportert i tabell 5, men er ikke rapportert i dette notatet.

En alternativ test av den finansielle livssyklusshypotesen, som eksplisitt bygger på at internt generert kapital er mer verdt for selskapet enn for den enkelte aksjonæren når ekstern kapital er rasjonert, er å se på utbytteatferden til selskapene (DeAngelo et al, 2006). Ved rasjonering vil aksjeselskapet vente med å betale utbytte til det har nådd en "moden" fase og tilgangen på internt genererte midler sammen med lån overgår finansieringsbehovet ved nye investeringer. Beslutningen om å betale utbytte vil i så fall avhenge positivt av forholdet mellom opptjent og innskutt egenkapital, samt av andelen finansielle aktiva i balansen (tilgang på intern kapital og uttømte realinvesteringsmuligheter vil avleires i økte finansielle reserver). Yngre selskaper i vekstfase, men uten tilstrekkelig tilgang på intern kapital (og dermed null aksjeutbytte) vil være rasjonerte i kapitalmarkedet og kan dermed oppleve lavere vekst enn optimalt, og til og med lavere vekst enn de modne selskapene.

¹⁷ R^2 er på nivå med regresjonene i La Rocca m.fl. (2009).

Tabell 6 viser medianverdier for finansiell struktur, lønnsomhet og vekstrate i samlede aktiva for selskaper ordnet etter regnskapsår og om de avsetter aksjeutbytte eller ikke. Hovedfunnene i tabellen er:

- Selskaper som avsetter aksjeutbytte har klart høyere andel opptjent egenkapital enn foretak som ikke avsetter, mens gjeldsgraden er mindre forskjellig. Dette gjelder i alle år, men er tydeligst i årene før aksjonærmodellen.
- Selskaper som avsetter utbytte er gjennomgående mer lønnsomme
- Selskaper som avsetter utbytte har gjennomgående større vekstrate i samlede aktiva (til tross for at utbytte isolert sett representerer en kapitallekkasje)
- Andelen selskaper som avsetter utbytte øker jevnt til og med 2003 og øker kraftig i 2004. Det skjer et skifte i finansieringsatferd fra og med regnskapsåret 2003, ved at andelen innskutt egenkapital øker i begge kategorier foretak. Denne utviklingen reverseres i regnskapsåret 2005, med et kraftig fall i andelen selskaper med utbytte, fall i andelen innskutt egenkapital og fall i gjeldsgrad. Dette viser at en stor del av de store aksjeutbyttene i årene 2003-4 ble reinvestert i selskapene som lån (fra eierne) og ”ny” egenkapital.

Basert på funnene gjengitt i tabell 6 har jeg gjennomført logit-regresjoner med en binær avhengig variabel som tar verdien 1 når selskapet velger å holde tilbake alt overskudd (ikke avsette utbytte), 0 ellers.¹⁸ Dersom foretak er kapitalrasjonerte, vil en forvente at tilbøyeligheten til å holde igjen alt overskudd

- avtar med alder
- avtar med andelen (akkumulert) opptjent egenkapital av total egenkapital (og som andel av total kapital)
- avtar med andelen finansielle reserver i aktiva
- avtar med høyere vekst (foretak som ikke er rasjonerte vokser raskere)
- avtar med graden av eierkonsentrasjon (ved eierkonsentrasjon reduseres informasjonsskjevheten mellom selskapenes ledelse og eiere)
- avtar med lønnsomhet (tilgang på intern kapital).

Videre tilsier både livsløpsteorien og andre teorier for utbytteatferd at et selskap som først begynner å betale utbytte, fortsetter med det. Å ha positivt utbytte i regnskapsår t-1 antas derfor å virke negativt på tilbøyeligheten til å holde tilbake alt overskudd.

Resultatene av regresjonene er oppsummert i tabell 7 (på ubalanserte paneldata for 2000 - 2007 med tidsdummier) og tabell 8 (på gjentatte tverrsnitt 2000 - 2007). Resultatene er akkurat som man skulle forvente i henhold til den finansielle livssyklussteorien – og svært signifikante – med unntak av et skift i betydningen av eierkonsentrasjon i 2005 – 2007. En nærliggende forklaring på det siste er at det nettopp er i selskaper med en dominerende eier at det er lettest å gjennomføre skattetilpasninger ved å la skattefrie kapitaloverføringer erstatte aksjeutbytte. Skattetilpasninger som dette blir nærmere dokumentert i neste avsnitt om utviklingen i ubenyttede skjermingsfradrag.

Resultatene i tabell 7 og 8 kan tilsynelatende stå i motstrid til resultatene i tabell 2, da høy andel ekstern (innskutt) egenkapital sammen med lav vekst og lav alder forbindes med rasjonering (null utbytte) i den økonometriske analysen, mens lav alder forbindes med både høy vekst og høy andel ekstern egenkapital i tabell 1 og tabell 2. En tolkning som forener begge disse resultatene er at unge selskaper generelt vokser relativt raskt, samtidig som at unge selskaper oftere er rasjonerte noe som isolert sett demper veksten for disse, alt annet like.

Samlet gir den deskriptive statistikken og resultatene av analysene med OLS og logit sterke indisier på at tilgang på ekstern finansiering kan være en begrensende faktor for yngre aksjeselskaper. Dette *kan*

¹⁸ Se DeAngelo et al (2006).

være et argument for at hensynet til å skjerme egenkapitalinnskudd tillegges vekt ved utformingen av skattesystemet. Dette betyr imidlertid ikke nødvendigvis at skjermingsfradraget i sin nåværende form er et adekvat virkemiddel i forhold til de underliggende årsaker til at en del aksjeselskaper kan bli kapitalrasjonerte. Skjermingsfradraget adresserer først og fremst risiko i betydningen ”varians” (og kovarians), mens det største problemet for nyetablerte foretak heller kanskje ligger i troverdighet og investorenes frykt for å bli lurt (informasjonsasymmetri).

4 Ubenyttede skjermingsfradrag

Tabell 1 nedenfor viser at en stor del av skjermingsfradragene framføres og at det akkumulerte framførte fradraget øker raskt. Så langt gir aksjonærmodellen begrenset med skatteproveny, fordi aksjeselskapene fremdeles betaler lite aksjeutbytte sammenlignet med årene før utbytteskatten ble innført. Økningen i framførte fradrag kan både skyldes at aksjeutbytte frivillig holdes tilbake i foretakene for å utsette skatt, og at noen foretak ikke betaler utbytte på grunn av lav lønnsomhet eller av hensyn til finansieringsbehovet (se foran).

