

# Skattemotiverte handlinger til en utbytteskatt

*Analyse av skattereformen 2006*

av

Eirik Sausjord

**Masteroppgave**

Masteroppgaven er levert for å fullføre graden

**Master i samfunnsøkonomi**

Universitetet i Bergen, Institutt for økonomi

Juni 2014

UNIVERSITETET I BERGEN



## **Forord**

Denne oppgaven markerer slutten på fem år som student ved Universitet i Bergen. Arbeidet med masteroppgaven har inneholdt en blanding av frustrasjon, utfordringer og lærerike erfaringer.

En stor takk til min veileder, prof. Hans K. Hvide, som har bidratt med velmenende råd og konstruktive diskusjoner underveis i oppgaveskrivingen. Jeg ønsker også å takke Annette Alstadsæter for gode innspill under arbeidet med oppgaven. Til slutt vil jeg takke Christoffer A. Falkeid for gjennomlesning og kommentarer.

*Eirik Sausjord*

---

Eirik Sausjord, Bergen 1. juni 2014

## Sammendrag

---

### **Skattemotiverte handlinger til en utbytteskatt**

av

**Eirik Sausjord, Master i samfunnsøkonomi**

Universitetet i Bergen, 2014

Veileder: Hans K. Hvide

---

Denne oppgaven analyserer hvilken påvirkning skattereformen 2006 og innføringen av en permanent utbytteskatt hadde på norske selskaper. Her fokuseres det særlig på hvilke muligheter selskapene hadde til å senke fremtidige marginale skattesatser i forkant av reformen. Tidligere studier har i stor grad fokusert på de umiddelbare effektene av en utbytteskatt. En åpenbar mulighet lå her i å gjennomføre skattefrie utbytter før disse ble skattepliktige. Med tilgang på regnskapsdata frem til og med 2010, er det mulig å studere langsiktige skattemotiverte handlinger gjennomført i forkant av reformen for å kunne omgå fremtidig beskatning av utbytteskatt.

Oppgaven tar i bruk eksisterende teorier om utbytte og utbytteskatt for å danne teoretiske prediksjoner til påvirkningen av skattereformen på norske selskaper. Her blir det lagt frem en potensiell mulighet for skattefrie utbetalinger i etterkant av 2006, gjennom utdeling av tidligere innskutt aksjekapital. Data-analysen benytter paneldata med relevante regnskapsvariabler for perioden mellom 1999-2010 for å påvise reelle handlinger blant selskapene. I forkant av at skattereformen ble implementert påviser jeg at mellom to og åtte prosent av selskapene i datasett mellom 2002 og 2005 benyttet muligheten til å gjennomføre utbetalinger av skattefritt utbytte, for deretter å tilbakeføre deler av utbetalingene som innskutt aksjekapital. En vekst i nettonedskrivning av tidligere innskudd etter 2006 indikerer at enkelte selskaper fortsatt kan utbetale skattefrie utbetalinger.

Statistikkprogrammet Stata/IC 13.1 og Microsoft Excel 2010 benyttes i oppgaven.

**Innholdsfortegnelse**

Forord .....	ii
Sammendrag .....	iii
Innholdsfortegnelse .....	iv
Tabeller.....	vi
Figurer .....	vii
1. Innledning.....	1
2. Tidligere og gjeldende skattesystem i Norge .....	5
2.1 Skattereform 1992 – En kort innføring .....	5
2.1.1 Skattereform 1992 – Hva gikk galt? .....	6
2.2 Skattereform 2006 .....	7
2.2.1 Aksjonærmodellen .....	7
2.2.2 Aksjonærmodellens egenskaper .....	9
2.2.3 Kritisk blick på nøytralitetsegenskapene .....	11
2.3 Deltakermodellen .....	13
2.3.1 Deltakermodellen .....	13
2.3.2 Foretaksmodellen .....	13
2.3.3 Fritaksmetoden .....	14
3. Litteratur om utbytte og teoretiske prediksjoner .....	15
3.1 The dividend puzzle .....	15
3.2 Trender i utbyttepolitikk.....	16
3.3.1 Utbytteskatt .....	17
3.3.2 Prediksjoner for utbytteskatt .....	18
3.3.3 Endring i gjeldsandel.....	19
3.3.4 Opprettelse av investeringsselskap.....	20
3.4 Alternative tilpasninger .....	21
3.5 Aksjeloven om utdeling av utbytte.....	22
4. Data-analyse .....	24
4.1.1 Databeskrivelse .....	24
4.1.2 Variabler.....	24

4.1.3 Begrensninger på datasettet.....	25
4.2 Deskriptiv analyse .....	26
4.2.1 Utvikling av utbytte.....	27
4.2.2 Innskudd av aksjekapital .....	30
4.2.3 Nedskrivning av aksjekapital og overkurs .....	31
4.2.4 Likvide selskaper uten tilpasning .....	33
4.2.5 Oppblomstring av holdingselskaper.....	36
4.2.6 Påvirkning fra gjeldsfinansierte utbetalinger .....	37
5. Empirisk modellering .....	39
5.1 Empirisk metode .....	39
5.2.1 Regresjon med en binær avhengig variabel .....	40
5.2.2 Lineær sannsynlighetsmodell.....	40
5.2.3 Ikke-lineær sannsynlighetsmodell.....	41
5.3 Difference-in-Difference estimator .....	43
5.4 Resultater.....	45
6. Oppsummering og konklusjon .....	50
6.1 Avsluttende kommentar .....	52
Referanseliste .....	54
Appendiks.....	56
A.1 Nøytralitet mellom aksjegevinst og utbytte.....	56
A.2 Nøytralitet i valget mellom tilbakeholdelse og utbetaling .....	58
A.3 Lineær sannsynlighetsmodell .....	60
A.4 Fast-effekt modellen.....	62

**Tabeller**

Tabell 1 «Nøytralt valg av aksjegevinst og utbytte» .....	9
Tabell 2 «Nøytralitetssegenskaper» .....	12
Tabell 3 «Utvalgte størrelser fra datagrunnlaget» .....	27
Tabell 4 «Likvide selskaper med og uten tilpasning» .....	35
Tabell 5 «Forventede verdier fra regresjon» .....	43
Tabell 6 «Regresjonsresultater» .....	46
Tabell 7 «Tilpasninger til skattereformen på utbytterate» .....	48
Appendiks 8 «Alt. avkastning i markedet er lavere enn avkastning i selskapet (10 %)» .....	56
Appendiks 9 «Alt. avkastning i markedet er høyere enn avkastning i selskapet (10 %)» .....	57
Appendiks 10 «OLS - Regresjonsanalyse» .....	60

**Figurer**

Figur 1 «Andelen selskaper som initierer utbytteutbetaling, årlig» .....	28
Figur 2 «Selskaper med foreslått utbytte som andel av årlig overskudd» .....	29
Figur 3 «Andel selskaper som tilbakeførte deler av sine utbytter» .....	30
Figur 4 «Nettonedskrivning av overkursfond» .....	33
Figur 5 «Effekten av gjeldsfinansierte utbetalinger på kortsiktig og langsiktig gjeld» .....	38

## 1. Innledning

Omgåelse av gjeldende skatteregler er et økende problem for skattesystemets effektivitetsvirkninger. Selskaper foretar i større grad beslutninger på grunnlag av skattehensyn, og ikke med tanke på lønnsomhet før skatt. Hensikten bak skattereform 2006 var å minimere slike muligheter blant norske selskaper. Innføringen av en permanent utbytteskatt skulle harmonisere den avvikende marginale skattesatsen mellom arbeids- og kapitalinntekt. Denne oppgaven påviser likevel indikasjoner på at enkelte norske selskaper fortsatt kan gjennomføre skattefrie utbetalinger. En slik utvikling vil i så fall bidra til å svekke de ønskede effektivitetsvirkningene fra reformen.

Innføringen av en permanent utbytteskatt for aksjeinntekt på aksjonærens hånd ble vedtatt allerede den 26. mars 2004<sup>1</sup>. Her ble det bestemt at nye regler først skulle gjøres gjeldende fra og med regnskapsåret 2006. Norske selskaper hadde her både en mulighet og et incentiv til å posisjonere seg på en hensiktsmessig måte i forkant av reformen. For overgangsperioden til nytt skattesystem forventes det en økt andel selskaper med initiert utbytteutdeling, ettersom disse ikke medførte skatteplikt og ga dermed en direkte skattebesparelse. Denne oppgaven følger to hovedproblemstillinger for videre analyse: 1) Var det i forkant av skattereformen muligheter for å redusere også fremtidige skattekostnader og benyttet norske selskaper seg eventuelt av dette? 2) Behandler utbytteskatten ulike former for utbyttepolitikk på en lik måte?

Denne analysen tar utgangspunkt i et datagrunnlag bestående av norske selskaper, som ikke er notert på Oslo børs. De fleste unoterte selskaper har et relativt konsentrert eierskap, der eier av selskapet i mange tilfeller også kan være mottaker av utbetalt utbytte. Selskaper med konsentrert eierskap vil av denne grunn være av størst relevans for denne analysen om påvirkningene fra en utbytteskatt. Børsnoterte selskaper utelates fra datagrunnlaget fordi disse kan ha andre incentiver for utbetaling av utbytte enn det som skal etterfølges her.

Datagrunnlaget er fra et ubalansert paneldatasett. Det innebærer at for den observerte tidsperioden er det selskaper som kan være aktive i hele perioden eller kun deler av den. Noen observasjoner kan også mangle informasjon for enkelte variabler i løpet av den aktive perioden. Totalt består datasettet av 263 298 observasjoner, fordelt over en tidsperiode fra 1999 til 2010.

---

<sup>1</sup> St. meld. nr. 29 (2003-2004).



I forkant av at skattereformen ble implementert påviser jeg at mellom to og åtte prosent av selskapene i datasettet mellom 2002 og 2005 benyttet muligheten til å gjennomføre utbetalinger av skattefritt utbytte, for deretter å tilbakeføre deler av utbetalingene som innskutt aksjekapital. En skattemotivert forklaring på dette er at nedskrivning av tidligere innskutt aksjekapital vil kunne utbetales til selskapets aksjonærer, uten at dette innebærer videre skatteplikt. Denne analysen påviser en vekst i nettonedskrivning av overkursfond i henhold til forventningen om skattefrie utbetalinger. På denne måten kunne selskapene med mulighet for tilpasning oppnå en lavere marginal skattesats over en viss periode sammenlignet med selskaper uten denne muligheten.

Et uttalt ønske fra både politisk hold og finansdepartementet var at utbytteskatten ikke skulle påvirke selskapers valg av utbyttepolitikk. Et sentralt element for denne utviklingen er aksjonærmodellens nøytralitetssegenskaper. Begrepet knytter seg til selskapers valg av disposisjoner og handlinger som i liten grad skal påvirkes av beskatning. Sørensen (2005b) viser hvordan valget mellom årlig utbetaling eller tilbakeholdelse av overskudd vil være indifferent for et selskap i henhold til nøytralitetsprinsippet. Her blir det ikke tatt hensyn til en positiv fordel av å kunne renteberegne ubenyttet skjermingsbeløp i selskapet som igjen vil kunne favorisere valget av tilbakehold fremfor en årlig utbetaling. Tankegangen er i så måte en motvekt til finansdepartementet sin forutsetning om at tidspunkt for utbetaling skal være irrelevant for investorens sluttverdi på utbetalingen.

Metodisk vil det være hensiktsmessig å estimere utbytteskattens påvirkning på ulike norske selskaper ved bruk av en difference-in-difference metode (DiD estimator). Dette er en metode som ofte blir benyttet for empiriske analyser av en eksogen hendelse (skattereformen) der det økonomiske miljøet i markedet blir endret. Denne oppgaven prøver å identifisere en behandling og en kontrollgruppe, der kun en av gruppene påvirkes direkte av utbytteskatten. Det må her tas hensyn til underliggende trend i markedet som vil gjelde for begge grupper over hele perioden. Denne trenden kan for eksempel representere en høy eller lav konjunktur i markedet. På den måten er det mulig å finne den kontrafaktiske trenden fra reformen som viser reell effekt av utbytteskatten. Den kontrafaktiske trenden kan estimeres i en diff-i-diff regresjonsmodell.

Den empiriske analysen ser på hvordan selskapers foreslåtte utbytte relativt til eiendeler, påvirkes av en utbytteskatt. Dette blir gjennomført for både en minste-kvadraters metode og i en fast-effekt modell. Videre estimeres sannsynligheten for at norske selskaper i den relevante tidsperioden velger å tilbakeholde eller utbetale et årlig overskudd fra selskapet i en probit-sannsynlighetsmodell. Dette testes mot en hypotese om at eldre selskaper utbetaler mer av sitt overskudd som utbytte sammenlignet med yngre selskaper iht. livsløpshypotesen og inkluderer årsummyer for å påvise tidseffekter.

Eksisterende studier har i hovedsak fokusert på de kortsiktige effektene for innføringen av en ny utbytteskatt. Tilknyttet skattereformen i USA<sup>2</sup>, der selskapene over en gitt periode fikk redusert sin utbytteskatt, påviser Chetty og Saez (2005) at det først og fremst var etablerte selskaper med lave vekstutsikter som økte sine utbetalinger. Denne observasjonen understøttes av Korinek og Stiglitz (2009) som finner støtte for at det i stor grad er de modne selskapene som har mulighet for å tilpasse seg en forventet økning i utbytteskatten. For norske data finner Alstadsæter og Fjærli (2009) klare timing-effekter tilknyttet skattereformen. Selskaper med tilgjengelig kontantbeholdning utbetaler unormalt høye utbytter før reformen, for å unngå senere beskatning. De finner også en sterk vekst i selskapers gjeldsgrad frem mot reformen, før denne avtar i etterkant. En utvikling som kan forklares av gjeldsfinansierte skattefrie utbytter.

Den langsiktige skattefordelen av å kunne nedskrive tidligere innskutt aksjekapital har i liten grad blitt etterfulgt blant tidligere studier. Fra finansdepartementet sin evaluering av skattereformen<sup>3</sup> blir det grafisk påvist at innskudd av egenkapital økte over en periode rundt 2006. Denne oppgaven finner en sterk sammenheng mellom selskapers utbytteutdelinger og senere innskudd av aksjekapital i forkant av skattereformen. Med kvantitative resultater på at enkelte selskaper både utbetalte utbytte og tilbakeførte deler av kapitalen som innskudd før 2006, gir dette en mulighet for fremtidige skattefrie utbetalinger. Å nedskrive tidligere innskutt aksjekapital for skattefri utbetaling har frem til nå kun vært beskrevet som en teoretisk forventning. I etterkant av reformen finner denne oppgaven en vekst i nettonedskrivning av selskapers overkursfond. Utviklingen samsvarer med forventningene om

---

<sup>2</sup> Skattereformen i USA ble gjennomført i 2003 og medførte en reduksjon for den marginale utbytteskatten fra 38,6 % til 15 %.

<sup>3</sup> St. Meld. 11 (2010-2011)

skattefrie utbetalinger. Selskaper med mulighet for nedskrivning vil i praksis kunne driftes med lavere marginale skattesatser enn tilsvarende selskap uten denne muligheten. Ulike marginale skattesatser for relativt like selskaper vil kunne gi skjeve konkurransevilkår og svekke de ønskede effektivitetsvirkningene fra skattereformen. Divergensen på de marginale skattesatsene vil avta i takt med at andelen innskutt aksjekapital reduseres. Resultatene fra analysen gir likevel en bredere forståelse av hvilken betydning skattereformen i 2006 hadde på norske selskaper for en lengre periode enn tidligere studier har påvist.

Oppgaven består av totalt seks kapitler. I kapittel 2 gjennomgås tidligere skattesystem i Norge og utarbeidelsen av skattereform 2006 med et hovedfokus på aksjonærmodellen. Kapittel 3 består av eksisterende teorier for utbytte og teoretiske prediksjoner for en utbytteskatt. Dette danner utgangspunktet for data-analysen i kapittel 4. Analysedelen starter med en introduksjon av datagrunnlaget for oppgaven og hvilke begrensninger det blir lagt på dette. Deretter testes de teoretiske prediksjonene fra kapittel 3 for datagrunnlaget på norske aksjeselskap. Her fokuseres det på hvordan en permanent utbytteskatt har påvirket norske selskaper både før og etter innføringen. I kapittel 5 gjennomføres det en empirisk analyse. Her diskuteres ulike empiriske metoder og det blir utført flere regresjoner for testing av skattereformens påvirkning på norske selskapers utbyttepolitikk. Til slutt oppsummeres resultatene fra oppgaven i kapittel 6 og det konkluderes i henhold til mine problemstillinger.

## 2. Tidligere og gjeldende skattesystem i Norge

I det følgende foretas en kort innføring av tidligere og nåværende skattesystem for kapital og næringsinntekt. Utarbeidelsen av aksjonærmodellen og beskatning av aksjeinntekt ble igangsatt etter en økt mistanke om at selskaper utførte skattemotiverte handlinger til den daværende delingsmodellen for å senke sine marginale skattesatser.

### 2.1.1 Skattereform 1992 – En kort innføring

Et sentralt element i den foregående skattereformen var delingsmodellen for beskatning av inntekt fra norske selskaper. Dette var en kildemodell der avkastning ble skattlagt løpende ved opptjening og uavhengig av hvordan den blir anvendt. Modellen ble gjort gjeldende for aksjeselskaper der den totale sammensettingen *aktive* eiere satt på mer enn to tredjedeler av selskapets aksjer. En aktiv eier ble definert som arbeidende i aksjeselskapet eller på annen måte var ansvarlig for den daglige driften i selskapet<sup>4</sup>. Selskaper som oppfylte kravene for andel *aktive eiere* i selskapet måtte dele næringsinntekten inn i to separate deler. Delingen skilte her mellom inntekt ansett som avkastning fra arbeidsinnsats og inntekt ansett som avkastning fra den investerte kapital i selskapet (St.meld. nr. 29 (2003-2004)). Målet bak dette var å beskatte arbeidsavkastning fra aktive aksjonærer og personlig næringsdrivende som arbeidsinntekt.