Tabell 1. Skjermingsgrunnlag og skjermingsfradrag. 2007 og 2008

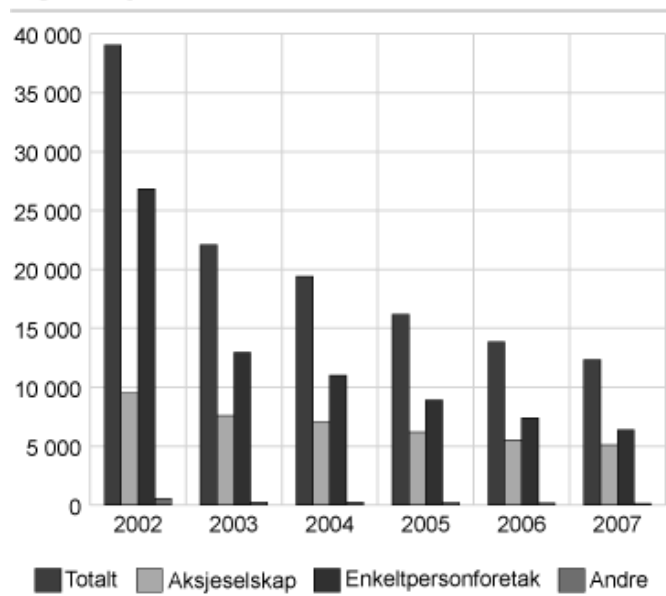
År	Skjermingsgrunnlag (mill. kr)	Årets beregnede skjermingsfradrag (mill. kr)	Ubenyttet skjermingsfradrag som fremføres (mill. kr)
2007	265421	8759	11242
2008	273490	10393	17586

Kilde: Ssb

Ubenyttede skjermingsfradrag som blir framført til senere år representerer ikke noe problem for investor med mindre det er reell fare for at de går tapt ved salg eller avvikling, ev. konkurs. Det finnes ikke empirisk grunnlag for å undersøke sammenhengen mellom ubenyttede skjermingsfradrag og konkurser eller andre nedleggelse. Rent generelt kan man si at overlevelsesraten blant aksjeselskaper er lav nok til at problemstillingen er relevant. Vel halvparten av aksjeselskapene som ble etablert i 2002 var fremdeles aktive i 2007 (Kilde: www.ssb.no). Overlevelsesraten for aksjeselskaper er likevel betydelig høyere enn for enkeltpersonforetak, særlig det første året, se figur 4 nedenfor (merk at ”døde” selskaper også omfatter fusjoner, frivillige avviklinger med mer) .

Figur 4

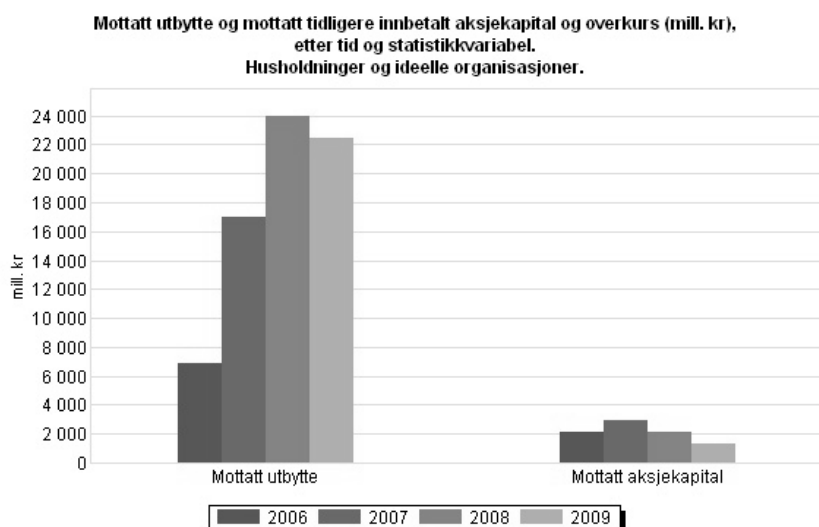
Nyetablerte foretak i 2002 overlevd i 2003-2007, etter organisasjonsform



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 5 nedenfor viser at aksjeutbyttene til husholdninger har tatt seg noe opp siden bunnåret 2006, og at skattemotivert tilbakebetaling av aksjekapital er avtagende. Tabell 9 i appendiks viser at skjermingsgrunnlaget er relativt skjevfordelt mellom personer og at andelen av skjermingsfradraget som framføres er økende med skjermingsgrunnlagets størrelse. Merk at fraktilgjennomsnittene i tabell 9 viser gjennomsnitt for de personer som har positivt beløp. Selv om *samlet* aksjeutbytte altså er mye større enn samlet tilbakebetaling av aksjekapital (jf figur 5), viser tabell 9 at de gjennomsnittlige uttak i form av slike kapitaltransaksjoner mye større enn gjennomsnittlige uttak i form av tradisjonelt aksjeutbytte, særlig i de øvre fraktilene. Tabell 9 antyder også at for de største skjermingsgrunnlagene er skjermingsfradraget stort nok til at eierne ikke behøver å ta ut utbytte utover det skattefrie beløpet