For selskaper utenfor delingsmodellen ble det innført en flat skattesats på 28 prosent for all avkastning i foretaket. Det var ikke ønskelig å innføre en ren dobbeltbeskatning av utdelt overskudd som allerede hadde vært beskattet. Godtgjørelsesmetoden ble innført for beskatning av selskapsoverskudd og aksjeutbytte. Dette innebar at utbytte ble skattepliktig på aksjonærens hånd, men aksjonæren fikk et fradrag i utlignet skatt lik mottatt utbytte multiplisert med aksjonærens skattesats (NOU 2003:9). Utbetalinger ble i første omgang beskattet med nye 28 prosent. Men dette ble i etterkant tilbakeført som godtgjørelse for utbetalinger tidligere beskattet internt i selskapet. For inntektsbeskatning av selskap og deltakere ble det innført alminnelig skatteplikt for aksjegevinst og alminnelig fradragsrett

---

<sup>4</sup> Dersom den enkelte «aktive eier» eide mindre enn 3 prosent av aksjekapitalen ville selskapet ikke bli gjenstand for deling. Det eksisterte også identifikasjonskrav som innebar at også eiere som ikke direkte oppfylte eierkravet, kunne bli identifisert som aktive eiere. Detaljene rundt dette vil ikke gjennomgås i detalj for denne oppgaven. Det vises da til skattedirektoratet (1992,1993,1994) eller Finansdepartementet (1995).

for aksjetap.

Dersom overskuddet ikke ble utbetalt umiddelbart kunne det senere utbetales som ren aksjegevinst. For å opprettholde symmetri i utbytte- og aksjegevinstbeskatningen ble derfor RISK- reglene etablert som et tilsvar for godtgjørelsesmetoden. Ved bruk av denne metoden kunne selskapet regulere inngangsverdien opp eller ned for realisert aksje, basert på selskapets skattlagt kapital i aksjonærens levetid. I praksis ble inngangsverdien til en aksje justert i begynnelsen av hvert år. Det ble kalkulert et RISK – beløp som man kunne tillegge prisen som aksjen ble kjøpt for, slik at den skattbare gevinsten ble redusert med den RISK – justerte kostprisen. Rent praktisk betydde dette at om aksjonæren tok ut selskapsoverskudd som utbytte et år, eller beholdt overskuddet til senere år ville personen uansett bare betale 28 prosent i selskapsskatt. Resterende beløp ble dekket av godtgjørelse ved utbytteutbetaling eller RISK-justering ved tilbakeholdt overskudd.

### **2.1.2 Skattereform 1992 – Hva gikk galt?**

Med godtgjørelsesmetoden og beregning av RISK-beløp var den marginale skattesatsen for selskaper utenfor delingsmodellen på 28 prosent. For selskaper skattepliktige etter delingsmodellen var den marginale skattesatsen betraktelig høyere. Å identifisere hvilke selskap som måtte beskattes etter delingsmodellen ble etterhvert vanskelig. Det ble skattemessig svært attraktivt å gjøre endringer i selskapsstrukturen for å unngå beskatning etter denne modellen. I tidsrommet mellom 1992 og 2000 ble andelen selskaper skattepliktige etter delingsmodellen redusert fra 55 prosent til 32 prosent (Claus et al 2010). Verdien av å forlate denne modellen har senere blitt estimert til å kunne skape en inntektsvekst for selskapet på 30 prosent (Altsadsæter og Thorsen 2008).

Størst var forskjellen mellom den marginale skattesatsen for kapitalinntekter utenfor delingsmodellen og vanlige lønnsinntekter. Inkluderes arbeidsgiveravgiften, kunne den progressive marginals-katten for lønnsinntekter overstige 60 prosent<sup>5</sup>. En så stor divergens i marginale skattesatser svekket åpenbart den reelle omfordelingen og kunne i ytterste konsekvens være en trussel mot skattesystemets legitimitet. Prinsippet om likebehandling eller horisontal likhet ble brutt når personer med relativt like utgangspunkt på inntektssiden

---

<sup>5</sup> Gjelder for regnskapsårene 2004 og 2005 (St.prp. nr. 1 (2005-2006))

hadde helt ulike skattebyrder.

Behovet for å skape en «bro» mellom beskatningen av lønns- og næringsinntekt gjorde at regjeringen Bondevik II foreslo å gjennomføre en reformering av skattesystemet. Denne kjennetegnes i dag som skattereformen 2006.

## **2.2 Skattereform 2006**

Delingsmodellen ble forlatt til fordel for tre nye modeller: Aksjonærmodellen, deltakermodellen og foretaksmodellen. Denne oppgaven omhandler primært aksjonærs inntekt fra skattepliktig etter aksjonærmodellen. Deltakermodellen følger mange av de samme prinsippene om beskatning, men skiller seg likevel fra aksjonærmodellen fordi deltakerne i selskapet av varierende grad står personlig ansvarlige for driften i selskapet. Selskaper hvor en fysisk person står ansvarlig for hele næringsvirksomheten, kalt enkeltpersonforetak, omfattes av foretaksmodellen<sup>6</sup>.

### **2.2.1 Aksjonærmodellen**

Et første varsel på aksjonærmodellen kom i 2001 gjennom en midlertidig utbytteskatt på 11 prosent kun gjeldende for dette regnskapsåret. Det ble nedsatt et eget skatteutvalg som skulle utarbeide nye forslag til skatteregler. Under ledelse av Arne Skaug la utvalget frem sitt forslag<sup>7</sup> i 2003 og store deler av disse forslagene ble lagt til grunn for den endelige utarbeidelsen av skattereformen påfølgende regnskapsår. Her stod aksjonærmodellen sentralt. Dette var en uttaksbasert modell der beregningen av investeringens alternativavkastning skulle skje på aksjonærens hånd med utgangspunkt i kostprisen på hver enkelt aksje.

I utgangspunktet ville en mulig løsning være å beskatte alle aksjonærer med 28 % skatt på utdelt utbytte uten muligheter for fradrag. Med en tilpasset satsstruktur for lønnsinntekter vil valget mellom arbeids- og kapitalinntekt være tilnærmet irrelevant for skatteyteren. Det kan likevel argumenteres for at et slikt skattesystem ville skapt skjevheter i beskatningen. Full

---

<sup>6</sup> I foretaksmodellen beregnes personinntekten av løpende overskudd og blir beskattet etter samme progressive satsene som gjelder for arbeidsinntekter.

<sup>7</sup> Arne Skaug var leder av skatteutvalget som la frem sine forslag til skattereformen gjennom NOU 2003:9

dobbeltbeskatning av aksjeutbytter vil blant annet bryte med prinsippet om investerings- og finansieringsnøytralitet, fordi det fører til at det blir mer lønnsomt å finansiere investeringer med gjeld og tilbakeholdt overskudd enn med ny aksjekapital.

For å unngå et skattesystem med dobbeltbeskatning var det kun inntekter som oversteg alternativ risikofri avkastning som skulle beskattes. Utbytte som lå innenfor avkastningen av en risikofri alternativ investering, ble skjermet for skatt gjennom et skjermingsfradrag. Dette fradraget beregnes ved å multiplisere aksjens skjermingsgrunnlag med en skjermingsrente<sup>8</sup>. Skjermingsgrunnlaget settes til aksjens inngangsverdi tillagt aksjens ubenyttede skjermingsfradrag fra tidligere år<sup>9</sup> (Skatteetaten 2013). Det vil ikke være mulig å legge ubenyttet fradrag mot andre aksjer enn den aksjen fradraget er opptjent for. En aksjonær med eierskap i to separate aksjer med ulik pris, vil det også måtte beregnes et separat skjermingsfradrag for begge aksjene. Skulle årets skjermingsfradrag ikke bli benyttet, vil dette kunne fremskrives for en senere utbetaling. Dette blir gjort ved at ubenyttet skjerming tilføres skjermingsgrunnlaget.

Aksjeinntekter som oversteg en risikofri avkastning på aksjeinvesteringen, ble beskattet som kapitalinntekt på aksjonærens hånd. Denne inntekten ble klassifisert som alminnelig inntekt og beskattet med 28 prosent<sup>10</sup>. En skatt på aksjeinntekter i kombinasjon med den opprinnelige selskapsskatten ga en økning av marginal skattesats for den personlige aksjonær fra 28 prosent til 48,16 prosent<sup>11</sup>. Sett i lys av at den marginale skattesatsen på arbeidsinntekter ble redusert til 47,8 i 2006 (ikke medregnet arbeidsgiveravgift<sup>12</sup>) ble ulikhetene mellom beskatning av kapital- og arbeidsinntekter marginaliserte.

---

<sup>8</sup> Skjermingsrenten blir satt lik renten på 5-års statscertifikater.

<sup>9</sup> For aksjer ervervet før 1. januar 2006 skal inngangsverdien være fastsatt i samsvar med overgangsregler. Disse vil ikke nærmere gjennomgås i denne oppgaven, men overgangsreglene er tilgjengelige på skatteetatens sine hjemmesider om aksjonærbeskatning.

<sup>10</sup> Med forbehold om en forestående endring i 2014 til 27 %. Denne oppgaven forholder seg imidlertid til daværende skattesatser.

<sup>11</sup>  $0,28 + (1 - 0,28) * 0,28$ . Overskudd skattes internt med 28 % selskapsskatt, deretter kommer utbytteskatten på 28 %.

<sup>12</sup> Arbeidsgiveravgiften beregnes av bruttolønn til de ansatte. Satsen for arbeidsgiveravgiften følger den kommunen hvor virksomheten har sitt hovedkontor og varierer mellom 0 % og 14,1% (skatteetaten.no).

### 2.2.2 Aksjonærmodellens egenskaper

Hensikten med aksjonærmodellen var å konstruere en modell som hadde en nøytraliserende effekt på skattebetalingene. Et nøytralt skattesystem innebærer at et selskaps valg av disposisjoner og handlinger i liten grad påvirkes av beskatning. Et optimalt skattesystem blir utformet slik at en aktør i markedet ikke kan påvirke sin skattebelastning ved å endre sin atferd. Basert på tidligere erfaringer skulle modellen etter beste evne skape like vilkår for utdeling av utbytte. I den sammenheng var flere elementer vesentlige. Med hensyn til utbytte innebærer nøytralitet at tidspunkt for utbetaling ikke skal endre nåverdien for kontantstrømmen.

Tabell 1 viser hvordan aksjonærmodellen med skjermingsfradrag gjør det irrelevant for en aksjonær om inntekten blir tatt ut som aksjegevinst eller utbytte. Over en to-periode modell vil den økonomiske gevinsten av å realisere hele andelen aksjer (aksjegevinst) eller kun utbetale opptjent overskudd (utbytte) nøyaktig tilsvare hverandre. Alternativ avkastning i markedet er her lik avkastning i selskapet. Det blir i A.1 også vist at valget av aksjegevinst eller utbytte gjelder for tilfeller der alternativ avkastning i markedet er henholdsvis lavere og høyere enn avkastningen i selskapet.

**Tabell 1 «Nøytralt valg av aksjegevinst og utbytte<sup>13</sup>»**

År 1	
1. Det skytes aksjekapital inn i selskapet ved inngangen av året (kostpris)	200,0
2. Avkastning i selskapet (etter skatt) 5 %	10,0
3. Utbytte (3 % av innskutt aksjekapital)	6,0
4. Tilbakeholdt overskudd (Avkastning - utbetalt utbytte)	4,0
5. Skjermingsfradrag (5% av kostpris innskutt aksjekapital)	10,0
6. Ubenyttet skjermingsfradrag (fremført til neste år)	4,0
År 2	
7. Skjermingsgrunnlag (inkludert tidligere ubenyttet fradrag)	204,0
8. Avkastning i selskapet (Aksjekapital + tilbakeholdt overskudd) 5 % - etter skatt	10,2
9. Skjermingsfradrag (5% av kostpris innskutt aksjekapital )	10,2
Ved realisasjon av hele andelen aksjer	
10. Salgspris for aksje (kostpris + tilbakeholdte overskudd for hele perioden)	214,2
11. Aksjens kostpris	200,0
12. Akkumulert skjermingsfradrag (Ubenyttet år 1 + skjermingsfradrag år 2)	14,2

<sup>13</sup> Kilde NOU 2003:9



<b>13. Skattepliktig aksjegevinst (Avkastning ved salg - akkumulert skjerming)</b>	<b>0,0</b>
Ved utbetaling av opptjent overskudd som utbytte	
14. Utbetalt opptjent overskudd (Salgspris for aksje - aksjens kostpris)	14,2
15. Akkumulert skjermingsfradrag (Ubenyttet år 1 + skjermingsfradrag år 2)	14,2
<b>16. Skattepliktig utbytte</b>	<b>0,0</b>

Et annet aspekt ved aksjonærmodellens nøytralitetsegenskaper var valget mellom tilbakeholdelse eller årlig utbetaling av selskapets opptjente overskudd. I utarbeidelsen av modellen ble det i NOU 2003:9 argumentert for at skjermingsfradraget, og muligheten til å fremskyve ubenyttede fradrag, skulle bidra til at dette valget skulle være irrelevant for sluttverdien av utbetalingen. Det ble her vist til Sørensen (2005b) sin to-periode modell der usikkerhet og risikoaversjon i markedet utelates. Forutsetningene setter noen realistiske begrensninger, men resultatene vil også kunne overføres til lignende modeller som inkluderer usikkerhet. Modellen utledes således i A.2, men hovedresultatet er skissert i det følgende.

En investors totalinntekt skisseres som  $Y$ , skattesatsen for kapitalinntekt noteres som  $t_k$  og settes lik selskapsskatten  $\tau$ . Skjermingsfradraget blir basert på skjermingsrenten  $r^*$  multiplisert med skjermingsgrunlaget  $K$ . Overskudd i selskapet skisseres som  $\pi$ . Totalinntekten for investoren for begge perioder vil da være gitt som:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{1) } Y &= [1 + (1 - t_k) \cdot r] \cdot D_1 \\
 &+ [1 + (1 - \tau) \cdot r] \cdot (\pi_1 - D_1) \\
 &- t_k \cdot \{[1 + (1 - \tau) \cdot r] \cdot (\pi_1 - D_1) - r^* \cdot K - (i + r^*) \cdot (r^* \cdot K - D_1)\}
 \end{aligned}$$

Første linje i 1) viser selskapets verdi av å ha utbetalt utbytte i første periode ( $D_1$ ). Neste linje skisserer avkastningen som ble skapt av å holde tilbake deler av overskuddet i selskapet ( $\pi_1 - D_1$ ). Den nederste linjen representerer aksjonærens totale skattekostnad på utbetalt utbytte for hele perioden. Da kan det testes om totalinntekten ( $Y$ ) øker dersom utbetalingen hadde vært større i periode 1 eller periode 2.

En økning i inntekten for første periode vil implisere at  $\frac{dY}{dD_1} > 0$  og dette gir:

$$2) \frac{dY}{dD_1} = t_k[1 + (1 - \tau) \cdot r] - t_k(1 + r^*)$$

Fra likning 2) vises det at den risikofrie renten tilsvarer skjermingsrenten og selskapsskatten tilsvarer skatt på kapitalinntekt slik at  $(1 - \tau) \cdot r = r^*$  og  $\tau = t_k$  som begge er rimelige antakelser og gir oss

$$3) \frac{dY}{dD_1} = t_k[1 + r^*] - t_k(1 + r^*) = 0$$

For en to-periode modellering vil en økning av utbytteutbetalingene i første periode ikke endre totalinntekten for aksjonæren. Resultatet fra en slik to-periode modell skisserer et nøytralt valg mellom tilbakeholdelse eller utbetaling. Dette resultatet er også vist til i finansdepartementets konklusjon om at selskaper ikke oppnår noen reell verdiøkning av å holde tilbake et årlig overskudd for en senere utbetaling.

### 2.2.3 Kritisk blikk på nøytralitetsegenskapene

Blant annet fra Ravnas (2006) ble det hevdet at like skattesatser for utbytte og kursgevinst kombinert med at ubenyttet skjermingsfradrag skulle renteberegnes, ville skape en favorisering av tilbakeholdelse. Påstanden er løs, men tanken om at ubenyttede skjermingsfradrag vil øke ved tilbakeholdelse av overskudd er likevel relevant. Andelen ubenyttet skjerming legges til aksjens skjermingsgrunnlag ved beregning av neste års skjermingsfradrag. Altså vil den ubenyttede skjermingen renteberegnes i selskapet frem til overskuddet skal realiseres.

Med utgangspunkt i samme eksempel som ble brukt av Sørensen (2005b) ved beregning av aksjonærmodellens nøytralitetsegenskaper, vil tabell 2 vise hvordan valget vil favorisere tilbakehold av overskudd. For enkelthets skyld fokuseres det her på et selskap som kun har et overskudd i første periode. Dette kan enten utbetales samme år som det ble opptjent, eller tilbakeholdes for utbetaling i en senere periode. I en to-periode modell innebærer dette to ulike alternativer.

- 1) Tilbakeholde overskuddet i første periode, for å utbetale samme overskudd i andre periode.
- 2) Utbetale hele overskuddet som utbytte i første periode.

Dersom aksjonærmodellen skal fungere nøytralt for utbetaling av utbytte, betyr det at en aksjonær ville være indifferent for selskapets valg mellom alternativ 1 og 2.

**Tabell 2 «Nøytralitetsegenskaper»**

1.	Kostpris aksje	10000,00			
2.	Overskudd år 1	1000,00			
3.	Skjermingsrente	0,02			
4.	Utbytteskatt	0,28			
<b>Alternativ 1</b>			<b>Alternativ 2</b>		
<i>Tilbakeholder overskudd til periode 2</i>			<i>Utbetaler overskudd i periode 1</i>		
Periode 1			Periode 1		
5.	Kostpris	10000,00	5.	Kostpris	10000,00
6.	Utbytte	0,00	6.	Utbytte	1000,00
7.	Beregnet skjerming (1.*3.)	200,00	7.	Beregnet skjerming(1.*3.)	<b>200,00</b>
8.	Ubenyttet skjerming	200,00	8.	Ubenyttet skjerming	0,00
9.	Utbytteskatt (6.*4.)	0,00	9.	Utbytteskatt (6. - 7.)*5.	224,00
10.	Tilbakeholdt overskudd	1000,00	10.	Utbetalt utbytte	776,00
Periode 2			Periode 2		
11.	Skjermingsgrunnlag (5.+8.)	10200,00	11.	Skjermingsgrunnlag (5.+8.)	10000,00
12.	Skjerming (11.*3.)	<b>204,00</b>	12.	Skjerming (11.*3.)	200,00
13.	Skattbart overskudd (13.-12.)	796,00	13.	Skattbart overskudd	0,00
14.	Utbytteskatt (14.*4.)	222,88	14.	Utbytteskatt (13.*4.)	0,00
15.	Utbetalt (10.-14.)	777,12	15.	Utbetalt	0,00
Netto overskudd for hele perioden			Netto overskudd for hele perioden		
16.	(15.)	<b>777,12</b>	16.	(10.+15.)	<b>776,00</b>

Aksjonæren vil her få et større netto overskudd for hele perioden ved at selskapet følger en utbyttepolitikk i henhold til alternativ 1. Her vil ubenyttet skjerming fra periode 1 inkluderes i det eksisterende skjermingsgrunnlaget fra aksjens kostpris og vil derfor renteberegnes for periode 2. Resultatet blir et lavere skattepliktig beløp på aksjonærens hånd og dermed øker også netto overskudd sammenlignet med den umiddelbare utbetalingen i alternativ 2.