Figur 5.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Datagrunnlaget for denne undersøkelsen er skjermingsgrunnlag og –fradrag for personer (aggregert for alle aksjer personen eier), eieropplysninger med mer fra aksjonærregisteret og regnskapsdata for ikke-finansielle aksjeselskaper. Det finnes ikke noen direkte kopling mellom det enkelte selskap og dets samlede skjermingsgrunnlag og –fradrag på eiernes hånd. Undersøkelsen er derfor basert på to typer tilordning av aggregerte data: 1) Tilordning av regnskapsdata til personer etter deres eierandeler og deretter aggregering på personnivå for sammenligning med personenes aggregerte skjermingsdata, og 2) tilordning av hver aksjonærs skjermingsdata til de eide selskaper etter eiernes porteføljeandeler i hvert selskap for sammenligning med selskapsdata. Metodene gir ikke nødvendigvis riktig tilordning av verdiene i hver enkelt kombinasjon av eier og selskap, men skulle i gjennomsnitt treffe bra. Tabell 10 viser balansetall for endring i eksternt tilført kapital for årene 2007 og 2004 for et utvalg selskaper med match i begge år, basert på eierfordelte tall (det vil si at balansetall fra regnskapene er multiplisert med personlige eierandeler og deretter aggregert for hvert selskap slik at de viser summen av hver persons andel av de bokførte verdier, altså de personlige eiernes andeler). Tabellen viser at når man veier regnskapstall med personlige eierandeler og aggregerer på selskapsnivå, er det en nær sammenheng mellom reduksjon i eksternt tilført kapital i 2007 og en motsvarende økning i 2004, og mellom en reduksjon i ekstern kapital i 2007 og motsvarende økning i tilbakeholdt overskudd i 2007, og reduksjon i 2004. Tabellen illustrerer den typiske formen for skattetilpasning i perioden rundt innføringen av aksjonærmodellen, med ekstraordinære utbytter før 2005 som ble reinvestert som ”ny” aksjekapital eller lån til foretaket og betalt tilbake i stedet for utbytte etter reformen. En korrelasjonsmatrise (ikke vist her) bekrefter at det er en relativt sterk positiv korrelasjon mellom reduksjon i ekstern kapital i 2007 på den ene side, og på den annen side reduksjon i både innskutt egenkapital og reduksjon i gjeld. Reduksjon i innskutt egenkapital og reduksjon i gjeld (2007) er derimot negativt korrelerte med hverandre, det vil si substitutter. Reduksjon i ekstern kapital i 2007 er positivt korrelert med økning i ekstern kapital i 2004.

Tabell 11 viser at i et panel av selskaper (2006 og 2007) med match mot eierdata, var andelen av det tilordnede skjermingsfradraget som framføres større i underskuddsforetak enn i overskuddsforetak. Her har jeg brukt selskapsfordelte personlige skjermingsdata som beskrevet foran, og forskjellen er statistisk signifikant. Det samme gjelder foretak som kan kategoriseres som ”skattetilpassere”, definert som at de (1) betaler tilbake tidligere innskutt kapital eller reduserer sin gjeld og (2) holder igjen alt overskudd. Både underskudd og skattetilpasning er altså mulige forklaringsfaktorer bak den høye andelen framførte skjermingsfradrag. Tabell 12 viser at selv om hovedtyngden av de framførte fradragene i dette panelet ligger i selskap med overskudd, er det hele 1,7 mrd kroner i foretak med underskudd i 2007. Rundt en tredjedel av disse hadde underskudd også i 2006.

For å teste hvilke faktorer som er med å forklare andelen framførte skjermingsfradrag har jeg gjennomført en regresjonsanalyse, der avhengig variabel er selskapenes andel framført skjermingsfradrag av totalt skjermingsfradrag. Dette er egentlig en uobserverbar størrelse, og er som forklart foran beregnet ved å fordele alle personlige investorers skjermingsfradrag på selskaper forholdsmessig etter selskapenes andel i hver individuell portefølje. Dette gir en god approksimasjon, fordi det er en nær sammenheng mellom bokført egenkapital og aksjenes skjermingsgrunnlag. Som forklaringsvariable er brukt lønnsomhet målt ved overskudd etter skatt delt på aktiva, alder, dummy for underskudd og dummy for ”skattetilpasser”, samt aktiva, driftsinntekter og antall ansatte som kontrollvariable for størrelse. Oversikt over variable og deres forventede fortegn er vist i tabell 2 nedenfor, resultatene er gjengitt i tabell 13 i appendiks. Alle forklaringsvariable er svært signifikante på 1%-nivå og med ”riktig” fortegn, men modellens forklaringskraft (R^2) er lav. Kontrollvariablenes signifikans varierer men har liten tallverdi.

Tabell 2. Forklaringsvariable for andel framført skjermingsfradrag og forventet fortegn

Variabel	Forventet fortegn
Konstantledd	+
Dummy for underskudd	+ (underskudd påvirker utbyttebeslutningen negativt)
Lønnsomhet	- (høyere lønnsomhet gir mer aksjeutbytte)
Alder	- (høyere alder påvirker utbyttebeslutningen positivt)
Dummy for ”skattetilpasser”	+ (skattetilpasning innebærer utsatt aksjeutbytte)

5 Konklusjoner

I dette notatet har jeg drøftet de teoretiske begrunnelsene for skjermingsgrunnlaget med vekt på betydningen av skatt for private investorers avkastningskrav til risikokapital, samt gjort en empirisk undersøkelse av finansieringsforhold i norske aksjeselskaper og betydningen av ubenyttet skjermingsgrunnlag.

Det viktigste empiriske funnet er at det sannsynligvis er dekning for å si at det er eksternaliteter i kapitalmarkedet som medfører at nyetablerte foretak kan ha vanskeligheter med finansieringen, slik at de blir rasjonerte og får en lavere vekst enn med fri tilgang på kapital. Dette er i samsvar med resultatene i internasjonale undersøkelser. De nyetablerte selskapene har en større tilbøyelighet til å være avhengig av egenkapitalinnskudd enn veletablerte foretak. Hvor slike innskudd kommer fra gir denne undersøkelsen ikke svar på, men i mange tilfelle vil det være etablereren selv og/eller nærmeste familie, snarere enn eksterne investorer.

Aksjonærbeskatning med full fradragrett for tap og med skjermingsfradrag vil kunne avhjelpe situasjonen for disse selskapene i den forstand at dette kan redusere egenkapitalens risiko etter skatt, særlig ved mangelfull diversifikasjon, uten å redusere forventet avkastning. Samtidig medfører skjermingsfradraget av samme grunn at privates avkastningskrav til børsnoterte aksjer reduseres. Siden prisen på børsnoterte aksjer er uavhengig av norske privatpersoners etterspørsel, vil dette i teorien kunne medføre en økning i børsnoterte aksjers porteføljeandel og en tilsvarende økning i statens risikoeksponering¹⁹. Det er ikke noe nytt at det offentlige subsidierer aksjesparing (jf ”Aksjesparing med skattefradrag” og lignende ordninger), men det er vanskelig å finne en økonomisk begrunnelse for å stimulere privates investeringer i børsnoterte aksjer. De børsnoterte selskapene trenger det ikke, og det er også vanskelig å se for seg at private ikke kjenner sitt eget beste og ikke har ”nok” risiko i sin finansielle portefølje. Tvert imot er risiko i seg selv egentlig et onde (det er derfor risikopremien er positiv), og det er i tillegg ikke vanskelig å tenke seg at det faktisk er *negative* eksterne virkninger ved risikoeksponerte private formuer. For eksempel vil volatilitet i private formuer kunne smitte over i konjunkturførsterkende volatilitet i privat etterspørsel. Under den siste finanskrisen – som under tidligere kriser – kom det for eksempel tydelig fram hvordan amerikanske risikoeksponerte sparere responderte på fall i bolig- og aksjemarkeder med å øke springen.