Resultatene fra tabell 2 er gjennomført for en to-periode modell, men resultatene vil være overførbare for større beløp og lengre tidshorison. Fordelen av å kunne renteberegne ubenyttet skjerming gjør det altså lønnsomt å holde tilbake overskudd for senere utbetaling. Eksemplet som nå har blitt gjennomgått utelater både avkastning på kapital internt i selskapet og eksternt i markedet. I de tilfellene avkastningen er høyere internt i selskapet vil fordelene ved å holde tilbake overskuddet i selskapet ytterligere økes. Motsatt for høyere risikofri rente i markedet.

### **2.3.1 Deltakermodellen**

Deltakerlignende selskap kjennetegnes i utgangspunktet av ansvarlige selskaper (ANS), ansvarlige selskap med delt ansvar (DA), komandittselskaper (KS) og indre selskaper (IS). Hovedforskjellen på de ulike «deltaker» selskapene er hvor stort det personlige ansvaret i selskapet er. Mens alle deltakerne i et ansvarlig selskap vil måtte stå personlig ansvarlige, vil deltakere i et delt ansvar kun stå ansvarlige for utestående gjeld tilsvarende sin eierandel. Her må deltakerne selv forholde seg til sin egen ligningsoppgave. Opptjent overskudd fordeles blant deltakerne i selskapet og hver enkelt mottar en alminnelig inntektsskatt på dette. Den andelen deltakeren står personlig ansvarlig for i selskapet vil danne skjermingsgrunnlaget for skjerming. Skulle selskapet gå med underskudd, vil dette kunne gi fradrag for den enkelte deltakers skatteligging. Aksjeselskaper som går med underskudd må i henhold til aksjonærmodellen fremføre fradragene mot fremtidige overskudd. For selskapene under deltakermodellen kan disse fradragene trekkes løpende fra den enkelte deltakers ligning.

### **2.3.2 Foretaksmodellen**

Enkeltpersonforetak betegner en næringsvirksomhet bestående av en eier med personlig ansvar for hele virksomhetens drift og risiko. Eierne av slike selskap skulle nå beskattes etter foretaksmodellen hvor personinntekt for løpende overskudd ble beskattet etter gjeldende progressive satser for vanlig arbeidsinntekt. Negativ beregnet personinntekt kunne fremføres mot senere års positivt beregnede inntekt fra samme virksomhet. Tilsvarende aksjonærmodellen kunne også deler av personinntekten skjermes. Fradraget ble beregnet fra den risikofrie avkastningen på investert kapital i selskapet.

### **2.3.3 Fritaksmetoden**

Aksjegevinster og utbytte ble fritatt for beskatning ved overføring mellom to aksjeselskaper. Poenget var her at mens personlige aksjonærer måtte beskatte utbytte etter aksjonærmodellen, så ville aksjeselskaper unngå skatteplikt for overføringer under fritaksmetoden. Dette var for å unngå en fremtidig kjedebeskatning. Fritaksmetoden gjorde det mulig å flytte aksjeinntekter og gevinster, uten at det ble beskattet flere ganger i en eierkjede med aksjeselskaper. Metoden omfattet også selskaper som var deltakere i deltakerlignende selskaper og selskaper med grenseoverskridende aksjeinntekter mot EØS -området. Skulle virksomheten i datterselskapet gå dårlig ville morselskapet få et fradrag for store deler av investeringen som tap på fordring. I motsatt tilfelle skapte eventuell avkastning i datterselskapet skattefrie aksjeinntekter for morselskapet.

Et overskudd kunne i teorien nå overføres mellom mange selskaper i en eierkjede, uten at dette ville medføre skatteplikt. Først ved utdeling til en personlig aksjonær ville det innebære skatteplikt for både utbytte og aksjegevinst.

### **3. Litteratur om utbytte og teoretiske prediksjoner**

Innen fagfeltet «Corporate Finance» har utbytteteori vært gjenstand for en rekke akademiske studier. Denne oppgaven fokuserer i stor grad på hvilken påvirkning en utbytteskatt vil ha på norske selskaper og hvilke tilpasninger de kan gjennomføre til en slik skatt. I det følgende utdypes det noen sentrale teorier for utbytte og det legges frem teoretiske prediksjoner for innføring av en permanent utbytteskatt.

#### **3.1 The dividend puzzle**

I utbytteteorien er kanskje det mest grunnleggende spørsmålet som har blitt stilt, hvorfor selskaper velger å gjennomføre utbytteutbetalinger. I 1961 lanserte Merton H. Miller og Franco Modigliani (1961) sin teori om irrelevans. Grunnprinsippet fra denne er at valget av utbyttepolitikk er irrelevant for et selskaps verdi. «The dividend puzzle» omhandler nettopp denne problemstillingen, der økonomer har spurt seg hvorfor et selskap velger å gjennomføre utbetalinger av utbytte.

Miller og Modigliani sin teori om irrelevans hviler på svært strenge forutsetninger. Rasjonelle aktører, fravær av både transaksjons- og konkurskostnader, full informasjon, nøytrale skatter og konstant marginal avkastning av prosjekter. Selv om teorien fremdeles står sterkt i moderne «Corporate Finance» vil den ikke være overførbar på reelle markeder. Andre økonomer har i ettertid utarbeidet nye teorier som bedre skal kunne forklare årsaken bak utbytteutdelinger i henhold til «the dividend puzzle».

I signalteorien forklares utbytte som en måte å signalisere positive framtidsutsikter. Et empirisk studie gjennomført av Michaely et. al (1995) viser en positiv korrelasjon mellom initiering av utbytte og selskapets aksjepris. Investorer i markedet har ikke tilgang på innsideinformasjon i selskaper og bruker derfor initiert utbytte som et signal på gode framtidsutsikter i selskapet.

Andre påpeker de negative konsekvensene av for mye tilgjengelig kapital i selskapet. Principal-agent teorien ble først lagt frem av Ross (1973) og forklarer hvordan ledelsen i selskaper med mye tilgjengelig kapital kan bruke disse på uproduktive investeringer i markedet. Ledelsen vil her handle etter personlig gevinst og ikke nødvendigvis selskapets

beste. Eierne av selskapet kan her bruke utbetaling av overskuddskapital for å unngå at dette brukes på ulønnsomme investeringer.

En sentral teori for når et selskap velger å initiere utbytteutdelinger er «the life cycle theory» (James 1973). Her deles et selskaps levetid inn i ulike faser basert på hvor lenge det har vært i drift. Disse kjennetegnes som oppstart, vekst, modenhet og avtakende. Der de første fasene består av relativt lave utbetalinger (om noen). Fra SSB sin database (publisert i 2013) ble alle nyetablerte foretak i 2006 fulgt over en femårig tidsperiode. Kun 31 prosent av foretakene som startet i 2006 overlevde gjennom hele observasjonsperioden. Introduksjonsfasen handler med andre ord for mange selskaper om å overleve. De som overlever og klarer å etablere seg i markedet vil etter hvert tre inn i en modenhetsfase hvor utbetaling av utbytte blir en mer normal del av den årlige driften. Slik er også «the life cycle theory» med på å forklare hvorfor to selskaper med like overskudd har ulik utbyttepolitikk.

### **3.2 Trender i utbyttepolitikk**

For amerikanske data gjennomfører Fama og French (2001) et studie for utvikling av andelen utbytte utbetalende selskaper med utgangspunkt i børsnoterte selskaper<sup>14</sup>. Her finner de en reduksjon i andelen selskaper fra 66,5 % i 1978 til 20,8 % i 1999. Tre karakteristikk påpekes å ha en effekt på et utbytte utbetalende selskap; Lønnsomhet, vekstfase og størrelse. En av hovedårsakene til den sterke reduksjonen er veksten av små amerikanske selskaper med moderate marginer og som befinner seg i en vekstfase. Deler av årsaken kan også tilskrives en økt bruk av tilbakekjøpsprogram, der deler av årlig overskudd brukes på å kjøpe flere aksjer i samme selskap. I 1999 og 2000 brukte faktisk amerikanske industribedrifter mer av sitt overskudd på tilbakekjøp enn utbytte (Michaely 2002). Men tilbakekjøp av aksjer trenger ikke nødvendigvis å innebære en reduksjon av utbytte. Det er påvist lite empiri på at tilbakekjøp av aksjer går på bekostning av initiert utbytte.

Selv om andelen utbytte utbetalende selskaper har blitt mindre, finner DeAngelo et al. (2004) en vekst i aggregerte størrelser for utbytte, både nominelle og reelle. Mens små selskaper i mindre grad velger å gjennomføre utbetalinger, har de større selskapene økt sine utbytter. For norske data har det først etter 2000 vært lovlig å gjennomføre tilbakekjøpsprogrammer. Det er

---

<sup>14</sup> NASDAQ, NYSE, AMEX

likevel strengt regulert, der et selskap kun kan kjøpe tilbake opptil 10 prosent av sin aksjekapital. Utviklingen av utbytteutdelinger for norske selskaper gjennomgås nærmere i analyse delen av oppgaven.

### 3.3.1 Utbytteskatt

De to mest sentrale teoriene for utbyttebeskatning tilskrives «the traditional view» og «the new view». Under «the traditional view», utviklet av Arnold Harberger (1962), predikeres det at enhver permanent utbytteskatt vil påvirke selskapets utdelingsrate av utbytte. Hvor mye som blir utbetalt avgjøres i en avveining mellom reduksjon i selskapsverdien på grunn av den økte skattebyrden og eventuell positiv signaleffekt av utbetalingen. Totalt vil det uansett være lønnsomt for selskapet å redusere sin utbytterate. Under det tradisjonelle synet for utbytte blir det påpekt at en utbytteskatt ikke bør innebære dobbeltbeskatning for tidligere beskattet overskudd. Med tanke på det risikofrie fradraget som ble innført i Norge, samsvarer dette med en utbytteskatt etter det tradisjonelle synet.

For «the new view», først utviklet av Mervyn A. King (1974), vil ikke utbytte i seg selv innebære noen verdi. Her forklares utbytte kun som et residual av selskapsoverskuddet etter at alle årlige investeringer er gjennomført. Så lenge disse investeringene gjennomføres fra tidligere opptjent kapital vil ikke en utbytteskatt påvirke hverken finansiering- eller investeringsbeslutninger. Ettersom utbytte her kun er et residual av selskapets investeringer, vil heller ikke dette påvirkes av en utbytteskatt. Det gjelder både for en utbytteskatt med og uten skjerming. Valget mellom å reinvestere en krone i selskapet eller å ta den ut som utbytte vil her være irrelevant. Forutsetningen om at selskapet kun bruker opptjent egenkapital ved finansiering av nye prosjekter er streng og vil ikke kunne gjelde for de fleste nyetablerte selskaper i henhold til livssyklushypotesen. Modne selskaper med en etablert drift kan i større grad relateres til en drift under det nye synet om at valget om å gjennomføre en utbetaling ikke påvirkes av en utbytteskatt.

Selv om disse synene representerer to ulike oppfatninger av utbytteskatt, kan begge likevel være relevante for dagens markeder. For yngre selskaper i oppstartfasen kan det argumenteres for at «the traditional view» best kan forklare utbyttepolitikken, mens mer etablerte selskaper driver sin utbyttepolitikk etter «the new view».



### 3.3.2 Prediksjoner for utbytteskatt

Den amerikanske skattereformen i 2003 har resultert i flere studier om hvordan en endret utbytteskatt påvirker selskaper. Både Chetty & Saez (2005) og Korinek & Stiglitz (2009) finner klare indikasjoner på at amerikanske selskaper økte sin utbetaling i etterkant av skattereformen som innebar en reduksjon av den marginale skattesatsen på utbytter. Videre påpekes det hvordan et selskap bør reagere på en fremtidig økning i utbytteskatt i Korinek og Stiglitz

The anticipation of a dividend tax increase induces mature firms to pay out a special dividend in the period prior to the increase (...). (2005, side 150)

Først og fremst vil altså modne selskaper med tilgjengelige kapitalaggre forventes å delta i skattebesparende arbitrasje, ved å utbetale en planlagt utbetaling etter skattereformen for å unngå beskatning. Utfordringen er at selskapene må ha en tilstrekkelig kapitalandel tilgjengelig, for å kunne benytte seg av denne muligheten. Selskaper i introduksjons- og vekstfasen har i mindre grad tilgang på eksisterende kapital for å benytte seg av de tilgjengelige arbitrasjemulighetene. For disse selskapene vil en økt utbytteskatt innebære utsteding av mindre egenkapital i perioden etter utbytteskatt. Aggregerte investeringer reduseres og veksten i selskapet avtar. Fordelingen i markedet mellom yngre og mer etablerte selskaper vil derfor også påvirke totaleffekten av utbytteutbetalinger og investeringer i markedet.

Et tema som er blitt lite diskutert i eksisterende studier om skattereformen 2006 omhandler innskudd av aksjekapital. Begrepet innskutt kapital omhandler kapital som blir innbetalt av aksjeeiere i forbindelse med stiftelse, kapitalforhøyelse eller i forbindelse med fisjoner og fusjoner der det betales kontanter. I alle disse tilfellene vil innbetalt kapital i selskapet øke så lenge disse innskuddene ikke klassifiseres som lån. Den innskutte kapitalen har i de fleste tilfeller vært beskattet i en eller annen sammenheng. For å unngå kjedebeskatning er det dermed ikke skatteplikt ved utdeling av innskutt kapital. Selskapene med nok tilgjengelig kapital i selskapet burde altså flytte sin kontantandel ut av selskapet som utbytte før utbytteskatten, for deretter å tilbakeføre dette som innskudd av aksjekapital.

Verdien på innskuddet skal settes til «virkelig verdi» på konverteringstidspunktet. Innskuddet vil justeres i henhold til den verdien som er gjeldende i markedet på tidspunktet hvor innskuddet blir utdelt. Dette gjelder både når fordringens pålydende er høyere og lavere enn virkelig verdi på konverteringstidspunktet. Reguleringer for innskudd av aksjekapital i et selskap reguleres av aksjeloven kapittel 10, da særlig § 10 – 1 «Beslutning av generalforsamlingen».

### **3.3.3 Endring i gjeldsandel**

For selskaper som faktisk hadde muligheten til å hente inn ekstern finansiering av kapital, ville det også kunne være skattemessige fordeler av å gjeldsfinansiere utbytteutdelinger før skattereform 2006. I valget mellom å følge en fast utbetalingsplan for årene før og etter innføringen av utbytteskatt burde disse selskapene ta opp gjeld i forkant av 2005 som ble brukt for utbetaling av fremtidig utbytte. Ved å reinvestere utbetalingene tilbake i selskapet kunne gjelden nedbetales på kort tid. Innskutt aksjekapital vil være skattefritt ved uttak, også etter at utbytteskatten ble innført.

Annette Alstadsæter og Erik Fjærli (2009) viser i sin artikkel, omhandlende utbytteskatt og aksjonærmodellen, hvordan et selskap kunne spare hele den fremtidige utbytteskatten ved å gjeldsfinansiere en planlagt fremtidig utbetaling (som ellers ville vært skattepliktig). De finner også empiriske resultater som tyder på at selskapene i forkant av 2006 økte sin gjeldsandel kraftig, for deretter å redusere dem i etterkant av reformen.

Denne formen for skattearbitrasje var selvsagt kun forbeholdt enkelte norske selskaper. Selv for selskaper med den nødvendige finansieringen kunne det være problematisk å øke selskapets gjeldsandel kraftig, for en kortere periode. Dette fordi økt gjeldsandel innebærer større eksponering av risiko og høyere avkastningskrav for egenkapitalen.

### 3.3.4 Opprettelse av investeringselskap

Et investeringselskap er det samme som et morselskap som i hovedsak ikke har andre oppgaver enn å eie aksjer i ett eller flere selskaper og derav forvalte avkastningen på aksjene. De kjennetegnes som et holdingselskap, og det foregår sjeldent en reell drift i dette selskapet med vanlig verdiskapning i form av produksjon eller tjenesteytelser. De fleste holdingselskap opprettes som eget aksjeselskap, alternativt kan det opprettes gjennom et norskregistrert utenlandsk selskap (NUF). Årsaken til at enkelte velger denne selskapsformen er at selskapet da kan drive sin virksomhet i Norge, men være registrert fra et annet land som gjerne har lavere oppstartskostnader enn et norsk aksjeselskap<sup>15</sup>. I sammenheng med skattereformen 2004-2006 vokste det frem en kraftig vekst av holdingselskap i Norge. For å unngå kjedebeskatning på selskapsnivå ble det bestemt at slike overføringer skulle være skattefrie. Fra NOU 2003:9 beskrives dette som

Når et selskap deler ut utbytte over alternativavkastningen til et annet selskap, og det mottakende selskapet deretter deler ut det mottatte utbyttet til sine aksjonærer. Dette vil medføre en større skattebelastning for utbytter som deles ut via flere aksjeselskaper (..) (2003, side 218)

Ved å opprette et holdingselskap har dermed selskapene muligheten til å gjennomføre skattefrie overføringer av eventuelle overskudd. På lengre sikt må likevel overføringene beskattes ved utbetaling av utbytte eller kapitalavkastning. I forkant av den forestående fritaksmetoden vedtok stortinget i 2005 en overgangsregel E til skatteloven § 2-38. Denne innebar at det ikke ble foretatt noen beskatning hvis en personlig skatteyder overførte samtlige av sine aksjer eller andeler i et deltakerlignet selskap mot vederlag i aksjer i et mottakende selskap. Det mottakende selskapet kjennetegnes her som et holdingselskap og kunne enten være nyopprettet eller eksisterende selskap.

I forbindelse med overgangsregel E vil det være naturlig å anta at flere norske selskap benyttet seg av muligheten til å opprette et eget investeringselskap, selv om den umiddelbare skattebesparingen kun vil være kortsiktig. På lang sikt vil overført overskudd måtte beskattes ved realisasjon. Det vil til dels være mulig å gjøre tilpasninger under fritaksmetoden mellom mor- og datterselskap. Dersom investeringer er gjennomført fra et datterselskap med en liten

---

<sup>15</sup> Opprettelse av NUF krever i enkelte land en lavere innskuddskapital. Kravet til aksjekapital for norske selskaper er nå redusert fra kr. 100 000 til kr. 30 000 for å redusere fordelene ved opprettelse av et NUF-foretak.

andel aksjekapital, kan egne fradragsregler gjøre at en mislykket investering genererer fradrag som tap på fordring for morselskapet. Investeringer med positiv avkastning tilbakeføres skattefritt til morselskapet i henhold til fritaksmetoden. På denne måten kan altså holdingselskapet være med på å «hedge» risikoen til morselskapet.

For den enkelte investor kan fritaksmetoden innebære et incentiv for å opprette et eget investeringsselskap til aksjeinvesteringer. Gevinster kan skattefritt reinvesteres i nye andeler så lenge disse beholdes innenfor selskapsstrukturen. Primært vil dette gi en administrativ lettelse for investorer som aktivt driver med kjøp og salg, uten behov for umiddelbar realisasjon. Dette kan i særlig grad gjelde for investorer med lang tidshorisont på sin «sparing». Fremtidig utbytteskatt er per dags dato ukjent. Dersom denne reduseres vil man her kunne oppnå en direkte skattebesparelse i ren bonus. Utbytteskatten kan på den andre siden øke og gi motsatt effekt.

### **3.4 Alternative tilpasninger**

Den markante reduksjonen av utbytte rundt innføringen av ny utbytteskatt kan i grove trekk forklares av to ulike faktorer. Den første er allerede diskutert som timing-effekt ved utbetaling av utbytte på spesifikke tidspunkt, en ren transitorisk effekt, der selskapene forflyttet sine utbetalinger frem i tid. Faktoren tilknyttet den transitoriske effekten kan likevel ikke være med på å forklare hele reduksjonen av utbetalt utbytte. Den andre muligheten var å finne alternative måter for å gjøre tilpasninger til den forestående utbytteskatten.

En mulig løsning kunne for eksempel være å substituere bort utbetaling av utbytter mot å bake en større del av privat konsum inn i selskapets driftsutgifter. I slike tilfeller vil behovet for å gjennomføre utbetalinger reduseres i takt med de kostnadene som blir dekket gjennom selskapet. Hvor utbredt slike tilpasninger faktisk var (og fremdeles er) kan selvsagt diskuteres. Skattemyndighetene ser strengt på tilpasninger som blir gjort i den hensikt av å oppnå skatteunndragelse. Det kan i så måte være straffbart for selskaper som aktivt søker å unndra seg eller andre offentlige skatter eller avgifter jf straffeloven 1902 § 406.

En videreføring av å bake utgifter for privat bruk i selskapets driftsutgifter kan være større investeringer i realgoder som gjerne blir disponert av eierne på egen fritid. Alstadsæter et. al (2013) viser at norske selskapers andel holdbare eiendeler øker kraftig etter 2005. Med tilgang

til aksjonærregisteret finner de blant annet en sterk vekst for eierskap i maskiner, skip og fly. Her indikeres det at eiere i slike tilfeller for eksempel kjøper en seilbåt gjennom sitt eget selskap, men disponerer denne båten delvis til privat bruk. Selv om resultatene som blir påvist i denne oppgaven ikke kan brukes som en direkte effekt av skattereformen, gir de likevel en indikasjon på at tilbakeholdt overskudd kan ha fått en vridning mot flere investeringer i realgoder fremfor utbytteutdelinger.

Aksjonærlån er en alternativ form for tilpasning der det utbetales lån til aksjonær som ikke vil være skattepliktig. For at et slikt lån skal være lovlig foreligger det en del vilkår som må være oppfylt. Altså der det er inngått en låneavtale senest samme dag som utbetaling finner sted og der det er fastslått et minimum av vilkår som størrelse, rentebetingelser og tilbakebetalingsbetingelser jf aksjeloven § 8-7. utfordringen ligger da gjerne i at samme fysiske person ofte vil være både låntaker og opptre på vegne av långiver. De låneavtalene som ikke kjennes gyldige vil omklassifiseres til skattepliktig utbytte uten krav for skjerming. Men for de selskapene som opprettet gyldige låneavtaler i forkant av reformen vil dette kunne være en skattefri tilpasning. Hvordan selskapene skatterettslig gjennomfører slike lån vil ikke gjennomgås nærmere i denne oppgaven, da dette vil være mer passende i en juridisk oppgave. Mangel på tilstrekkelig tilgang for dette datasettet gjør også at det ikke vil bli testet i nærmere detalj for hvordan selskapene tilpasset seg utbytteskatten ved bruk av aksjonærlån.

### **3.5 Aksjeloven om utdeling av utbytte**

Aksjelovens kapittel 8 regulerer utdeling av utbytte for norske aksjeselskaper. Her forklares det at etter asl. § 8-2 (1) at utdeling av utbytte skal besluttes av generalforsamlingen. Normalt innebærer dette den årlige ordinære generalforsamlingen i selskapet. Videre følger det av bestemmelsens annet ledd at det ikke kan besluttes utdelt høyere utbytte enn styret har foreslått eller godtar. Hvor mye utbytte som faktisk deles ut vil avhenge av størrelsen på den frie egenkapitalen i selskapet. Eventuelt kan selskapet utbetale et ekstraordinært utbytte på grunnlag av en mellombalanse som må bli utarbeidet og revidert etter reglene for årsregnskap og godkjent av generalforsamlingen, Jf. asl. § 8-2 a. Alle aksjeeiere har rett til å møte i generalforsamlingen som er det øverste organet i aksjeselskapet. Hvor stor påvirkningskraft en aksjonær har på generalforsamlingen fastsettes av aksjonærens andeler i selskapet. Stemmeretten er knyttet til aksjen og hver aksje gir en stemme, med mindre loven eller

vedtektene bestemmer noe annet, jf. aksjelovens § 5-3 første ledd første punktum.

Det er likevel ikke slik at de største aksjonærene sitter med all makt i generalforsamlingen. Ved bestemmelse om utdeling av utbytte eller tilbakeholdelse av selskapsoverskudd gjelder særegne krav, herunder et kvalifisert flertallskrav. Det innebærer at minst to-tredjedeler av generalforsamlingen og tilslutning fra ni-tideler av aksjekapitalen kreves for at et vedtak om utdeling eller tilbakeholdelse kan fattes.

De selskapene som ønsket å tilpasse seg den varslede utbytteskatten måtte derfor fatte en demokratisk avgjørelse om dette i generalforsamlingen. Avgjørelsen fattes i utgangspunktet på den ordinære generalforsamlingen, men selskapet har mulighet til å innkalle en ekstraordinær generalforsamling i etterkant for å fatte et vedtak om utbetaling der. Størrelsen på utbyttet begrenses i utgangspunktet kun av selskapets frie egenkapital og generell god forretningsskikk. For ekstraordinære utbytter må det også bli tatt hensyn til kostnader oppstått i mellombalansen.

Et siste alternativ vil være å utbetale et såkalt spesialutbytte. Slike utbetalinger foregår utenom den typiske «utbyttesyklusen» og kan derfor gjøres på relativt kort varsel. For norske forhold er slike utbetalinger relativt dårlig beskrevet og det kreves svært god tilgang på data for å kunne påpeke spesialutbyttene. Datasettet har ingen tilgang på dette og i det følgende vil det antas at foreslått utbytte i et regnskapsår i stor grad samsvarer med faktisk utbetalt utbytte neste år.

## 4. Data-analyse

Kapitlet beskriver først hvilket datagrunnlag oppgaven benytter og hvilke begrensinger som blir lagt på dette. Deretter blir det foretatt en deskriptiv analyse fra datagrunnlaget der vi ønsker å teste de teoretiske prediksjonene fra forrige kapittel, mot reelle bevegelser i tilgjengelig datagrunnlag.

For den videre analysen er det verdt å merke seg at regnskapsåret 2004 vil representere siste mulighet for skattefrie utbytter.

### 4.1.1 Databeskrivelse

Datasettet består av et tilfeldig utvalg observerte selskaper for tidsperioden mellom 1992 og 2010. Variablene i regnskapsfilene har stort sett blitt organisert etter regnskapslovens struktur innenfor resultatregnskap, eiendeler og egenkapital/gjeld. Ved å sette sammen resultater fra hele tidsperioden skisserer dataene et ubalansert paneldatasett med relevante variabler for videre analyse. Et ubalansert paneldatasett innebærer at det for den observerte tidsperioden har selskaper som kan være aktive i hele perioden eller kun deler av den og som mangler informasjon for enkelte variabler i løpet av den aktive perioden. Årsaken til dette er at selskapene begynner og slutter på ulike tidspunkt i observasjonsperioden.

Databasen er hentet fra samfunns og næringslivsforsikring AS (SNF) og Norges Handelshøyskole (NHH). I arbeidet med denne masteroppgaven er det kun gitt tilgang på deler av den komplette databasen. Den komplette databasen bestod i 2007 av 2 217 576 observasjoner (Mjøs og Øksnes 2009). Det er gjort totalt 354 005 observasjoner i løpet av hele tidsperioden i dette datasettet. Her blir altså kun deler av totalt antall observasjoner fra den komplette databasen tatt i bruk. Den empiriske analysen vil likevel reflektere markedsbevegelser på en tilfredsstillende måte.

### 4.1.2 Variabler

Variabelen for utbytte vil stå sentralt i den videre analysen. I den sammenheng er det viktig å poengtere at utbytte i år  $t$  representerer avsatt utbytte for år  $t+1$ . Dermed vil tallene for utbytte

i et regnskapsår være «lagget» med et år. Foreslått utbytte kan fluktuere fra faktisk utbetalt utbytte fordi selskapets eiere i ettertid kan gjennomføre en spesial utbetaling av utbytte. I dette datasettet er det ingen tilgang på faktisk utbetalt utbytte eller mulighet for å hente ut informasjon om eventuelle spesial utbetalinger. I Alstadsæter et.al (2013) poengteres det likevel at korrelasjonen mellom utbetalt utbytte og foreslått utbytte er svært høy. Med et manglende grunnlag for å summere foreslått og eventuelle spesialutbytter vil det gi mer konsekvente resultat ved kun å forholde seg til foreslått utbytte. Likevel kan dette innebære at enkelte selskaper utdeler et større utbytte enn hva som blir skissert fra dette datasettet.

Datasettet skiller ulike næringer ved hjelp av femsifrede NACE-koder, som er næringsstandard for norske selskaper. Disse representeres som *bransjek* og den sekundære bransjekoden *brkod2*. Variabelen *eierstruktur* blir benyttet for å påvise om selskapet er børsnotert eller ikke. Hvert selskap er også identifiserbart med en egen id-referanse fra variabelen *orgnr*.

I bruk av et selskaps overskudd / underskudd fokuseres det både på selskapets årsresultat og ordinært resultat før skatt. Der forskjellen er at årsresultatet inkluderer selskapets ekstraordinære poster og skisseres som en etter-skatt størrelse. Variabelen *utbytteandel* betegner hvor mye av årsresultatet som utbetales i utbytte.

#### **4.1.3 Begrensninger på datasettet**

For å unngå unødvendig støy vil det kun bli brukt regnskapsdata fra perioden mellom 1999-2010. Regnskapsårene før 1999 kan antas å ha liten påvirkning for denne analysen med hensyn på skattereformen i 2006. Videre utelates alle observasjoner hvor selskapene ikke har mer enn et begrenset ansvar. Disse selskapene består av eiere som kun står ansvarlig for den kapital de selv har investert i selskapet.

Børsnoterte selskaper har i enkelte tilfeller et annet motiv for å betale utbytte enn de effektene denne oppgaven ønsker å studere med hensyn til utbytteskatt. Baker et. al (2006) studerer hvilke faktorer som i størst grad påvirker utbytteutbetalingene til børsnoterte norske selskaper. Der blir det konkludert med at skatt har en mindre påvirkning på slike avgjørelser. Selv om dette studiet ble gjennomført under forutsetning av gammelt skattesystem (med en dual



inntektsskatt) vil dette også kunne gjelde for gjeldende skattesystem. En av årsakene kan være at flere av de største selskapene notert på Oslo Børs har en statlig eierandel. Unoterte norske selskaper består ofte av få eiere som gjerne også fungerer som daglig leder eller lignende i samme selskap. Sannsynligheten for at deler av selskapsoverskuddet her vil brukes som kompensasjon for utført arbeid i selskapet er større enn for store børsnoterte selskaper. Derfor vil alle selskaper notert på Oslo-børs utelates fra datagrunnlaget i den videre analysen.

Tall fra SSB viser at 78 prosent av alle aksjeselskap og allmennaksjeselskap maksimalt hadde to aksjonærer per 1. januar 2012 (SSB 2014<sup>16</sup>). Andelen aksjeselskaper med konsentrert eierskap er altså relativt utbredt i Norge. Selskaper med et konsentrert eierskap, der det ikke foreligger et klart skille mellom eier og ledelse, vil ha mye sterkere incentiver for å drive med aktiv skattetilpasning. Her er veien kort fra et ønske om økte (eller reduserte) utbetalinger til at dette er implementert i selskapets regnskaper. Med tanke på den innførte utbytteskatten vil det i så måte være naturlig å anta at selskapene i dette datasettet på kort tid kunne fatte en avgjørelse vedrørende eventuelle tilpasninger.

## 4.2 Deskriptiv analyse

Etter at modifikasjonene for datagrunnlaget er gjennomført består datasettet av totalt 263 298 observasjoner. Disse vil danne grunnlaget for den videre analysen. I tidsperioden mellom 2001-2007 opplevde også norsk økonomi en underliggende vekst. Etter en liten nedgangskonjunktur de første årene av det nye årtuset steg hovedindeksen på Oslo børs fra 115,21 poeng i 2002 til 490,83 i 2007. Selv om børsnoterte selskaper utelates for denne analysen, vil det være naturlig å anta at også unoterte selskaper opplevde større overskudd. Dette kan være med på å drive opp andelen utbetalte utbytter for samme periode. Fra tabell 3 ser vi også at aggregert årsresultat følger samme utvikling som hovedindeksen på Oslo børs. Finanskrisen slår for fullt inn i 2008 og mens andelen aktive selskaper øker, reduseres aggregert årsresultat kraftig. Den globale finanskrisen kan med andre ord være en underliggende faktor for resultatene vi får i den videre analysen.

I løpet av observasjonsperioden øker andelen aktive selskaper. Flere faktorer kan ha påvirket

---

<sup>16</sup> [www.ssb.no](http://www.ssb.no) → Virksomheter, foretak og regnskap -> Eierskap og roller i næringslivet → Lag tabell → Velg tabell 09043 → Velg alle typer og antall aksjonærer for både AS og ASA → vis tabell

denne utviklingen. For eksempel har det blitt reduserte kostnader for oppstart av et aksjeselskap og en skattefri mulighet for å omdanne andre selskapsformer om til aksjeselskap i forkant av skattereformen.

Utbytteandelen nedenfor skisserer andelen utbetalt utbytte med hensyn på selskapets årsresultat. Denne følger en positiv vekst for perioden frem til 2004, noe som samsvarer godt med eksisterende forventninger om økte utbetalinger før utbytteskatten ble innført. For skattepliktige utbetalinger reduseres utbytteandelen kraftig i etterkant av 2004 men andelen øker noe frem mot 2010.

**Tabell 3 «Utvalgte størrelser fra datagrunnlaget»**

Regnskapsår	Aktive selskaper	Årsresultat	Utbytteandel
1999	15 924	1 530 000 000	9 934
2000	16 824	2 200 000 000	5 835
2001	18 053	2 370 000 000	17 408
2002	17 052	1 410 000 000	16 095
2003	18 541	2 190 000 000	13 638
2004	18 960	3 480 000 000	17 115
2005	20 736	4 960 000 000	3 321
2006	24 300	6 810 000 000	5 726
2007	26 810	7 980 000 000	13 825
2008	28 259	1 760 000 000	8 048
2009	28 818	3 900 000 000	9 965
2010	29 021	7 430 000 000	8 579

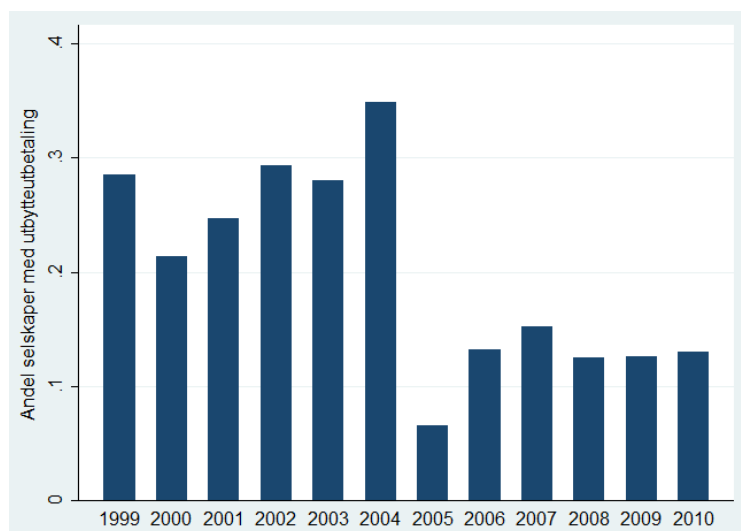
#### 4.2.1 Utvikling av utbytte

I 2001 ble det innført en midlertidig utbytteskatt på 11 % som ble fjernet påfølgende regnskapsår. Aktørene i markedet var kjent med at den midlertidige utbytteskatten kun gjaldt for ett år og kunne derfor utsette eventuelle utbetalinger for å unngå skatteplikt. Deretter fulgte en mellomperiode med skattefrie utbetalinger i påvente av at en ny og permanent utbytteskatt skulle innføres. I denne perioden ble det utarbeidet nye forslag for utbyttebeskatning. Endelig bestemmelse for nytt skattesystem kom 26. mars 2004<sup>17</sup> men allerede for den midlertidige utbytteskatten var selskapene varslet om en fremtidig

<sup>17</sup> St. meld. Nr. 29 (2003 – 2004)

skatteøkning. Dette gir en forventning om at både år 2000 og 2005 vil indikere brudd på trend for foreslåtte utbytteutdelinger. I figur 1 fokuseres det på den årlige andelen selskaper med et initiert utbytte, der en utbetaling defineres som utbytte større enn null for hvert enkelt regnskapsår. Andelsstørrelser tar hensyn til det årlige antall aktive selskaper og gir derfor relevante sammenligningsgrunnlag fra år til år.