Når det gjelder etablerere og hvordan man eventuelt skal utforme beskatningen slik at det tas hensyn til rasjonering i kapitalmarkedet, kan det være problematisk at skjermingsfradraget slik det er utformet blir lite effektivt; dels ved at det monner lite for små selskaper, dels ved at det ikke adresserer direkte eksternalitetens primære virkning, nemlig likviditetsproblemer for nystartede virksomheter på grunn av informasjonsproblemer i kapitalmarkedet. Selv om samlet skjermingsfradrag i økonomien kan bli ganske stort, og utgjøre store beløp for eiere av store og etablerte selskaper, så utgjør skjermingsfradraget heller lite for den enkelte nystartede småbedrift. Ved et innskudd på en million kroner blir fradraget for eksempel 30.000 kroner ved 3 prosent skjermingsrente. En ordning som var

¹⁹ Staten har god evne til å bære risiko, så det er ikke sikkert at dette er noe stort problem.

mindre generell, men mer sjenerøs overfor unoterte selskaper i etableringsfasen kan være et bedre tiltak hva angår likviditetsproblemer for entreprenører (som heller skyldes eksterne investorers skepsis eller mistro enn deres risikoaversjon). Imidlertid trengs det mer kunnskap om hvordan det norske kapitalmarkedet fungerer for å vurdere dette, særlig om hvilken betydning av profesjonelle investorer har for tilgangen på risikokapital i unoterte selskaper.

Hva angår skjermingsfradraget, viser de empiriske resultatene at det er svært skjevt fordelt og at det for en stor del er bundet til etablerte selskaper. Dette reflekterer sammensetningen av foretakspopulasjonen, overgangsreglene for etablerte selskaper og skattetilpasning før reformen. Andelen ubenyttet og framført skjermingsfradrag er høy, og skyldes i første rekke skattetilpasning og at storeiere har mer skjermingsfradrag enn de behøver i forhold til årlig uttak av bedriften. Likevel har både underskudd og dårlig lønnsomhet en viss betydning for at skjermingsfradrag må framføres, og for noen eiere vil den situasjonen kunne oppstå at de vil måtte legge ned eller selge med tap, slik at de mister skjermingsfradraget. Omlag 25 prosent av ubenyttet skjermingsfradrag for 2008 (tilordnet selskaper) ligger i selskaper med underskudd i 2007. En tredjedel av disse hadde underskudd også i 2006.

Perioden 2001-2007 er preget av skattetilpasning. Foruten å reise utfordringer med hensyn til tolkning av empiriske resultater, så har dette også implikasjoner for provenyanslag og fordelingsvirkninger. Nøytralitet med hensyn til timing av aksjeutbytte og realisasjonstidspunkt for aksjer med mer har ikke vært tema i dette notatet, men tilpasningene vi observerer etter 2006 kan likevel reise tvil om nøytralitetsegenskapene til aksjonærmodellen og kan indikere at aksjeeierne gjennomgående finner en positiv nåverdi av å utsette skatten gjennom å utsette utbetaling av aksjeutbytter. Aggregerte tall fra Ssb indikerer imidlertid at aksjeutbytterne øker og at tilbakebetaling av kapital avtar, slik at det ser ut til at aksjeutbytterne er på vei mot et stabilt langsiktig nivå.

Referanser

Alstadsæter, A. og E. Fjærli (2009): Neutral Taxation of Shareholder Income? Corporate Responses to an Announced Dividend Tax, *International Tax and Public Finance* **16**, 571–604.

DeAngelo, H. , DeAngelo, L and Stulz, R.M. (2006): Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.

Harberger, A. (1966). Efficiency effects of taxes on income from capital. In Krzyzakniak, M, (eds.). *Effects of Corporation Income Tax*. Detroit Wayne State University Press.

King, M. (1974). Taxation and the cost of capital. *Review of Economic Studies*, 41(1), 21-35.

La Rocca, M., La Rocca, T. and Cariola, A. (2009). Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle. *Small Business Economics*. Springerlink, online first: <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z>

MacKie-Mason, J.K. (1990): Some nonlinear tax effects on asset values and investment decisions under uncertainty. *Journal of Public Economics*, 42, 301-327.

Sandmo, A. (1977): Portfolio Theory, Asset Demand and Taxation: Comparative Statics with Many Assets. *The Review of Economic Studies*, 44, 369-379.

Sandmo, A. (1989): Differential Taxation and the Encouragement of Risk-taking. *Economic letters*, 31, 55-59.

Sinn, H. W. (1991). The vanishing Harberger triangle. *Journal of Public Economics*, 45, 271-300.

Sørensen, P. B. (2005a). Neutral taxation and shareholder income. *International Tax and Public Finance* 12, 777–801.

Sørensen, P. B. (2005b). Taxation of shareholder income and the cost of capital in an open economy: theory and applications to the Nordic countries. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 143, 433-447.

Appendiks: Deskriptiv statistikk og resultater

Tabell 1. Gjennomsnittlige finansieringsandeler, vekstrate og profitttrate.
Utvalg ordnet i kvintiler etter andelen innskutt egenkapital/total egenkapital

År	Kvintilgruppe	Andel innskutt/total egenkapital	Gjeldsgrad	Vekst i aktiva	Profitttrate
2000	Alle N=94576	0.91	0.71	0.25	0.09
	1	0.06	0.59	0.10	0.11
	2	0.17	0.69	0.13	0.12
	3	0.35	0.73	0.15	0.12
	4	0.65	0.74	0.20	0.10
	5	3.32	0.78	0.66	0.01
2001	Alle N=100518	0.93	0.70	0.19	0.08
	1	0.05	0.58	0.09	0.11
	2	0.17	0.68	0.10	0.11
	3	0.35	0.71	0.14	0.10
	4	0.65	0.73	0.19	0.08
	5	3.42	0.78	0.44	-0.02
2002	Alle N=105216	0.99	0.72	0.15	0.07
	1	0.06	0.61	0.05	0.10
	2	0.19	0.70	0.06	0.11
	3	0.39	0.74	0.13	0.11
	4	0.71	0.73	0.16	0.08
	5	3.60	0.79	0.34	-0.02
2003	Alle N=109200	1.24	0.74	0.14	0.08
	1	0.10	0.65	0.04	0.10
	2	0.30	0.75	0.05	0.12
	3	0.56	0.76	0.07	0.11
	4	0.87	0.74	0.19	0.10
	5	4.39	0.81	0.37	-0.01

(Tabell 1 forts.)