**Figur 1 «Andelen selskaper som initierer utbytteutbetaling, årlig»**



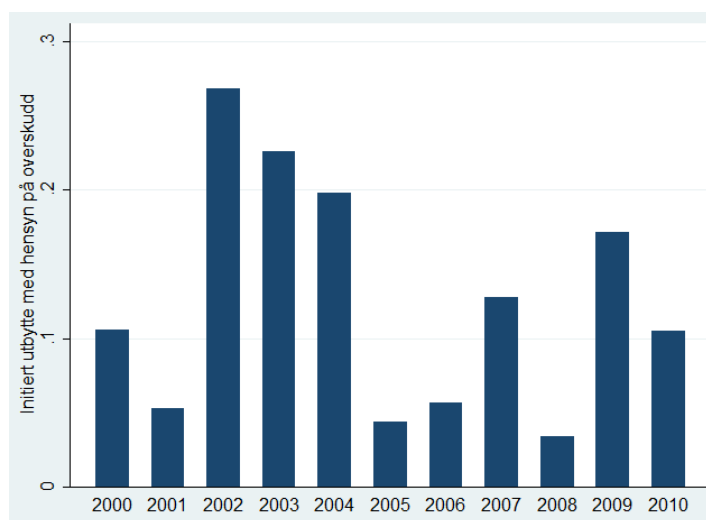
Den midlertidige utbytteskatten på 11 prosent i 2001 kan ha vært med på å påvirke den reduserte andelen selskaper med utbetalinger i regnskapsåret 2000. De påfølgende regnskapsårene var tydelig preget av positiv vekst i andelen selskaper med utbytteutdelinger. Fra 2000 til 2004 øker andelen utbytteutbetalende selskaper kraftig. Regnskapsåret 2005 representerer et klart brudd på denne trenden i henhold til fremlagte forventninger. Det første året med utbytteskatt for utdeling av overskudd til personlig aksjonær utbetaler kun 6,5 prosent av selskapene utbytte. Til sammenligning initierte rundt 44 prosent av alle selskaper i dette datagrunnlaget en utbytteutbetaling. Det gir oss klare indikasjoner på at selskapene faktisk gjorde tilpasninger rundt utbytteskatten.

For tidsperioden etter at utbytteskatten ble innført er det en svært stabil utvikling for initiert utbytte, og som tilsynelatende ligger på et noe lavere nivå enn før skattereformen 2006. Utbetalingsnivået stabiliseres her rundt 12-13 prosent av totalt antall selskaper. Å sammenligne utbetalingsnivået før og etter skattereformen er vanskelig, ettersom vi forventer

økte utbetalinger i forkant som en timing-effekt av å kunne motta disse skattefritt. Dersom utbetalingsnivået i etterkant av skattereformen har redusert, vil dette samsvare godt med diskusjonen fra kapittel 2 om at det vil være mer lønnsomt å holde tilbake overskudd for senere utbetaling. Et viktig poeng er her at utviklingen fra figur 1 ikke tar hensyn for en eventuell underliggende trend, upåvirket av skattereformen, som kan være med på å senke andelen selskaper med initiert utbytte.

I figur 2 fokuseres det på den årlige andelen foreslått utbytte med hensyn på selskapets overskudd vektet for antall aktive selskaper. Figuren viser oss hvor mye av selskapets årlige ordinære resultat før skatt som blir utbetalt gjennom utbytte. Det forventes også her at en større andel av selskapets overskudd blir benyttet på utbetalinger i forkant av den varslede utbytteskatten.

**Figur 2 «Selskaper med foreslått utbytte som andel av årlig overskudd»**

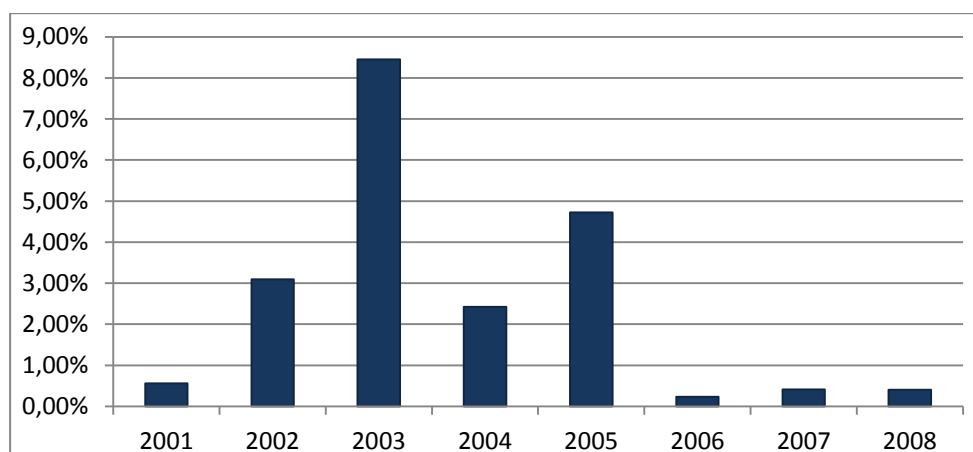


I tidsperioden før skattereformen utbetaler selskapene mer av sitt overskudd som utbytte, i henhold til hypotesen om at det foreligger timing effekter. Fra den midlertidige utbytteskatten blir opphevet til ny permanent utbytteskatt er det en vekst i andel overskudd utbetalt som utbytte, særlig ser vi dette for 2002. Mellom 2005-2010 varierer andelen utbytte av overskudd fra år til år og det er vanskelig å påvise en særlig trend fra dette.

### 4.2.2 Innskudd av aksjekapital

Eksisterende litteratur for den norske skattereformen har i liten grad påvist skattemotiverte tilpasninger i forkant av reformen som kunne gi en mer langsiktig lavere marginal skattesats. I kapittel 3 ble det lagt frem en potensiell fordel av å flytte tilgjengelig kapital ut av selskapet som en utbytteutdeling og tilbakeføre deler av dette som innskutt aksjekapital. For tilgjengelig datagrunnlag kan dette testes mot denne hypotesen ved å gjøre noen strenge betingelser. Figur 3 skisserer andelen selskaper som årlig innbetaler aksjekapital i sitt eget selskap, forutsatt at de også utbetalte et utbytte forrige regnskapsår. Foreslåtte utbytter utbetales ikke før påfølgende regnskapsår og først da vil denne kapitalen være mulig å tilbakeføre i selskapet.

**Figur 3 «Andel selskaper som tilbakeførte deler av sine utbytter»**



De strenge betingelsene resultatene i figuren er basert på, gjør at mange selskaper utelates og en andel mellom 1-9 prosent kan i så måte virke realistisk. Mellom 2002 og 2005 er det klare tegn på at det fantes selskaper som benyttet seg av muligheten for langsiktig skattefordel. Særlig er dette tydelig i 2003 der over 8 prosent av alle aktive selskaper i dette datasettet utbetalte utbytte foregående regnskapsår og gjennomførte innskudd for det gjeldende regnskapsåret. Den midlertidige utbytteskatten ble fjernet i 2002 og kan har vært med på å påvirke den økte andelen selskaper med økte innskudd i 2003.

Etter at utbytteskatten ble innført har denne utviklingen stagnert og stabilisert seg på mellom 0-1 prosent av den totale andelen selskaper. Det styrker resultatene at utviklingen mellom 2002-2005 kun ser ut til å være midlertidig. Skattefrie utbetalinger kunne senest utbetales i 2005 og vi har tidligere sett hvordan utbetalingene i etterkant ble kraftig redusert. For

innskudd av aksjekapital ser vi at utviklingen henger tett sammen med reduksjonen i utbetalingene av utbytte.

Resultatene er her basert på en antakelse om at deler av selskapets innskudd stammer fra en tidligere utbetaling er en forenklet sannhet. Det foreligger ingen mulighet til å spore hva selskapet faktisk benyttet sine utbetalinger på. For resultatene i figur 3 kan det bety at disse både kan underdrive og overdrive de reelle tilpasningene som ble gjennomført. Selv om det ikke kan legges for stor vekt på de reelle andelsstørrelsene i analysen, skisserer likevel resultatene en utvikling som samsvarer godt med fremlagt hypotese.

#### **4.2.3 Nedskrivning av aksjekapital og overkurs**

Innbetalt kapital og overkurs før skattereformen 2006 iht. forrige delkapittel kunne (og kan fremdeles) overføres skattefritt fra selskapet til aksjonærene. Etter asl. § 10-11 (2) regnes ikke utdeling som innebærer tilbakebetaling av innbetalt aksjekapital, herunder overkurs, som utbytte og påløper derfor heller ikke utbytteskatt. Fra aksjeloven kommer reglene for skattefrie utbetaling klart frem, likevel kan dette kompliseres regnskapsteknisk. Hvorvidt en nedskrivning kan anses som skattefrie har forgreininger i både skatterett, selskapsrett og i enkelte tilfeller regnskapsrett. Dette skaper i første omgang utfordringer for selskapene, men også i arbeidet for å påvise skattefrie overføringer fra datagrunnlaget.

Enkelte transaksjoner, ved for eksempel fusjon/fisjon av selskap, kan tilsynelatende se ut som en økning av innskutt aksjekapital. Disse vil likevel innebære skatteplikt ved utbetaling som vanlig utbytte. Aksjekapitalen til et selskap kan foruten om innbetalt aksjekapital, bestå av fondsemittert kapital. Den fondsemitterte kapitalen kan skrive seg fra selskapets frie egenkapital, fra overkursfondet eller reservefondet. Det kan altså både bestå av innbetalt kapital og til dels opptjent kapital. Utbetaling av opptjent kapital i selskapet vil innebære beskatning etter aksjonærmodellen.

Selskapene i dette datagrunnlaget benytter seg sjeldent av nedskrivninger direkte på regnskapsvariabelen for aksjekapital. Denne består av aksjekapital, aksjonærenes opprinnelig kapitalinnskudd og ikke minst senere emisjoner<sup>18</sup> til selskapet. Her er det vanskelig å fange

---

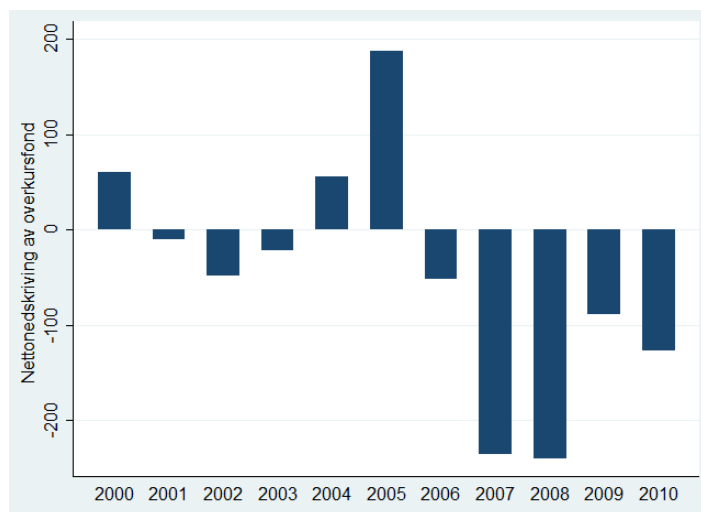
<sup>18</sup> En emisjon defineres som kapitalutvidelse, men kan også gjelde utvidelse av fond.

opp en trendutvikling for perioden før og etter skattereformen.

Innskudd av aksjekapital kan også tilføres selskapets overkursfond som består av beløp som er innbetalt utover pålydende kapital. Det gjelder også overkurs, der man utvider nominelt pålydende på aksjene, som aksjonærene har betalt ved emisjoner. Overkursfondet inngår i selskapets bundne egenkapital og kan ikke brukes for utdeling av utbytte, jf. asl. § 8-1 første ledd. Selskapet har kun anledning for å nedskrive tilgjengelig verdi og dette kan overføres fra selskapet og til aksjonærene skattefritt (Prop. 111 L (2012 – 2013)). Mens flere av de tilgjengelige regnskapsvariablene består av delvis innskutt aksjekapital, vil overkursfondet kun bestå av tilgjengelig kapital for skattefri utbetaling.

Det benyttes nettonedskrivning av overkursfond som sammenligningsgrunnlag mellom regnskapsårene, der dette vektet for andelen aktive selskaper hvert år. Nettonedskrivningen beskriver summen av de selskapene som årlig øker og reduserer sitt overkursfond. Det kan ikke tolkes noe spesifikt utav størrelsene på venstreaksen i figur 4 men den generelle trendutviklingen viser oss hvordan norske selskaper har benyttet seg av overkursfondet i perioden før og etter skattereformen. En positiv nettonedskrivning indikerer en større andel innskudd enn nedskrivning, mens en negativ nettonedskrivning forteller oss at det for denne perioden var et større antall selskaper som reduserte sine overkursfond enn de som gjorde nye innskudd.

Figur 4 «Nettonedskrivning av overkursfond»



I 2004 og 2005 er det en positiv nettonedskrivning der en større andel selskaper velger å øke sine overkursfond enn de som velger å nedskrive. Deler av innskuddene som blir gjort i forkant av reformen kan her overføres til overkursfondet som innbetalinger over pålydende aksjekapital. For perioden etter 2005 er det en vekst i andelen selskaper som velger å nedskrive overkursfondet og dette gir en negativ trendutvikling for nettonedskrivning. Utviklingen er i tråd med fremlagt hypotese om at enkelte norske selskaper har hatt muligheten til å nedskrive tidligere innskutt aksjekapital for skattefrie overføringer til sine aksjonærer. Hvor lenge selskapene kan benytte seg av denne skattemessige fordelingen avhenger primært av størrelsen på tidligere innskutt aksjekapital. Det vil derfor være rimelig å anta at trendutviklingen for negativ nettonedskrivning på sikt vil avta så lenge eksisterende skattesystem opprettholdes.

#### 4.2.4 Likvide selskaper uten tilpasning

De skattemotiverte tilpasningene var kjent blant de fleste norske selskaper i forkant av skattereformen. Fra tidsskriftet praktisk økonomi og finans beskriver for eksempel Petter Hartz-Hanssen denne metoden i korte trekk

(..) Innbetalt aksjekapital og overkurs alltid kan tas ut av selskapet uten utbyttebeskatning. Dersom man omgjør opptjent overskudd i selskapet til innbetalt aksjekapital i 2005 ved å ta ut maksimalt utbytte som deretter skytes inn som ny aksjekapital, vil man altså for fremtiden stå friere. (4. utgave 2004 side 84)



Selskaper med muligheten for tilpasning hadde altså her en åpenbar skattebesparende motivasjon av å gjennomføre tilpasninger før 2006. Med eksisterende datatilgang vil det derfor være ønskelig å se nærmere på om det fantes selskaper som ikke benyttet seg av tilpasningene selv om de hadde muligheten til dette.

Ikke alle norske selskaper hadde tilgang på nok intern kapital eller ekstern finansiering til å gjennomføre skattemotivert tilpasninger. En måte å skille ut selskapenes mulighet for skattemotiverte tilpasninger er gjennom likviditet. Hvor godt et selskap kan møte sine kortsiktige forpliktelser ved forfall knytter seg til selskapets likviditet. Det finnes flere måter å beregne denne på. Det benyttes to ulike mål for å skape en større bredde i beregningene, henholdsvis likviditetsgraden<sup>19</sup> og driftsmarginen til selskapet.

Likviditetsgraden gir oss en indikasjon på selskapets evne til å betjene sin kortsiktige gjeld ved forfall. Denne beregnes på følgende måte:

$$4) \quad \frac{(\text{Selskapets omløpsmidler} - \text{Varelager})}{\text{Kortsiktig gjeld}} > 1.$$

Her representerer omløpsmidlene selskapets omsettelige varer og tjenester. Selskapet defineres her som likvid om likviditetsgraden har vært større enn 1, inneværende og de siste to regnskapsårene.

Et selskaps driftsmargin er i praksis et nøkkeltall som benyttes for å beregne betjeningsevnen og kan derfor indikere om selskapet var økonomisk robust nok til å gjennomføre tilpasninger før skattereformen. Driftsmarginen viser hvor mye som blir igjen i selskapet per omsatt krone, etter at alle kostnadene tilknyttet vanlig drift er dekket. Her settes en betingelse om positiv driftsmargin de siste tre regnskapsårene.

I tabell 4 testes det for andelen selskaper i 2004 og 2005 som oppfyller kravene til et likvid selskap og som i perioden [n til n-2] unnlater å utbetale et årlig utbytte. Testen er gjennomført både for likviditetsmålene separat og for andelen selskaper som oppfyller begge kravene.

---

<sup>19</sup> Det finnes to mål for likviditetsgrad, dette målet defineres som likviditetsgrad II

Tabell 4 «Likvide selskaper med og uten tilpasning»

År	Likviditetsgrad		Driftsmargin		Begge	
2004	Uten utbytte	10,87 %	Uten utbytte	11,39 %	Uten utbytte	3,80 %
	Med utbytte	12,87 %	Med utbytte	21,85 %	Med utbytte	7,34 %
2005	Uten utbytte	10,69 %	Uten utbytte	10,61 %	Uten utbytte	4,21 %
	Med utbytte	13,21 %	Med utbytte	24,45 %	Med utbytte	10,91 %

Resultatene fra tabellen ovenfor viser at en andel på rundt 10 % av de aktive selskapene i henholdsvis 2004 og 2005 tilfredsstilte kravet om å være likvid, men utelot likevel alle utbetalinger for samme regnskapsår og de to forhenværende årene. Rundt 4 % av de aktive selskapene for samme regnskapsår oppfylte begge målene for et likvid selskap, men unnlot likevel å gjennomføre utbetalinger i forkant av skattereformen. Andelen likvide selskaper som foretok utbetalinger i 2004 og 2005 er jevnt over høyere, særlig for selskaper med positiv driftsmargin.

Hovedvekten av selskapene som ønsket å gjennomføre skattemotiverte tilpasninger før skattereformen, både direkte og mer langsiktige, måtte gjennomføre en skattefri utbytteutdeling. Basert på resultatene fra tabell 4 påvises en vesentlig andel selskaper som per definisjon hadde mulighet for tilpasning, men som ikke benyttet seg av denne. Et viktig poeng er likevel at målene for likviditet ikke gir noen fasitsvar på hvorvidt selskapet faktisk hadde muligheten til å gjennomføre utbytteutdelinger i forkant av skattereformen.

Årsaken til at mange unnlot å tilpasse seg kan være flere. Å tømme interne midler fra tilgjengelig kapitalaggre øker gjeldsgraden i selskapet betraktelig. Altsadsæter og Fjærli (2009) påviser en sterk vekst i norske selskapers gjeldsgrad før skattereformen tredde i kraft. Om selskapseierne ønsker å øke gjeldsgraden vil igjen kunne avhenge av eiernes egne preferanser, men også for hvilket marked selskapet drives i. Med lite tilgjengelig kapital og dårlige forutsetninger for ekstern finansiering øker den konkursfaren betraktelig. Faren for at selskapet går konkurs kan i mange tilfeller oppveie den potensielle skattebesparelsen ved å gjennomføre en tilpasning. En enkel nytte-kostnads analyse kan i slike tilfeller være med på å påvirke selskapets beslutning om utbetaling av utbytte i forkant av skattereformen.

Mot dette kan det hevdes at dersom selskapet tilbakefører store deler av utbyttet neste regnskapsår som innskutt kapital vil tidsperioden med høy gjeldsgrad være relativt kort. Da er det kun selskaper som driver i bransjer med svært uforutsigbare eksterne innsatsfaktorer som vil kunne være skadelidende. Likevel vil forskjellige typer aktører ha ulike tilpasninger til risiko. Enkelte aktører foretrekker heller en trade-off mellom høy profitt og lav risiko.

Selv om mesteparten av de inkluderte selskapene i analysen består av relativt få eiere, vil det også være enkelte selskaper som består av et mer spredt eierskap. Dersom et selskap består av mange eiere kan det oppstå utfordringer i fastsettelsen av en endret utbyttepolitikk på kort sikt. Effekten kan derfor være at et antatt likvid selskap ikke benyttet seg av muligheten til å gjennomføre utbytteutdelinger i forkant av skattereformen. Det vil ikke være mulig å identifisere unoterte selskaper med et spredt eierskap i dette datasettet. Uten mulighet for å skille ut disse selskapene vil det heller ikke være mulig å ta hensyn til denne effekten.

#### **4.2.5 Oppblomstring av holdingselskaper**

I forkant av den forestående fritaksmetoden vedtok stortinget i 2005 en overgangsregel E til skatteloven § 2-38. Denne innebar at det ikke ble foretatt noen beskatning hvis en personlig skatteyder overførte samtlige av sine aksjer eller andeler i et deltakerlignet selskap mot vederlag i aksjer i et mottakende selskap. Det mottakende selskapet kjennetegnes her som et holdingselskap. Overføringer mellom selskapene vil i ettertid være skattefrie gjennom fritaksmetoden. Datagrunnlaget for denne oppgaven har delvis tilgang på opprettelsen av holdingselskaper, men med store feilmarginer og inkluderes ikke i denne oppgaven.

Tall fra Alstadsæter et.al (2013) viser at det i løpet av 2005 var en kraftig oppblomstring av selskaper som valgte å benytte seg av overgangsregel E. De påviser at totalt 8.2 % av alle selskapene som var aktive i 2004 etablerte et holdingselskap etter overgangsregel E i løpet av det påfølgende året. Det har allerede vært påpekt at for holdingselskap vil dette først medføre beskatning ved utdeling. Med andre ord foreligger det heller ingen skattebesparende effekt av å utsette utbytteutbetalinger gjennom et holdingselskap. Dette påpekes også i finansdepartementet sin evaluering av skattereformen. Dette fordi skjermingsfradraget skal sikre at det ikke foreligger noen skattemessig gevinst i å eie aksjer gjennom et investeringsselskap for og på denne måten utsette utbytteskatten. Ved utdeling vil utbetalinger

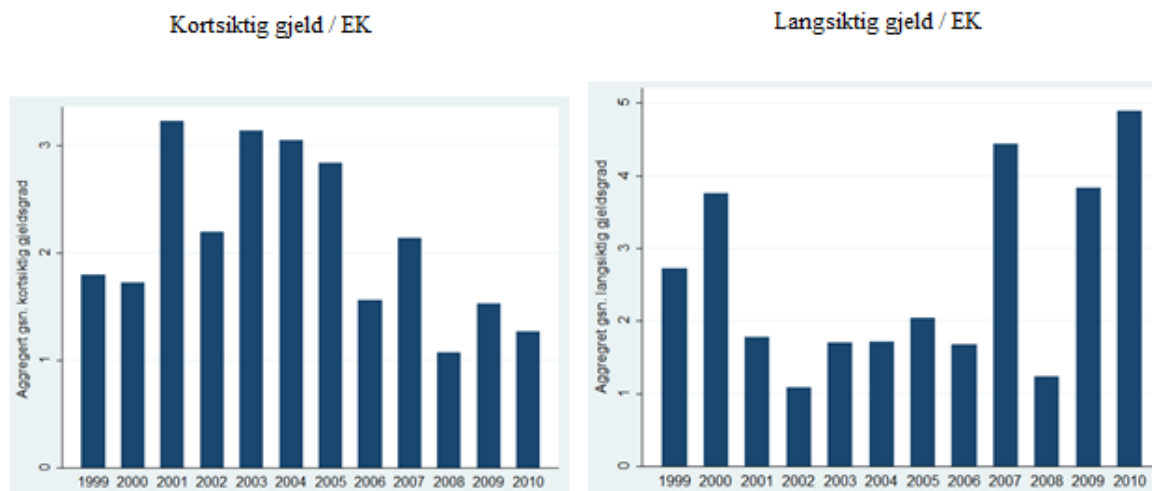
uansett innebære skatteplikt.

Det kan være flere forklaringer på hvorfor det likevel oppstod en sterk vekst i antall holdingselskaper. Utsettelse av utbetalinger gir selskapet en mulighet for å skape skattefri vekst av eiendeler. Så lenge det ikke foreligger et umiddelbart behov for realisasjon vil selskapsoverskuddene kunne vokse i selskapet uten at det vil være behov for beskatning. På lengre sikt kan holdingselskapet være med på å jevne ut den langsiktige veksten i selskapet, hvor år med underskudd kan dekkes inn av andre år med overskudd. Altså der holdingselskapet fungerer som et slags bufferselskap for å flate ut eventuelle opp og nedturer. Et mulig argument med hensyn til utbytteskatten er også at selskapseierne forventer at det vil komme en ny skattereform hvor utbytteskatten reduseres eller fjernes. I mellomtiden avventer de dermed alle utbetalinger.

#### **4.2.6 Påvirkning fra gjeldsfinansierte utbetalinger**

Ekstern finansiering kunne bidra til at en større andel kapital ble tilgjengelig for skattearbitrasje. Dette ville i tilfellet føre til en kortsiktig vekst av selskapenes gjeldsgrad, der gjeldsbeholdningen øker relativt sett mot tilgjengelig egenkapital før skattereformen. For å påvise eventuelle tilpasninger har selskapenes gjeldsgrad blitt skilt mellom kortsiktig og langsiktig gjeld. Langsiktig gjeld er en samlepost som inneholder alle forpliktelser på balansetidspunktet og potensielle forpliktelser som kan komme til å legge restriksjoner på bedriftens fremtidige bruk av ressurser. Den kortsiktige gjelden består derimot kun av forpliktelser med forfall påfølgende regnskapsår. Det sammenlignes mellom de aggregerte størrelsene for gjennomsnittlig kortsiktig og langsiktig gjeldsgrad i figur 5. Utviklingen for langsiktig gjeldsgrad ser i mindre grad ut til å være påvirket av skattereformen. For den kortsiktige gjeldsgraden påvises det en utvikling i henhold til gjeldende forventinger. Mellom 2003-2005 er det en sterk vekst i kortsiktig gjeldsfinansiering relativt til selskapenes egenkapital. Deretter reduseres gjeldsgraden fra og med 2006 og utover.

Figur 5 «Effekten av gjeldsfinansierte utbetalinger på kortsiktig og langsiktig gjeld»



Ved å tilbakeføre de gjeldsfinansierte utbetalingene kunne den kortsiktige gjelden dekkes innen forfall og det kan være rimelig å anta at deler av utviklingen i kortsiktig gjeldsgrad kan tilskrives skattereformen. Den langsiktige gjeldsgraden preges i større grad av enkelt år med store ekstremverdier og det er vanskelig å lese noen konkret utvikling fra denne.

Resultatene fra figur 5 gir altså et inntrykk om at det i forkant av skattereformen oppstod en vekt i ekstern finansiering av kortsiktig gjeld. Det kan være rimelig å anta at deler av denne veksten kan tilskrives gjeldsfinansierte utbetalinger som senere kunne tilbakeføres og øke størrelsen på innskutt aksjekapital i henhold til diskusjonen i avsnitt 3.3.3.

## 5. Empirisk modellering

I det følgende gjennomgås empirisk metode for bruk av henholdsvis ordinær minste-kvadraters metode og en fast-effekt modell. Videre gjennomgås en fremgangsmåte for lineær og ikke-lineær sannsynlighetsmodeller. Det vil også bli konstruert en difference-in-difference estimator.

Deretter følger en regresjon for selskapenes valg mellom å utstede et årlig utbytte eller å holde tilbake overskuddet for senere utbetaling. Dette testet mot en prediksjon om at selskapet befinner seg i en introduksjons/vekstfase eller i en etablerings/modningsfase. Det blir også testet for skattereformen sin påvirkning på selskapers utbytterate. Her vil utbytteraten bli etablert som selskapers initierte utbytte med hensyn på tilgjengelig eiendeler i selskapet.

### 5.1 Empirisk metode

Opgaven tar i bruk både en minste-kvadraters-metode (MKM) og en fast-effekt modell for de påfølgende regresjoner. Med minste-kvadraters metode gjennomføres det en standard OLS-regresjon. Her må noen forutsetninger være oppfylt for å kunne gi effisiente estimat. Restleddet må ha en konstant varians og forventning lik null. Alle forklaringsvariablene må være ukorrelerte med restleddet. Regresjonsmodellen må videre være lineær i koeffisientene og korrekt spesifisert.

OLS-regresjonen kan likevel inneholde individuell heterogenitet (ulikhet), der de økonomiske agentene har personlige egenskaper som ikke lar seg observere eller tallfeste. Dette er individspesifikke variabler som vil være konstante over hele observasjonsperioden. Et paneldatasett gir imidlertid anledning til å håndtere problemet med individuell heterogenitet med mindre restriktive antakelser. Ved bruk av en fast-effekt kan den individspesifikke faktoren bli fanget opp og dermed unngås problemet med individuell heterogenitet. For å ta hensyn til dette benyttes også en fast-effekt modell for videre spesifikasjoner. I A.4 er det skissert for et generelt eksempel hvordan fast-effekt modellen fungerer.

### 5.2.1 Regresjon med en binær avhengig variabel

Utgangspunktet for den empiriske analysen vil være den samme som ble brukt i MacKie-Mason (1989) der eventuell økning av selskapsverdi ( $V$ ) påvirkes av enten tilbakeholdelse av overskudd eller utbetaling.

Der valget  $i$  står mellom tilbakeholdelse av overskudd eller utbetaling. Dette kan skrives på følgende måte

$$5) \Delta V_i = V_{tilbakehold} - V_{utbytte} = x'_t \beta_t + \epsilon_t - x'_u \beta_u + \epsilon_u \text{ der } \epsilon \sim N(0, \sigma^2)$$

Selskapets verdiendring kan ikke observeres direkte i en regresjonsanalyse og dermed må det konstrueres en alternativ måte for å kunne beregne  $\Delta V_i$ . En mulighet er å bruke selskapets valg om å holde tilbake hele overskuddet eller gjøre en form for utbetaling. Dette er en observert handling som kan ta to ulike verdier for hvert selskap, per år.

$$6) Y_{it} = \begin{cases} 1 - \text{dersom selskapet holder tilbake alt overskudd} \\ 0 - \text{dersom selskapet utbetaler andel av overskudd} \end{cases}$$

Den avhengige variabelen  $Y_{it}$  kan altså kun ta to ulike verdier og representerer dermed en binær avhengig variabel. Denne kan estimeres ved bruk av både en lineær og ikke-lineær sannsynlighetsmodell.

### 5.2.2 Lineær sannsynlighetsmodell

Fra likning 6) går det frem at  $Y_{it}$  er en binær avhengig variabel som innebærer at den kun kan ta to ulike verdier. En lineær regresjon med en binær avhengig variabel kan betraktes som en sannsynlighetsregresjon der det fokuseres på sannsynligheten for at den avhengige variabelen tar verdien 1.

$$7) Y_{it} = x'_i \beta + \epsilon_{it}$$

Der  $x'_i$  representerer en vektor som samler alle forklaringsvariabler med et konstantledd gitt  $x_{it}=1$  og  $\epsilon_{it}$  er det stokastiske feilleddet. Etter vanlig økonometrisk metode antas det i henhold til MKM at feilleddet ikke er korrelert med forklaringsvariablene slik at

$\Pr(\varepsilon_{it}|x_i) = 0$  og feilleddet vil dermed falle bort fra likning 4.1 og får videre:

$$\Pr(Y_i|x_1, x_2, \dots, x_i) = 1(\Pr(Y_i = 1|x_i)) + 0(\Pr(Y_i = 0|x_i))$$

8)  $\Pr(Y_i|x_1, x_2, \dots, x_i) = \Pr(Y_i = 1|x_i) = x_i'\beta$

Den lineære sannsynlighetsmodellen ønsker å estimere sannsynligheten for at  $Y_{it} = 1$ . Utfordringen med en lineær sannsynlighetsregresjon er at denne innebærer en del svakheter i form av brudd på forutsetningene for ordinær regresjon. Feilleddene vil ikke være normalfordelte, men ha en heteroskedastisk fordeling. En heteroskedastisk fordeling betyr at variasjonen rundt regresjonslinjen ikke er konstant. Modellen vil også gi estimater som kan virke meningsløse.

At feilleddene ikke er normalfordelte trenger nødvendigvis ikke å være et særlig stort problem, da estimatene for koeffisientene uansett vil være forventningsrette. Skulle derimot avstanden mellom de predikerte og observerte verdiene for feilleddet ikke ha en konstant variasjon vil dette bryte med forutsetningene bak en lineær regresjon.

Regresjonskoeffisientene vil ikke påvirkes av dette, men standardfeilene i regresjonen vil ikke lenger være korrekte.

Ettersom regresjonskoeffisientene i en lineær sannsynlighetsregresjon blir tolket som sannsynlighetsverdier skulle det også forventes at disse vil ha en verdi mellom 0 og 1. Likevel vil mange regresjoner gi negative koeffisienter. Dette betyr ikke at det er en negativ sannsynlighet for at  $Y_{it} = 1$ , men at det er en redusert sannsynlighet for at den avhengige variabelen skal ta verdien 1 for den negative regresjonskoeffisienten.

### 5.2.3 Ikke-lineær sannsynlighetsmodell

En alternativ måte å foreta analyse av binære avhengige variabler er å ta i bruk en probitmodell. Denne metoden har ikke de samme svakhetene som er innebygd i en lineær sannsynlighetsregresjon og tilbyr i så måte både en realistisk og teoretisk relevant fremgangsmåte. Beregningsmåten ved en probitmodell følger samme prinsipp som løsningen for lineær sannsynlighetsregresjon der regresjonskoeffisientene tolkes som sannsynligheter. Modellen som skal spesifiseres nedenfor beregner de estimatene som gjør det mest sannsynlig



at de observerte verdiene for  $Y_{it}$  oppnås.

Økonometrisk estimeres koeffisientene fra en test for hvordan årlige utbytteutbetalinger påvirker valget om å holde selskapsoverskudd tilbake i selskapet. MacKie-Mason (1989) tester dette gjennom å estimere en probitmodell fra følgende

$$\Pr(Y_{it} = 1 | x_{it}) = \Pr(\Delta V_t \leq \Delta V_u) = \Pr(\epsilon_{it} \leq x' \beta) = F(x' \beta)$$

$$9) \Pr(Y_{it} = 0 | x_{it}) = \Pr(\Delta V_t > \Delta V_u) = \Pr(\epsilon_{it} > x' \beta) = 1 - F(x' \beta)$$

Her representerer funksjonen  $F(\cdot)$  fordelingen av feilledet. Her beregnes disse ved å ta i bruk en maximum likelihood estimation (MLE).

$$10) \Pr(Y_{it} = 1) = F(x' \beta) = \frac{\exp(x' \beta)}{1 + \exp(x' \beta)}$$

Fordelen ved å benytte en probitmodell er at denne følger en standard normalfordeling som gir en forventet fordeling lik null. Dermed vil også sannsynlighetene være mellom 0 og 1.

Det inkluderes to avhengige variabler i regresjonsanalysen. I tillegg til den nevnte variabelen for enten utbetaling eller tilbakehold av overskudd kjøres det også en test for utbetaling av utbytte som overstiger selskapets årlige overskudd. Her benyttes selskapets ordinære resultat før skatt til grunn for beregning av det årlige overskuddet.

$$11) Y_{it} = \begin{cases} 1 - \text{Foreslått utbetaling} \leq \text{Årlig overskudd} \\ 0 - \text{Foreslått utbetaling} > \text{Årlig overskudd} \end{cases}$$

Hensikten bak å inkludere en avhengig variabel i henhold til 11) er å se om resultatene for de to ulike variablene kan variere for selskaper som ikke utbetaler noe av selskapets overskudd eller for de selskapene med utbetalinger større enn årets overskudd.

I tabellen nedenfor listes den forventede verdien for de ulike forklaringsvariablene i påfølgende regresjon. Det innebærer altså den forventede påvirkningen disse vil ha på valget

om å holde tilbake selskapets overskudd.

**Tabell 5 «Forventede verdier fra regresjon»**

Variabel	Forventning	Forklaring
Vekst	Positiv	Et selskap i vekstfasen - Vekst=1 hvis etablert etter 2002
Modent	Negativ	Et selskap i modningsfasen - Modent=1 hvis etablert før 1999
2001.aar	Negativ	Årsdummy - Utbytte skattefritt ved mottagelse neste regnskapsår
2002.aar	Negativ	Årsdummy - Utbytte skattefritt ved mottagelse neste regnskapsår
2003.aar	Negativ	Årsdummy - Utbytte skattefritt ved mottagelse neste regnskapsår
2004.aar	Negativ	Årsdummy - Utbytte skattefritt ved mottagelse neste regnskapsår
2005.aar	<b>Positiv</b>	<b>Årsdummy - utbytte må beskattes ved mottagelse neste regnskapsår</b>
2006.aar	Usikkert	Årsdummy - utbytte må beskattes ved mottagelse neste regnskapsår
2007.aar	Usikkert	Årsdummy - utbytte må beskattes ved mottagelse neste regnskapsår
2008.aar	Usikkert	Årsdummy - utbytte må beskattes ved mottagelse neste regnskapsår
2009.aar	Usikkert	Årsdummy - utbytte må beskattes ved mottagelse neste regnskapsår
2010.aar	Usikkert	Årsdummy - utbytte må beskattes ved mottagelse neste regnskapsår

Fra livssyklus-teorien om at modne og mer etablerte selskaper har større mulighet for å gjennomføre utbetalinger, forventes en negativ sannsynlighet for at disse selskapene ønsker å holde tilbake. For yngre selskaper uten etablert drift eller i sterk vekst forventes en positiv sannsynlighet for tilbakehold av overskudd. Variablene er konstruert etter hvor lenge selskapet har hatt en aktiv drift. De inkluderte årsummyene skal fange opp tidstrender i den relevante observasjonsperioden for skattereformen.