År	Kvintilgruppe	Andel ekstern/total egenkapital	Gjeldsgrad	Vekst i aktiva	Profittrate
2004	Alle N=114300	1.30	0.75	0.18	0.08
	1	0.13	0.68	0.09	0.11
	2	0.36	0.76	0.12	0.11
	3	0.64	0.76	0.16	0.11
	4	0.91	0.74	0.20	0.10
	5	4.47	0.80	0.34	-0.02
2005	Alle N=118732	1.39	0.78	0.19	0.11
	1	0.17	0.76	0.07	0.14
	2	0.46	0.80	0.12	0.14
	3	0.75	0.78	0.15	0.13
	4	0.97	0.76	0.17	0.14
	5	4.61	0.81	0.42	-0.01
2006	Alle N=122972	1.28	0.70	0.25	0.10
	1	0.10	0.66	0.16	0.20
	2	0.28	0.69	0.21	0.16
	3	0.50	0.70	0.21	0.11
	4	0.81	0.68	0.24	0.06
	5	4.69	0.78	0.44	-0.03
2007	Alle N= 128330	1.30	0.70	0.41	0.10
	1	0.08	0.63	0.30	0.17
	2	0.23	0.68	0.32	0.14
	3	0.44	0.70	0.36	0.11
	4	0.75	0.70	0.35	0.08
	5	5.01	0.79	0.70	-0.02

Tabell 2. Gjennomsnittlige finansieringsandeler og vekstrate.
Utvalg ordnet i kvintiler etter alder

År	Kvintilgruppe	alder	Andel ekstern/total egenkapital	Gjeldsgrad	Vekst i aktiva
2000	Alle N=94576	11.77	0.91	0.71	0.25
	1	2.11	1.62	0.76	0.63
	2	4.90	1.05	0.74	0.21
	3	8.96	0.77	0.71	0.16
	4	13.16	0.60	0.68	0.15
	5	29.72	0.49	0.63	0.10
2001	Alle N=100518	11.89	0.93	0.70	0.19
	1	2.19	1.51	0.74	0.36
	2	5.00	1.14	0.74	0.26
	3	9.07	0.75	0.71	0.15
	4	13.61	0.69	0.68	0.11
	5	29.60	0.56	0.62	0.08
2002	Alle N=105216	12.06	0.99	0.72	0.15
	1	2.32	1.69	0.76	0.32
	2	5.17	1.17	0.75	0.16
	3	9.21	0.73	0.73	0.10
	4	14.05	0.75	0.70	0.08
	5	29.56	0.62	0.65	0.09
2003	Alle N=109200	12.19	1.24	0.74	0.14
	1	2.28	1.88	0.77	0.31
	2	5.45	1.48	0.77	0.20
	3	9.30	1.12	0.76	0.11
	4	14.48	0.94	0.74	0.06
	5	29.46	0.80	0.69	0.04

(Tabell 2 forts.)

År	Kvintilgruppe	alder	Andel ekstern/total egenkapital	Gjeldsgrad	Vekst i aktiva
2004	Alle N=114300	12.40	1.30	0.75	0.18
	1	2.35	2.28	0.77	0.35
	2	5.69	1.29	0.77	0.19
	3	9.48	1.16	0.76	0.17
	4	14.90	0.98	0.75	0.12
	5	29.59	0.80	0.70	0.09
2005	Alle N=118732	12.56	1.39	0.78	0.19
	1	2.31	1.91	0.79	0.39
	2	5.85	1.46	0.79	0.19
	3	9.68	1.28	0.79	0.14
	4	15.32	1.17	0.78	0.12
	5	29.64	1.13	0.76	0.08
2006	Alle N=122972	12.64	1.28	0.70	0.25
	1	2.22	2.00	0.72	0.49
	2	5.90	1.41	0.71	0.26
	3	9.80	1.13	0.70	0.21
	4	15.59	0.95	0.70	0.17
	5	29.67	0.89	0.68	0.12
2007	Alle N= 128330	12.64	1.30	0.70	0.41
	1	2.06	1.76	0.73	0.71
	2	5.62	1.89	0.72	0.38
	3	9.88	0.98	0.70	0.34
	4	15.71	1.08	0.69	0.31
	5	29.92	0.81	0.66	0.28

Tabell 3. Finansiell struktur (forholdet mellom aggregerte, bokførte verdier) etter år og alder (desiler)

År	desilgruppe	alder	Andel innskutt egenkapital	Gjeldsgrad	Andel opptjent egenkapital
2000	Alle (472888)	11.77	0.12	0.65	0.23
		1 1.61	0.19	0.74	0.06
		2 2.61	0.20	0.70	0.10
		3 4.02	0.15	0.73	0.12
		4 5.78	0.13	0.71	0.16
		5 7.90	0.09	0.73	0.18
		6 10.01	0.11	0.68	0.20
		7 12.02	0.12	0.62	0.26
		8 14.30	0.10	0.63	0.27
		9 19.16	0.11	0.64	0.25
		10 40.27	0.11	0.56	0.33
2001	Alle (50259)	11.89	0.14	0.66	0.20
		1 1.47	0.19	0.75	0.06
		2 2.91	0.19	0.72	0.09
		3 4.21	0.20	0.69	0.11
		4 5.79	0.13	0.72	0.14
		5 7.91	0.11	0.73	0.16
		6 10.23	0.11	0.71	0.18
		7 12.42	0.11	0.62	0.27
		8 14.79	0.10	0.67	0.23
		9 19.31	0.11	0.65	0.24
		10 39.90	0.15	0.60	0.25
2002	Alle (52608)	12.06	0.15	0.68	0.17
		1 1.52	0.18	0.77	0.05
		2 3.12	0.24	0.69	0.07
		3 4.42	0.23	0.70	0.08
		4 5.92	0.11	0.77	0.12
		5 7.98	0.16	0.72	0.12
		6 10.43	0.11	0.73	0.16
		7 12.86	0.12	0.66	0.22
		8 15.24	0.11	0.71	0.17
		9 19.50	0.13	0.69	0.19
		10 39.63	0.13	0.60	0.27
2003	Alle (54600)	12.19	0.15	0.68	0.17
		1 1.49	0.14	0.79	0.07
		2 3.08	0.18	0.74	0.08
		3 4.73	0.19	0.72	0.09
		4 6.18	0.19	0.70	0.11
		5 8.04	0.15	0.74	0.12
		6 10.55	0.13	0.74	0.13
		7 13.18	0.13	0.70	0.17
		8 15.78	0.12	0.68	0.20
		9 19.73	0.15	0.67	0.18
		10 39.18	0.15	0.62	0.23

(Tabell 3 forts.)