### 5.3 Difference-in-Difference estimator

Metoden kan være hensiktsmessig å benytte ved økonometriske analyser der det har inntruffet en eksogen hendelse hvor det økonomiske miljøet agentene operer i endres. Hendelsen kan kalles en behandling og medfører at agentene deles inn i to grupper, behandlings- og kontroll gruppe. Det er kun behandlingsgruppen som direkte vil være påvirket av hendelsen. Deretter observeres begge gruppene i perioden både før og etter hendelsen for å påvise systematiske forskjeller mellom kontroll- og behandlingsgruppen. Her må det også tas hensyn til underliggende trend, som må være lik for begge gruppene. Intuisjonen bak difference-in-difference (DiD) estimatoren kan kort presenteres på følgende måte.

Utfallet av en variabel,  $y_{it}$ , blir observert for hele utvalget og behandlingen påvirker denne variabelen. For et paneldatasett observeres  $i = 1, 2, 3, \dots, N$  selskaper over en periode gitt som  $t = 1, 2, 3, \dots, T$ . Enkel DiD rammeverk for minste-kvadraters metode kan estimeres fra:

$$12) y_{it} = \alpha_i + \gamma T_{it} + \rho D_{it} + \delta(T_{it} * D_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Der  $\alpha_i$  representerer konstantleddet,  $\gamma$  fanger opp tidstrenden,  $\rho$  er gruppespesifikk,  $\varepsilon_{it}$  et feilledd og  $\delta$  viser den sanne effekten av hendelsen og kalles DiD-estimatoren.

Tidskomponenten  $T_{it}$  er binær og vil ta verdien 1 for selskaper påvirket av den eksogene hendelsen, mens den vil ta verdien 0 dersom selskapet er upåvirket. Den gruppespesifikke variabelen  $D_{it}$  er også binær og fanger opp selskapet er i behandlingsgruppen (verdien 1) eller ikke (verdien 0). Leddet for interaksjonen mellom tidskomponenten og den gruppespesifikke variabelen,  $T_{it} * D_{it}$ , ser altså på hvordan selskapene påvirkes både før og etter handlingen er gjennomført.

Under forutsetning om en korrekt spesifisert modell, feilledd med forventningsverdi lik null og en underliggende trendfaktor som gjelder for både behandlings- og kontroll gruppen er det mulig å påvise forventningsverdiene til utfallsvariabelen  $y_{it}$  og liste disse opp i likningene nedenfor.

13)

a)  $E[Y_{0T}] = \alpha + \rho$

b)  $E[Y_{1T}] = \alpha + \gamma + \delta + \rho$

c)  $E[Y_{0S}] = \alpha$

d)  $E[Y_{1S}] = \alpha + \gamma$

Deretter settes disse mot hverandre for å finne difference-in-difference estimatoren som:

$$14) \hat{\delta}_{DiD} = [(E[Y_{1T}] - E[Y_{0T}]) - (E[Y_{1S}] - E[Y_{0S}])]$$

Nå kan likningene fra 13) inkluderes i 14) som gir oss:

$$15) \hat{\delta}_{DiD} = [(\alpha + \gamma + \delta + \rho) - (\alpha + \gamma)] - [(\alpha + \rho) - \alpha] = \delta$$

Likning nr. 15) gir oss den forventningsrette DiD estimatoren viser hvilken effekt handlingen har hatt på behandlings- og kontroll gruppen. For dette datagrunnlaget vil skattereformen representere en slik hendelse. Utfordringen er at denne ikke gir noen eksogen variasjon i utvalget og behandler alle selskaper likt. Den permanente utbytteskatten ble gjeldende for alle personlige aksjonærer fra og med 2006 og skiller dermed ikke mellom direkte og indirekte påvirkning.

Tidligere i oppgaven har det blitt diskutert hvordan særlig likvide selskaper hadde muligheten til å unngå påvirkning fra utbytteskatten over en viss periode gjennom tilpasninger i forkant av reformen. Dette kunne skapt et godt utgangspunkt for en etablering av behandlings- og kontroll grupper. Utfordringen ligger her i å skille ut de likvide selskapene som faktisk benyttet seg av muligheten til å tilpasse seg. Fra delkapittel 4.2.4 ble det påvist at 4 % av selskapene som tilfredsstilte begge likviditetsmål, unnlot å gjennomføre enhver tilpasning. Basert på en slik utvikling er det vanskelig å sette selskaper i konkrete grupper for behandling og kontroll.

## 5.4 Resultater

Regresjonen bruker regnskapsåret 2000 som referanseår og inkluderer begge de avhengige variablene fra forrige delkapittel. Begge spesifikasjonene i regresjonen nedenfor er basert på en probit-sannsynlighetsmodell. I A.3 gjennomføres en lignende analyse for den lineære sannsynlighetsmodellen.

Tabell 6 «Regresjonsresultater»

	(1) Tilbakehold av overskudd		(2) Utbetaling < Årlig profitt	
	Forklaringsvariabel	Standardfeil	Forklaringsvariabel	Standardfeil
vekst	-0.0104	(-0.99)	-0.150***	(-18.25)
modent	-0.285***	(-33.28)	0.162***	(22.78)
2000.aar	-	-	-	-
2001.aar	-0.126***	(-8.45)	-0.133***	(-9.87)
2002.aar	-0.284***	(-19.04)	-0.209***	(-15.28)
2003.aar	-0.258***	(-17.52)	-0.0821***	(-6.10)
2004.aar	-0.467***	(-32.33)	-0.0318*	(-2.37)
2005.aar	0.645***	(37.00)	0.233***	(17.45)
2006.aar	0.225***	(14.87)	0.271***	(20.80)
2007.aar	0.120***	(8.14)	0.252***	(19.64)
2008.aar	0.237***	(15.86)	0.0658***	(5.18)
2009.aar	0.225***	(15.10)	0.146***	(11.50)
2010.aar	0.218***	(14.75)	0.133***	(10.50)
konstant	1.041***	(78.44)	0.0753***	(6.55)
N	247602		247602	
t statistics in parentheses				
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001				

Regresjon (1) gir signifikante resultater for at selskaper etablert før 1999 har en negativ sannsynlighet for å holde tilbake alle overskudd i selskapet. Noe som også vil være i henhold til eksisterende teori om at modne selskaper med etablert drift i større grad har muligheten til å gjennomføre årlige utbetalinger. Mer interessant er det at fra regresjon (2) kan det virke som om modne selskaper kun utbetaler et utbytte som tilsvarer deler av hva selskapet hadde i årlig profitt. Derimot gir denne signifikante resultater på at yngre selskaper som først utbetaler utbytte, gjør dette for et større beløp enn den årlige profitten. Noe av forklaringen på dette kan ligge i at vekstselskaper har lavere marginer og når de først velger initiere en utbetaling, kan denne fort overstige den årlige profitten.

For de inkluderte årsummyene i både regresjon (1) og (2) er det signifikante estimat på at det i perioden mellom 2001-2004 er det en negativ sannsynlighet for både tilbakehold av overskudd og utbetalinger større enn årlig profitt. Selskapene hadde altså lavere sannsynlighet for å holde selskapsoverskudd tilbake enn å utføre utbytteutdelinger. Dette samsvarer godt

med den dokumenterte veksten i andelen selskaper som benyttet seg av økte utbetalinger for denne perioden.

Fra 2005-2010 får er det en positiv sannsynlighet og derfor større mulighet for at selskapene beholder sine overskudd i selskapet og unngår store utbytteutdelinger. Spesielt i de første årene etter at utbytte ble skattepliktig er også dette i henhold til hva tidligere forvente. Med økte utbetalinger før 2005 ville det kortsiktige behovet for nye utbetalinger være relativt lav for mange selskaper. De signifikante estimatene for perioden mellom 2005 til 2010 kan være med på å påvise en langsiktig trend for utbetaling av utbytter. Selskapene foretrekker i denne perioden en lavere utbetaling av utbytte fra resultatene i regresjonen, men vi kan ikke trekke sterke konklusjoner fra dette.

De umiddelbare tilpasningseffektene fra skattereformen tester vi i tabell 7 gjennom en enkel difference-in-difference metode. Her konstruerer vi en avhengig variabel for utbytterate som foreslått utbytte med relativt til selskapets eiendeler. Utbytteraten forteller oss altså hvor mye selskapet utbetaler i utbytte med hensyn til beholdningen av anleggs- og omløpsmidler. Det kan argumenteres for at selskapets eiendeler gir et mer langsiktig bilde av daglig drift enn andre regnskapsmessige nøkkeltall. Regresjonen spesifiseres for både ordinær lineær-metode (1) og ved bruk av en fast-effekt modell (2). Forutsetningene for effisiente resultater tilsvarer hverandre i disse spesifikasjonene. På denne måten kan vi se styrker og svakheter ved begge metodene. Etter minste-kvadraters metode (OLS) blir hver observasjon behandlet separat og bedriftene blir behandlet uavhengig over hele observasjonsperioden. I en fast-effekt modell fanger vi opp bedriftsspesifikke karakteristikk som er konstante gjennom hele observasjonsperioden og derfor kan gi ulike resultater fra den ordinære minste-kvadraters metode.

For å fange opp effekten av skattereformen på selskapenes utbytterate etableres to ulike forklaringsvariabler som representerer periode før og etter utbytter ble skattepliktige. Fra den enkle diff-i-diff modellen kan regresjonen som blir gjennomført estimere hvordan utbytteraten påvirkes. Det har tidligere i oppgaven blitt lagt frem hvordan en slik estimering i utgangspunktet bør gjennomføres for både en behandlings- og tiltaksgruppe. Dette vil ikke være mulig å gjennomføre for tilgjengelig data, ettersom skattereformen ikke ga noen eksogen variasjon ved innføringen. Resultatene fra estimeringen kan likevel indikere hvilken

påvirkning utbytteskatten hadde på norske selskapers utbytterate i perioden før og etter denne ble innført.

Både for spesifikasjon 1) og 2) gir regresjonene signifikante estimat for påvirkningen skattereformen hadde på selskapers utbytterate. I forkant av skattereformen skisseres en signifikant positiv påvirkning på selskapers utbytterate i begge spesifikasjonene på 0,1 % signifikansnivå. Utvikling av utbytteraten i etterkant av reformen fanger vi opp i *post2004*. Her ser vi en negativ påvirkning i begge spesifikasjoner på utbytteraten, signifikante på 0,1 % nivå. Som i sannsynlighets-regresjonen ovenfor inkluderes variabelen *modent* for å fange opp effekten av at selskapet har en etablert drift. For OLS-estimeringen er det en positiv påvirkning fra modne selskaper på utbytterate, signifikant på 1 % nivå. Hvor mye selskapet har bestående av kontantandel fanges opp fra variabelen *kontantandel* som reflekterer tilgjengelig kapital relativt på totale eiendeler i selskapet. Her skisseres det at en høyere andel tilgjengelig kapital gir positive effekter på utbytteraten.

**Tabell 7 «Tilpasninger til skattereformen på utbytterate»**

	(1) Utbytterate		(2) Utbytterate, Fast-effekt	
	Forklaringsvariabel	Standardfeil	Forklaringsvariabel	Standardfeil
d2004	0.0280***	(4.34)	0.0247***	(3.95)
post04	-0.0195***	(-5.54)	-0.0189***	(-4.84)
modent	0.0121***	(3.56)	-0.00976	(-0.15)
kontantandel	0.0238***	(7.12)	0.0238***	(7.12)
konstant	0.0283***	(7.49)	0.0156***	(3.63)
N	260149		260149	
t statistics in parentheses				
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001				

Resultatene fra regresjonen gjennomført i tabell 7 viser at utbytteskatten gjorde det attraktivt å gjennomføre utbytteutdelinger i forkant av skattereformen, for deretter å redusere utbetalingene i etterkant. For å kunne gjennomføre disse skattemotiverte tilpasningene måtte selskapene i utgangspunktet sitte på tilgjengelig kapital, så lenge det ikke var tilgang på ekstern finansiering. Resultatene på at *kontantandel* hadde en signifikant positiv påvirkning på utbytteraten samsvarer godt med dette. Det har tidligere blitt argumentert for at modne

selskaper skal ha en positiv påvirkning på utbetalinger, mens selskaper i vekstfasen i utgangspunktet gir motsatt tankegang. Resultatene fra OLS-estimeringen på modne selskaper tilsvarer dette. Noe av forklaringen bak de usikre resultatene fra modne kan komme fra hvordan denne variabelen er konstruert.



## 6. Oppsummering og konklusjon

Oppgaven tar utgangspunkt i en tidlig annonsert skattereform, der norske aksjonærer i etterkant av 2006 ville måtte beskatte sin aksjeinntekt med en skattesats på 28 prosent i tillegg til den eksisterende selskapsskatten. Den marginale skattesatsen for aksjeinntekt ble i etterkant av reformen økt fra 28 prosent til 48,16<sup>20</sup> prosent. Årsaken til at reformen ble gjennomført var at det forelå skattemotiverte tilpasningsmuligheter for norske selskaper med gjeldende skattesystem. Hovedformålet med denne oppgaven var i så måte å analysere hvor godt en reforming av gjeldende system faktisk fungerer. Det var her et ønske om å undersøke for to ulike hypoteser. Var det i forkant av skattereformen muligheter for å redusere også fremtidige skattekostnader og benyttet norske selskaper seg eventuelt av dette? Har utbytteskatten påvirket selskapenes utbyttepolitikk?

Basert på tidligere studier for norske data og eksisterende teorier for utbytteskatt, forelå det en forventning om å finne en klar timing effekt for selskapenes valg om å utbetale deler av sitt disponible kapital i forkant av den forestående utbytteskatten. Denne effekten ble også påvist fra datagrunnlaget med en sterk vekst i andelen selskaper som utbetalte utbytte frem mot implementering av skattereformen. I 2005 initierte rundt 44 prosent av alle aktive selskaper en utbetaling av utbytte. Påfølgende regnskapsår innebar de initierte utbetalingene utbytteskatt og andelen selskaper som gjennomførte utbetalinger dette året sank til i underkant av 7 prosent. De selskapene som hadde planlagt utbetalinger i årene etter 2005 kunne her oppnå en direkte skattebesparende effekt ved å skyve disse frem i tid. Det var også klare tegn på dette i fra en regresjon med diff-i-diff estimering av skattereformens påvirkning på selskapers utbytterate, før og etter innføring av utbytteskatt.

Flere av de selskapene som utbetalte et utbytte i forkant av skattereformen valgte deretter å tilbakeføre noe av kapitalen til selskapet. I perioden mellom 2002-2005 var det en andel mellom 2-9 prosent som valgte å gjøre dette. Utdeling av tidligere innskutt aksjekapital er fritatt all beskatning og vil derfor kunne skape en langsiktig skattefordel. Det henvises her til en spesifikk artikkel skrevet i 2004 for å påpeke at denne muligheten burde være allment

---

<sup>20</sup> Inkluderes skjermingsfradraget vil den marginale skattesatsen reduseres noe. Dette fradraget vil kunne variere fra år til år.

kjent. Mens andre artikler skrevet om den norske skattereformen i 2006 har fokusert særlig på den direkte skattebesparende effekten, påvises her dokumenterte tall på at norske selskaper faktisk benyttet seg av denne muligheten.

For nedskrivning av tidligere innskutt aksjekapital ble det fokusert på nettonedskrivning av selskapenes overkursfond. Her kan deler av innskutt kapital overføres som innbetalt utover pålydende kapital. Det var en positiv nettonedskrivning i 2004 og 2005 som kan tyde på at det for denne perioden var flere selskaper som økte sine andeler her. I årene etter skattereformen ble det påpekt en motsatt utvikling, der den negative nettonedskrivningen skisserte en større andel selskaper som reduserte sine overkursfond. Dette samsvarte godt med en forventning om at enkelte norske selskaper har substituert bort utbytte mot nedskrivning av innskutt aksjekapital.

Ikke alle hadde muligheten til å gjennomføre slike tilpasninger, særlig gjaldt det for selskaper uten tilgjengelig kapital og mulighet for å gjeldsfinansiere utbetalinger. Resultatene fra denne oppgaven kunne tyde på at deler av selskaper med muligheten for tilpasning, unnlot å bruke den.

Skattereformen hadde som intensjon å redusere mulighetene for tilpasninger i den hensikt av å senke sin marginale skattesats. Resultatene kan tyde på at det for en uvisst periode likevel kan være norske selskaper med lavere marginal skattesats enn sine konkurrenter.

Tilpasningene tilknyttet delingsmodellen<sup>21</sup> kan til dels ha blitt erstattet av nye tilpasninger for den eksisterende aksjonærmodellen.

Aksjonærmodellen hadde til hensikt å skape en nøytral behandling av selskapers utbyttepolitikk. I en enkel to-periode modell ble det også vist hvordan dette valget kan være irrelevant for aksjonæren fra Sørensen (2005b). Med bruk av samme modell for et tenkt eksempel, skisseres det fra denne oppgaven hvordan muligheten til å renteberegne ubenyttet skjerming kan endre på denne oppfatningen. Årsaken er at ubenyttet skjerming inkluderes i eksisterende skjermingsgrunnlag og en større andel utbytte vil senere kunne hentes ut av selskapet skattefritt. Det kan i seg selv påvirke selskapers utbyttepolitikk i retning av å utsette en årlig utbetaling av utbytte.

---

<sup>21</sup> Som var gjeldende var skattesystemet før 2006.

Dette testes i en probit-sannsynlighetsmodell der det blir påvist en høyere sannsynlighet for tilbakehold i etterkant av skattereformen. Med et fokus på utviklingene av andel selskaper som initierer en utbetaling av utbytte i etterkant av skattereformen, samsvarer disse bra. Dette vil være resultater som taler i mot aksjonærmodellens hensikt om å behandle ulike typer utbyttepolitikk likt. Det er likevel vanskelig å trekke noen sterke konklusjoner fra denne problemstillingen fra de resultatene vi har sett i denne oppgaven. Uten en god metode for kontrollering av underliggende trend i markedet kan disse være med på å påvirke utviklingen for selskapers utbyttepolitikk. Det kan være økonomiske kriser, nedgangskonjunktur, lovendringer osv.

Skattereformen 2006 har i stor grad lyktes med å minimere forskjellene i den marginale skattesatsen mellom kapitalinntekt og arbeidsinntekt. Det er på en annen side viktig å være kritisk til hvor godt en reform faktisk vil fungere. Aksjonærmodellen fjernet alle eksisterende tilpasningsmuligheter fra gammelt skattesystem ettersom delingsmodellen nå ble forlatt. Men denne oppgaven har påvist hvordan enkelte norske selskaper kunne benytte seg av nye tilpasningsmuligheter for å skaffe seg skattemessige fordeler. Konsekvensen blir at også etter 2006 vil det være forskjeller i den marginale beskatningen. Både mellom selskaper, men ikke minst mellom inntekt definert som henholdsvis kapital og arbeidsinntekt.

Finansdepartementets evaluering av skattereformen 2006 (St. meld. nr. 11 (2010-2011)) konkluderer med at reformen, inkludert aksjonærmodellen, har fungert på en tilfredsstillende måte. I løpet av mitt arbeid tilknyttet skattereformen og aksjonærmodellens egenskaper, deler jeg stort sett denne oppfatningen. Men reformers reelle verdi på markedet bør alltid vurderes i et kritisk lys. Denne oppgaven har vært et bidrag for nettopp det.

### **6.1 Avsluttende kommentar**

For videre arbeid ville det vært interessant og sett nærmere hvilken fordel selskaper med lavere marginal skattesats har hatt sammenlignet med tilsvarende selskaper uten tilpasning. Med et godt mål for produktivitet hadde det kanskje vært mulig og sett en vridning i investeringer for relativt sett produktive selskaper. Her ville produktivitet kunne fungert som en proxy for likviditet og dermed indikert at selskapet tilpasset seg i forkant av

skattereformen. Problemet er her at et likvid selskap ikke vil være ensbetydende med at det vil gjennomføre tilpasninger. I denne oppgaven så vi at det fantes flere selskaper som etter gjeldende definisjon var likvid men unnlot å benytte seg av denne muligheten.

## Referanseliste

- Allen, F. & R. Michaely (1995) *Dividend policy* for Handbooks in operations research and management science: Finance 9
- Alstadsæter, A., E. Fjærli & T. O. Thoresen (2005) *Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen i 2006* Publisert for SSB: Inntekt, skatt og overføringer
- Alstadsæter, A. & E. Fjærli (2009) *Neutral taxation of shareholder income? Corporate responses to an announced dividend tax* Publisert for Springer science, Business Media, International tax public finance 16, side 571-604
- Alstadsæter, A., W. Kopczuk & K. Telle (2013) *Are closely-held firms tax shelters?* Publisert for Tax policy and the Economy, vol. 28.
- Baker, K. (2006) *How norwegian managers view dividend policy* Global finance journal, issue 17, side 155 – 176
- Chetty, R. & E. Saez (2005) *The effects of the 2003 dividend tax cut on corporate behavior* The quarterly Journal of economics, vol. 120, side 791-833
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & D. J. Skinner (2004) *Are dividends disappearing?* Journal of financial economics, vol. 89 (1)
- Hartz-Hanssen, P. (2004) *Tilpasninger til skattereformen* Praktisk økonomi og finans, 4. utgave
- James, B. G. (1974) *The theory of the corporate life cycle* International journal of strategic management, vol. 7, side 49-55
- King, M. (1974) *Taxation and the cost of capital.* Review of Economic Studies, vol. 41(1), side 21-35
- Korinek, A & J. E. Stiglitz (2009) *Dividend taxation and intertemporal tax arbitrage* Journal of Public Economics Vol. 93, issues 1-2, side 142-159
- MacKie-Mason, J. K. (1989) *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?* Office of tax policy research, product number WP 1990-11
- Michaely, R. & G. Grullon (2002) *Dividends, Share repurchases, and the substitution hypothesis* Journal of Finance, vol. 57 (4)
- Michaely, R., R. H. Thaler., & K. L. Womack (1995) *Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?* Journal of finance, vol. L, No. 2. side 573-574

NOU 2003:9 *Skatteutvalget – Forslag til endringer i skattesystemet* Oslo:

Finansdepartementet

Prop. 111 L (2012 – 2013) *Endringer i aksjelovgivningen*

Ravnaas, E & P. Aas et al. (2006) *Skattereform 2004-2006* Oslo, J.W. Cappelens Forlag AS

Ross, S (1973) *The economic theory of agency – The principals problem* American Economic review vol. 63 no. 2, side 134-138

St. meld. nr. 29 (2003-2004) *Skattereformer*

St. meld. nr. 11 (2010-2011) *Evaluering av skattereformen 2006*

Sørensen, P. B. (2005) *Neutral taxation of shareholder income?* for International tax and public finance, 12, side 777-801

Statistikkbanken, SSB (2013) *Nyetablerte foretaks overlevelse og vekst, 2006-2011*

Seksjon for regnskapsstatistikk

St.prp. nr. 1 (2005-2006) *Skatte-, avgifts- og tollvedtak*

Thoresen, T. O. (2009) *Derfor fikk vi skattereformen i 2006* Økonomiske analyser 2/2009 for SSB.

## Appendiks

### A.1 Nøytralitet mellom aksjegevinst og utbytte

I tabell 8 og 9 fokuseres det på et selskap over en to-periode modell der all verdiskapning i selskapet skjer første driftsår og alternativ avkastning i markedet (skjermingsrenten) er satt til 5 %. Det forutsettes at en krone i tilbakeholdte overskudd vil utløse en proporsjonal stigning i aksjens verdi, så lenge det tilbakeholdte overskuddet holdes seg innenfor rammen av alternativavkastningen.

#### Appendiks 8 «Alt. avkastning i markedet er lavere enn avkastning i selskapet (10 %)»

År 1	
1. Det skytes aksjekapital inn i selskapet ved inngangen av året (kostpris) 2	200,0
2. Avkastning i selskapet (etter skatt) 10 %	20,0
3. Utbytte (3 % av innskutt aksjekapital)	6,0
4. Tilbakeholdt overskudd (Avkastning - utbetalt utbytte)	14,0
5. Skjermingsfradrag (5% av kostpris innskutt aksjekapital)	10,0
6. Ubenyttet skjermingsfradrag (fremført til neste år)	4,0
År 2	
7. Skjermingsgrunnlag (inkludert tidligere ubenyttet fradrag)	204,0
8. Avkastning i selskapet (Aksjekapital + tilbakeholdt overskudd) 10 % - etter skatt	21,4
9. Skjermingsfradrag (5% av kostpris innskutt aksjekapital )	10,2
Ved realisasjon av hele andelen aksjer	
10. Salgspris for aksje (kostpris + tilbakeholdte overskudd for hele perioden)	235,4
11. Aksjens kostpris	200,0
12 Akkumulert skjermingsfradrag (Ubenyttet år 1 + skjermingsfradrag år 2)	14,2
13. Skattepliktig aksjegevinst (Avkastning ved salg - akkumulert skjerming)	21,2
Ved utbetaling av opptjent overskudd som utbytte	
14. Utbetalt opptjent overskudd (Salgspris for aksje - aksjens kostpris)	35,4
15. Akkumulert skjermingsfradrag (Ubenyttet år 1 + skjermingsfradrag år 2)	14,2
16. Skattepliktig utbytte	21,2

**Appendiks 9 «Alt. avkastning i markedet er høyere enn avkastning i selskapet (10 %)»**

År 1

1. Det skytes aksjekapital inn i selskapet ved inngangen av året (kostpris) 2	200,0
2. Avkastning i selskapet (etter skatt) 4 %	8,0
3. Utbytte (3 % av innskutt aksjekapital)	6,0
4. Tilbakeholdt overskudd (Avkastning - utbetalt utbytte)	2,0
5. Skjermingsfradrag (5% av kostpris innskutt aksjekapital)	10,0
6. Ubenyttet skjermingsfradrag (fremført til neste år)	4,0

År 2

7. Skjermingsgrunnlag (inkludert tidligere ubenyttet fradrag)	204,0
8. Avkastning i selskapet (Aksjekapital + tilbakeholdt overskudd) 4 % - etter skatt	8,1
9. Skjermingsfradrag (5% av kostpris innskutt aksjekapital )	10,2

Ved realisasjon av hele andelen aksjer

10. Salgspris for aksje (kostpris + tilbakeholdte overskudd for hele perioden)	210,1
11. Aksjens kostpris	200,0
12. Akkumulert skjermingsfradrag (Ubenyttet år 1 + skjermingsfradrag år 2)	14,2
13. Skattepliktig aksjegevinst (Avkastning ved salg - akkumulert skjerming)	0,0
14. Ubenyttet skjerming	4,1

Ved utbetaling av opptjent overskudd som utbytte

15. Utbetalt opptjent overskudd (Salgspris for aksje - aksjens kostpris)	10,1
16. Akkumulert skjermingsfradrag (Ubenyttet år 1 + skjermingsfradrag år 2)	14,2
17. Skattepliktig utbytte	0,0
18. Ubenyttet skjerming	4,1



## A.2 Nøytralitet i valget mellom tilbakeholdelse og utbetaling

Skattesatsen for kapital- inntekt og overskudd noteres som  $t_k$  og settes lik selskapsskatten  $\tau$ , en realistisk forutsetning<sup>22</sup>. Skjermingsfradraget blir basert på skjermingsrenten  $r^*$  multiplisert med skjermingsgrunnlaget  $K$  (se nærmere om skjerming i avsnitt 3.2.1). Overskudd i selskapet skisseres som  $\pi$ . Det er kun utbetalinger større enn  $r^* \cdot K$  som vil være skattepliktig og aksjonærens skattesats ved utbetaling er skissert gjennom  $T$ :

$$1) T = T_U + T_O = t_k \cdot [D - r^* \cdot K + \pi \cdot (1 - \tau) - D] = t_k \cdot [\pi \cdot (i - \tau) - r^* \cdot K]$$

Den totale skattesatsen kan skilles ut i skatt på utbytte ( $T_U$ ) og selskapsskatt på overskudd ( $T_O$ ). Fra 1) ser man at utbetalingen til aksjonæren allerede er beskattet en gang gjennom selskapsskatten  $\tau$ . Likevel bistår  $r^* \cdot K$  (skjermingsfradraget) for at det ikke fremgår en full dobbeltbeskatning av selskapsoverskuddet. Kun avkastning større enn skjermingsfradraget vil være skattepliktig for utbytteskatt tilsvarende  $(\pi \cdot (i - \tau)) > r^* \cdot K$ .

Det antas i det følgende at selskapet i første periode holder tilbake deler av overskuddet og utbetaler et utbytte som er lavere enn skjermingsfradraget slik at  $D_1 < r^* \cdot K$ . Overskuddet som ikke blir utdelt fremføres til neste periode sammen med det ubenyttede skjermingsfradraget. Altså videreføres  $\pi_1 - D_1 > 0$  i selskapet til neste periode og vil vokse med den risikofrie renten  $r$  i periode 2 og frem til utbetaling i slutten av samme periode. For enkelhets skyld vil det antas at det ikke forekommer økt profitt i andre og siste periode. Det ubenyttede skjermingsfradraget vil også kunne renteregnes for neste periode og kan skrives som  $(r^* \cdot K - D_1) \cdot (1 + r^*)$ . Summen av ubenyttet skjermingsfradrag fra periode 1 og skjermingsfradraget i periode 2 utgjør størrelsen på avkastningen som selskapet kan hente ut skattefritt. Aksjonærens totale inntekt ved slutten av andre periode kan man finne for  $Y$ :

$$2) Y = [1 + (1 - t_k) \cdot r] \cdot D_1 \\ + [1 + (1 - \tau) \cdot r] \cdot (\pi_1 - D_1)$$

<sup>22</sup> Iht endring av Prop. 1 LS (2013 – 2014) Skatter, avgifter og toll 2014 foreslår finansdepartementet å redusere skattesatsen for alminneliginntekt til 27 % for både selskaper og personer.

$$-t_k \cdot \{[1 + (1 - \tau) \cdot r] \cdot (\pi_1 - D_1) - r^* \cdot K - (i + r^*) \cdot (r^* \cdot K - D_1)\}$$

Første linje i 2) skisserer periode 2 verdien av det utbyttet som selskapet utbetalte i første periode. Neste linje skisserer avkastningen som ble skapt av å holde tilbake deler av overskuddet fra første periode. Tredje og siste linje representerer aksjonærens totale skattekostnad på utbetalt utbytte for hele perioden. Første del av siste linje i 2) viser utbyttet som ville vært skattepliktig uten fradrag. Andre del av siste linje viser skattekreditten som aksjonæren har opparbeidet seg i løpet av perioden. Hensikten er å kunne teste om totalinntekten til aksjonæren ville økt dersom utbytteutdelingen i første periode hadde vært større. Dersom det påvises at  $\frac{dY}{dD_1} > 0$  kan dette indikere at det ville vært profetibelt for aksjonæren å gjøre større utbetalinger årlig enn å fremføre deler av utbetalingen til en senere periode.

$$\begin{aligned} 3) \frac{dY}{dD_1} &= [1 + (1 - t_k)r] - (1 - t_k) \cdot [1 + (1 - \tau) \cdot r] - t_k \cdot (1 + r^*) \\ &= t_k[1 + (1 - \tau) \cdot r] - t_k(1 + r^*) \end{aligned}$$

Fra likning 3) kan man se at dersom den risikofrie renten tilsvarer skjermingsrenten og selskapsskatten tilsvarer skatt på kapitalinntekt slik at  $(1 - \tau) \cdot r = r^*$  og  $\tau = t_k$  som begge er rimelige antakelser gir dette

$$4) \frac{dY}{dD_1} = t_k[1 + r^*] - t_k(1 + r^*) = 0$$

Likning 4) viser at for vår to-periode modellering vil en økning av utbytteutbetalingene i første periode ikke endre totalinntekten for aksjonæren i slutten av siste periode. Selv om resultatene fra denne likningen kun brer seg over to perioder vil den samme intuisjonen gjelde på uendelig lang sikt. Tanken er altså at det ikke foreligger noen økonomiske gevinster for aksjonæren ved og enten utbetale et årlig utbytte eller fremskyve utbetalingene for et senere tidspunkt.

### A.3 Lineær sannsynlighetsmodell

For den lineære binomisk diskret valg-modellen hvor  $Y_i$  kun kan ta to ulike verdier 0 og 1, der hensikten er å inkludere eventuelle bakgrunnsvariabler ( $x_i$ ) kan dette legges frem som

$$Y_i = x_i' \beta + \epsilon_{it}$$

Der  $x_i'$  representerer en vektor som samler alle forklaringsvariabler med et konstantledd gitt  $x_{it} = 1$  og  $\epsilon_{it}$  er det stokastiske feilleddet. Etter vanlig økonometrisk metode antas det i henhold til OLS at feilleddet ikke er korrelert med forklaringsvariablene slik at  $\Pr(\epsilon_{it} | x_i) = 0$  og feilleddet vil dermed falle bort fra likning 4.1 som gir:

$$\Pr(Y_i | x_1, x_2, \dots, x_i) = 1(\Pr(Y_i = 1 | x_i) + 0(\Pr(Y_i = 0 | x_i)))$$

$$\Pr(Y_i | x_1, x_2, \dots, x_i) = \Pr(Y_i = 1 | x_i) = x_i' \beta$$

Det er flere svakheter med estimering av en lineær sannsynlighetsmodell for ordinær regresjon. Feilleddene vil ikke være normalfordelte, men ha en heteroskedastisk fordeling. Modellen vil også gi estimater som kan virke meningsløse. Alt dette vil komplisere vår hypotesetesting.

#### Appendiks 10 «OLS - Regresjonsanalyse»

	Tilbakehold av utbytte		Utbetaling < Årlig profitt	
	Forklaringsvariabel	Standardfeil	Forklaringsvariabel	Standardfeil
vekst	0.109	(1.78)	-0.0425	(-0.49)
modent	0.0841	(1.27)	-0.0738	(-0.78)
2000.aar	-	-	-	-
2001.aar	-0.0393***	(-12.01)	-0.0701***	(-14.93)
2002.aar	-0.0677***	(-20.24)	-0.105***	(-21.98)
2003.aar	-0.0632***	(-19.02)	-0.0756***	(-15.85)
2004.aar	-0.127***	(-38.18)	-0.0680***	(-14.25)
2005.aar	0.161***	(48.77)	0.0229***	(4.83)
2006.aar	0.0955***	(29.48)	0.0231***	(4.97)
2007.aar	0.0665***	(20.73)	0.0203***	(4.41)
2008.aar	0.0893***	(27.90)	-0.0548***	(-11.94)
2009.aar	0.0861***	(26.79)	-0.0258***	(-5.61)
2010.aar	0.0794***	(24.45)	-0.0264***	(-5.67)
_cons	0.706***	(13.45)	0.660***	(8.77)
N	247602		247602	

t statistics in parentheses  
\* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001

#### A.4 Fast-effekt modellen

For et tenkt eksempel der målet er å estimere effekten av variabel  $x_i$  på variabel  $y_i$ , men hver observasjonsenhet har en rekke uobserverbare variabler som kan generaliseres til  $a_i$ , kan dette løses ved å legge til en tidsdimensjon til den vanlige regresjonslikningen:

$$y_i = \beta x_i + \gamma a_i + \varepsilon_i$$

Ved å måle endringen i hver variabel fra snittet innen hver observasjonsenhet gir dette følgende likning:

$$(y_{it} - \bar{y}_i) = \beta(x_{it} - \bar{x}_i) + \gamma(\alpha_{it} - \bar{\alpha}_i) + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)$$

Om de uobserverte variablene for hvert selskap er faste over tid vil dette innebære at  $\alpha_{it} = \bar{\alpha}_i$ . Her kan følgende regresjonslikning estimeres med bruk av minste-kvadratets metode:

$$(y_{it} - \bar{y}_i) = \beta(x_{it} - \bar{x}_i) + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)$$

Gitt at det ikke foreligger en sammenheng mellom endringen i feilledet ( $\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i$ ) og endringen i forklaringsvariabelen ( $x_{it} - \bar{x}_i$ ) vil man få et forventningsrett estimat på koeffisienten  $\beta$ .