År	desilgruppe	alder	Andel innskutt egenkapital	Gjeldsgrad	Andel opptjent egenkapital
2004	Alle (57150)	12.40	0.17	0.70	0.14
	1	1.52	0.18	0.76	0.06
	2	3.17	0.18	0.74	0.08
	3	4.92	0.18	0.74	0.08
	4	6.47	0.22	0.71	0.07
	5	8.23	0.18	0.74	0.08
	6	10.73	0.16	0.76	0.08
	7	13.57	0.13	0.74	0.13
	8	16.23	0.13	0.70	0.17
	9	20.08	0.15	0.66	0.19
	10	39.10	0.18	0.64	0.18
2005	Alle (59366)	12.56	0.20	0.64	0.15
	1	1.48	0.25	0.68	0.07
	2	3.15	0.24	0.68	0.08
	3	4.92	0.21	0.70	0.09
	4	6.79	0.19	0.68	0.13
	5	8.48	0.26	0.62	0.13
	6	10.88	0.20	0.68	0.11
	7	13.84	0.16	0.69	0.15
	8	16.79	0.14	0.67	0.19
	9	20.47	0.14	0.67	0.19
	10	38.82	0.23	0.58	0.20
2006	Alle (61486)	12.64	0.18	0.63	0.19
	1	1.43	0.18	0.71	0.11
	2	3.01	0.21	0.68	0.11
	3	4.88	0.18	0.66	0.15
	4	6.91	0.20	0.65	0.15
	5	8.67	0.21	0.61	0.18
	6	10.93	0.16	0.68	0.15
	7	13.97	0.14	0.66	0.20
	8	17.21	0.13	0.65	0.22
	9	20.84	0.14	0.65	0.22
	10	38.51	0.21	0.58	0.22
2007	Alle (64165)	12.64	0,16	0,63	0,20
	1	1.44	0,27	0,60	0,13
	2	2.68	0,22	0,66	0,12
	3	4.57	0,16	0,69	0,16
	4	6.68	0,18	0,66	0,16
	5	8.85	0,15	0,63	0,22
	6	10.90	0,16	0,66	0,18
	7	13.92	0,16	0,66	0,18
	8	17.50	0,13	0,65	0,22
	9	21.24	0,11	0,62	0,27
	10	38.61	0,18	0,58	0,24

Tabell 4. Finansiell struktur i periode t og t-1 etter størrelse (aktiva). Gjennomsnitt, løpende 1000 kr. Selskaper yngre enn 2 år.

År	Desil- gruppe	Innskutt egenkapital, t	Innskutt egenkapital, t-1	Gjeld, t	Gjeld, t-1	Opptjent egenkapital, t	Opptjent egenkapital, t-1
2000	Alle (1825)	1224	971	4812	4066	357	339
	1	111	111	191	194	-18	5
	2	121	120	364	309	15	17
	3	129	129	559	473	27	18
	4	165	159	745	589	37	22
	5	199	187	1025	851	37	32
	6	200	188	1325	1065	111	52
	7	225	210	1811	1464	172	95
	8	361	332	2596	2127	207	124
	9	663	515	4332	3294	304	257
	10	10065	7755	35173	30289	2675	2773
2001	Alle (2663)	1137	1266	5523	4484	352	270
	1	117	119	182	191	-53	-8
	2	122	119	346	303	-16	12
	3	135	135	530	472	-2	16
	4	143	141	738	627	34	40
	5	201	230	980	788	20	30
	6	200	213	1380	1099	66	73
	7	286	291	1874	1497	112	109
	8	403	393	2729	2145	88	89
	9	709	667	4718	3993	105	208
	10	9056	10354	41750	33726	3169	2134
2002	Alle (2544)	1153	1118	5687	5071	355	375
	1	113	112	206	213	-72	-4
	2	123	122	366	323	-31	0
	3	152	141	563	463	-28	11
	4	148	137	778	623	4	38
	5	180	171	1074	859	12	43
	6	207	199	1460	1133	35	41
	7	276	261	2083	1799	30	58
	8	370	331	3015	2402	109	118
	9	685	611	5081	4311	192	247
	10	9277	9091	42248	38584	3296	3200
2003	Alle (2806)	670	633	3157	2776	190	172
	1	115	114	175	198	-56	-11
	2	125	124	333	336	-32	-1
	3	136	130	496	447	-37	6
	4	143	141	669	660	-11	18
	5	170	169	938	749	-31	18
	6	199	200	1249	1001	5	40
	7	223	209	1687	1337	59	67
	8	303	286	2379	1964	87	77
	9	612	552	3845	3378	119	107
	10	4673	4408	19804	17690	1793	1398

(Tabell 4 forts.)

År	Desil- gruppe	Innskutt egenkapital, t	Innskutt egenkapital, t-1	Gjeld, t	Gjeld, t-1	Opptjent egenkapital, t	Opptjent egenkapital, t-1
2004	Alle (2753)	716	718	3647	2837	195	219
	1	121	118	200	208	-83	-16
	2	131	129	391	324	-77	-8
	3	138	134	531	439	-28	15
	4	154	144	749	570	-41	9
	5	167	155	997	737	-14	41
	6	204	176	1357	951	-12	40
	7	240	217	1778	1397	29	57
	8	362	312	2430	1976	22	54
	9	472	401	3874	2829	162	135
	10	5167	5392	24159	18942	1991	1868
2005	Alle (3094)	2606	2237	5606	5308	593	276
	1	129	125	190	265	-80	-9
	2	139	136	355	369	-47	-9
	3	145	136	496	504	6	2
	4	160	152	738	653	-23	13
	5	182	163	926	819	59	12
	6	206	199	1232	1095	111	21
	7	263	245	1768	1547	155	25
	8	341	292	2610	2406	263	78
	9	633	551	4555	3459	384	102
	10	23864	20366	43190	41960	5104	2524
2006	Alle (3474)	1201	1247	4384	4459	1048	310
	1	121	119	210	222	-78	1
	2	137	135	361	303	-30	24
	3	157	145	527	456	3	45
	4	160	156	699	594	73	70
	5	161	159	957	751	133	104
	6	202	185	1271	972	222	125
	7	275	256	1685	1373	315	179
	8	378	351	2498	1945	401	221
	9	545	482	4273	3246	657	317
	10	9873	10481	31358	34731	8782	2012
2007	Alle (3580)	2244	2031	4438	3062	1160	820
	1	124	119	208	207	-71	-2
	2	130	122	377	317	-13	21
	3	158	147	549	441	24	34
	4	154	146	714	559	123	91
	5	168	168	981	738	175	111
	6	222	199	1287	911	243	136
	7	291	273	1781	1283	304	164
	8	351	333	2669	1924	368	220
	9	610	595	4406	2986	623	322
	10	20226	18206	31412	21251	9825	7099

Tabell 5. Finansieringsandeler. OLS på ubalansert panel
N=162840

	Gjeldsgrad	Andel innsk. egenkapital	Andel opptj. egenkapital
Konstantledd	0.772 (*)	0.33 (*)	-0.202 (*)
Vekstrate, varige driftsmidler	-0.0	0.0001 (*)	0.0001 (*)
Alder	0.02 (*)	-0.067 (*)	0.041 (*)
Alder²	-0.013 (*)	0.012 (*)	0
Eierkonsentrasjon	-0.0	-0.007 (*)	0.01 (*)
Pantesikkerhet	0.073 (*)	-0.007 (**)	-0.129 (*)
Lønnsomhet	-0.016 (*)	-0.145 (*)	0.171 (*)
Aktiva	-0.008 (*)	-0.01 (*)	0.036 (*)
2001	-0.004 (**)	-0.002	-0.035 (**)
2002	0.015 (*)	0.005 (***)	-0.082 (*)
2003	0.05 (*)	0.02 (*)	-0.117 (*)
2004	0.06 (*)	0.039 (*)	-0.16 (*)
2005	0.102 (*)	0.065 (*)	-0.124 (*)
2006	0.031 (*)	0.04 (*)	-0.049 (*)
2007	0.017 (*)	0.04 (*)	-0.008 (**)
R²	0.073	0.023	0.082
F	950.85 (*)	270 (*)	1034 (*)

Tabell 6. Medianverdier for ulike nøkkeltall etter år og om selskapet avsetter utbytte eller ikke

	Avsetter utbytte	Avsetter ikke utbytte
2000		
Gjeldsgrad	0.73	0.77
Andel innskutt/total egenkapital	0.24	0.46
Profittrate	0.11	0.036
Vekstrate, aktiva	0.087	0.034
N	37508	57068
Andel av utvalget	0.40	0.60
2001		
Gjeldsgrad	0.71	0.77
Andel innskutt/total egenkapital	0.22	0.51
Profittrate	0.105	0.023
Vekstrate, aktiva	0.077	0.006
N	45350	55134
Andel av utvalget	0.45	0.55
2002		
Gjeldsgrad	0.74	0.79
Andel innskutt/total egenkapital	0.27	0.58
Profittrate	0.1	0.019
Vekstrate, aktiva	0.044	-0.016
N	51756	53460
Andel av utvalget	0.49	0.51
2003		
Gjeldsgrad	0.81	0.8
Andel innskutt/total egenkapital	0.44	0.7
Profittrate	0.111	0.023
Vekstrate, aktiva	0.038	-0.017
N	52398	56262
Andel av utvalget	0.48	0.52
2004		
Gjeldsgrad	0.82	0.8
Andel innskutt/total egenkapital	0.52	0.83
Profittrate	0.098	0.015
Vekstrate, aktiva	0.079	-0.001
N	64970	49330
Andel av utvalget	0.57	0.43

(Tabell 6 forts.)

	Avsetter utbytte	Avsetter ikke utbytte
2005		
Gjeldsgrad	0.87	0.85
Andel innskutt/total egenkapital	0.58	0.78
Profittrate	0.132	0.069
Vekstrate, aktiva	0.078	0.024
N	13192	105536
Andel av utvalget	0.11	0.89
2006		
Gjeldsgrad	0.72	0.75
Andel innskutt/total egenkapital	0.32	0.58
Profittrate	0.134	0.054
Vekstrate, aktiva	0.14	0.056
N	30134	92838
Andel av utvalget	0.25	0.75
2007		
Gjeldsgrad	0.77	0.75
Andel innskutt/total egenkapital	0.31	0.51
Profittrate	0.129	0.05
Vekstrate, aktiva	0.171	0.109
N	37654	90676
Andel av utvalget	0.29	0.71

Tabell 7. Tilbøyeligheten til å holde tilbake alt overskudd
Ubalansert panel (2000-2007) m/tidsdummier.

Alle variable (unntatt aktiva) signifikante på 1-prosent nivå

Variabel	Parameterestimat
Konstantledd	3.07
Andel opptj/total egenkapital	-0.04
Alder	-0.0072
Eierkonsentrasjon	-0.007
Størrelse (aktiva)	0
Fin1	-0.5
Fin2	-0.921
Vekstrate, aktiva	-0.01
Profittrate	-0.439
Utbytte $t-1 > 0$	-2.52
2001	-0.64
2002	-0.71
2003	-0.49
2004	-1.03
2005	2.42
2006	-0.34
2007	-0.23
N	409167

Tabell 8. Tilbøyeligheten til å holde tilbake alt overskudd.
Gjentatte tverrsnitt (2000-2007)

Variabel	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
N	43176	45772	47871	49511	51697	54199	57057	59884
Andel obs. med null i avsatt utbytte	0,61	0,56	0,52	0,52	0,44	0,89	0,75	0,71
Konstantledd	2,96 (*)	2,94 (*)	2,83 (*)	2,87 (*)	2,47 (*)	4,06 (*)	2,48 (*)	2,62 (*)
Andel opptj/total egenkapital	-0,106 (*)	-0,042 (*)	-0,132 (*)	-0,121 (*)	-0,236 (*)	0,002 (***)	-0,013 (*)	-0,03 (*)
Alder	-0,005 (*)	-0,016 (*)	-0,006 (*)	-0,006 (*)	-0,009 (*)	-0,007 (*)	-0,008 (*)	-0,006 (*)
Eierkonsentrasjon	-0,09 (**)	-0,143	-0,151 (*)	-0,129 (*)	-0,147 (*)	-0,003	0,037 (*)	0,006 (***)
Aktiva	≈ 0	≈ 0	≈ 0	≈ 0	≈ 0	≈ 0	≈ 0	≈ 0
Fin1	0,055	-0,41 (*)	-0,314 (*)	-0,695 (*)	-0,521 (*)	-0,762 (*)	-0,723 (*)	-0,535 (*)
Fin2	-0,754 (*)	-0,937 (*)	-0,909 (*)	-0,9 (*)	-0,889 (*)	-0,971 (*)	-0,148 (*)	-1,011 (*)
Vekstrate, aktiva	0,01 (*)	-0,026 (*)	-0,046 (*)	-0,015 (*)	-0,135 (*)	-0,018 (*)	-0,018 (*)	-0,004
Profittrate	0,057 (*)	-0,8 (*)	-0,287 (*)	-0,393 (*)	-0,183 (*)	-0,129 (**)	-1,524 (*)	-0,401 (*)
Utbytte t-1>0	-2,44 (*)	-2,45 (*)	-2,48 (*)	-2,36 (*)	-2,32 (*)	-1,55 (*)	-2,26 (*)	-2,9 (*)

Tabell 9 Fordeling av skjermingsgrunnlag og skjermingsfradrag etter skjermingsgrunnlag (5% fraktiler). Kroner, gjennomsnitt 2007

Fraktil	N	Skjermings grunnlag	Framfores	Benyttet	Andel framført	Utbetalt utbytte	Nedsettelse av aksjekap	Nedsettelse av overkurs
Alle	282760	939512	56792	21503	0.73	219408	994588	455642
1	14138	0	279	1918	0.13	169029	869341	496927
2	14138	0	245	1545	0.14	191064	1033803	707377
3	14138	711	76	138	0.36	52514	500008	259435
4	14138	3705	278	328	0.46	41643	242096	309887
5	14138	9455	592	465	0.56	54418	335667	670243
6	14138	18603	1072	641	0.63	59940	254167	793439
7	14138	30430	1790	1249	0.59	57147	940504	790507
8	14138	46460	2882	1598	0.64	92068	321282	307819
9	14138	62835	3981	2694	0.60	98611	493070	353227
10	14138	87987	5227	2813	0.65	121893	238185	310119
11	14138	111599	7339	3890	0.65	181194	401760	107646
12	14138	141539	8476	4473	0.65	125036	404844	638017
13	14138	186211	11105	5744	0.66	134701	350702	100198
14	14138	244029	14341	7989	0.64	154393	474712	190548
15	14138	325028	18492	10102	0.65	179315	365654	200224
16	14138	440884	25646	12552	0.67	223575	906346	130868
17	14138	610271	35025	16945	0.67	259194	561322	295979
18	14138	905491	53095	22290	0.70	311923	650752	252025
19	14138	1535448	90875	34991	0.72	404684	1254037	292640
20	14138	12186817	855022	179789	0.83	782450	3038295	1360541

Tabell 10. Gjennomsnittlig endring i total ekstern kapital (lån pluss innskutt egenkapital), innskutt egenkapital, gjeld og opptjent egenkapital. 2007 og 2004. Etter endring i total ekstern kapital 2007 (5%fraktiler). Løpende 1000 kroner fordelt på personlige eiere og aggregert på selskapsnivå.

Fraktil	N	Ekstern 2007	Ekstern 2004	Innskutt 2007	Innskutt 2004	Gjeld 2007	Gjeld 2004	Opptjent 2007	Opptjent 2004
1	9551	-2398055	2390431	-322975	1212124	-2075081	1178307	1749835	-1071322
2	9551	-280826	431472	-29558	157813	-251267	273659	230599	-153854
3	9551	-107366	203580	-12862	58261	-94504	145319	110784	-53925
4	9551	-46611	244978	-13426	138339	-33185	106639	59974	-123760
5	9551	-20317	155531	-14978	77908	-5339	77623	30910	-38692
6	9551	-7619	101271	-5092	55386	-2528	45885	16874	-15481
7	9551	-1808	87657	-1583	33547	-225	54110	6722	-22672
8	9551	-301	7001	-101	-2437	-200	9437	1371	-2345
9	9551	-17	91660	243	40115	-261	51545	1302	-38853
10	9551	28	29777	-303	9773	331	20004	809	-5285
11	9551	387	25867	51	5970	336	19897	924	-4859
12	9551	2011	68310	-2387	31141	4398	37170	9982	-16304
13	9551	6763	95414	-266	56246	7029	39168	16957	-8332
14	9551	18029	142802	-2134	53845	20163	88957	23760	-36518
15	9551	42074	119861	1393	27663	40681	92199	45037	-34460
16	9551	85407	186161	-4279	38797	89687	147365	74989	-40131
17	9551	169686	208764	2483	65087	167203	143677	111634	-56575
18	9551	340780	294144	12653	66086	328127	228057	144149	-66478
19	9551	766546	402874	14374	96101	752173	306773	291208	-97788
20	9551	5437164	1406395	613626	268694	4823537	1137700	1335628	-93793

Tabell 11. Andel av skjermingsfradraget som framføres etter om foretaket klart faller i kategorien "skattetilpasser" eller ikke. 2008. Gjelder kun selskaper med match mellom personlige eiere (2008) og et panel av selskaper (2006 + 2007). N=42828.

Underskudd	0,89
Overskudd	0,71
"Skattetilpasser"	0,78
"Ikke tilpasser"	0,72

Tabell 12 Selskapsfordelte skjermingsfradrag (2008) etter overskudd/underskudd (2007). Mrd. Kr. Gjelder kun selskaper med match mellom personlige eiere (2008) og et panel av selskaper (2006 + 2007). N=42828.

	Framført	Benyttet
Underskudd (N=7766)	1,71	0,3
Overskudd (N=35062)	5,14	1,14

Tabell 13 Regresjon med andel framført skjermingsfradrag som avhengig variabel. 2008. $R^2=0,055$, N=42757

Variabel	Parameterestimat
Konstantledd	0,731 (*)
Dummy for underskudd	0,148 (*)
Lønnsomhet	-0,178 (*)
Alder	-0,001 (*)
Dummy for "skattetilpasser"	0,074 (*)
Aktiva	+ 0,0
Driftsinntekter	+ 0,0
Ansatte	-0,001 (*)
Samlet skjermingsgrunnlag	0