

**MERTON MILLER, NORSK BESKATNING
OG FINANSIELL VERDISKAPNING**

av

Øyvind Bøhren og Dag Michalsen

Særtrykk 1991/1

ISSN 0803-2521

**SOSIAL
ØKONOMEN**

Utgitt av Handelshøyskolen BI
Norwegian School of Management
P.box 580
N-1301 Sandvika

Forskningssenteret
Februar 1991

Merton Miller, norsk beskatning og finansiell verdiskapning

AV
ØYVIND BØHREN OG
DAG MICHALSEN*

Merton Millers finansieringsteori er trolig den delen av hans produksjon som er best kjent blant økonomer flest. Nobelkomitéen nevner utelukkende disse arbeidene i sin omtale av prisvinneren. I denne kommentaren analyserer vi det norske skattesystemet de siste 20 år i lys av Millers finansieringsteori. Formålet er å empirisk påvise skattebaserte finansieringsinsentiver, dvs. hvordan skatte-reglene oppfordrer til bestemte finansieringsløsninger. Reformforslagene til Skattekommissjonen og Aarbakke-utvalget diskuteres i samme perspektiv. Resultatene er hentet fra Bøhren og Michalsen (1990).

For over trede år siden publiserte Merton Miller og Franco Modigliani (Nobelprisvinner i 1987) et arbeid som sterkt utfordret allmenoppfatningen på den tiden. Gjennom et enkelt arbitrasjeargument viste de at i et perfekt kapitalmarked *uten skatt* kan det ikke skapes verdier gjennom finansieringsbeslutningene (Modigliani og Miller, 1958). Uansett hvordan kontantstrøm fra bedriftens investeringer splittes i en eierdel og en kreditor del gjennom alternative gjeldsgrader, er summen av delene upåvirket. Siden dessuten eier og bedrift fritt kan låne til samme betingelser, vil ingen investor betale ekstra for eiendomsrett i et selskap bare fordi det har en bestemt kapitalstruktur. Bedriften kan

derfor kun skape verdier for sine eiere gjennom investeringsprosjektene.

Anta så at alle bedrifter betaler skatt, men får fullt skattefradrag for gjeldsrenter. Eierne antas fortsatt skattefrie. Modigliani og Miller (1958, 1963) viste at med slik *entledsskatt* øker bedriftens verdi med stigende gjeldsgrad fordi bedriften nå har komparativt fortrinn i produksjon av skatteminimerende kapitalstruktur. Siden hver utgiftsført rentekrone reduserer bedriftens skattebetalinger, øker samlet tilgjengelig beløp for privat sektor (eiere og kreditorer) på bekostning av redusert offentlig skatteinntekt. Bedriftens verdi bestemmes av både investerings- og finansieringsbeslutningene, og optimal gjeldsgrad er lik den maksimale.

Tyve år senere kom så Millers teori om finansiell verdiskapning under *toleddsskatt* (Miller, 1977), som inkluderer beskatning av både bedrift og investor. Da er det *samlet* skattevirkning over to ledd som avgjør finansieringsverdi; ikke den separate effekten på hvert av dem. Selv om gjeld skattefavorseres på bedriftens hånd gjennom rentefradraget, kan det hende at de kreditorer som mottar rentene inntektsbeskattes hardere enn de eiere som får dividende og kursgevinst.

Skattediskriminering av egenkapital hos bedriften må derfor stilles opp mot eventuell skattefavorsering av egenkapitalinntekt hos investor. Finansieringen kan bare få verdieffekt dersom den påvirker det som samlet blir igjen i privat sektor etter at all skatt er betalt på begge ledd. Figur 1 viser samlet skattefordel ved gjeld fremfor egenkapital i Norge for perioden 1970-90, uttrykt pr. krone av be-



Øyvind Bøhren



Dag Michalsen

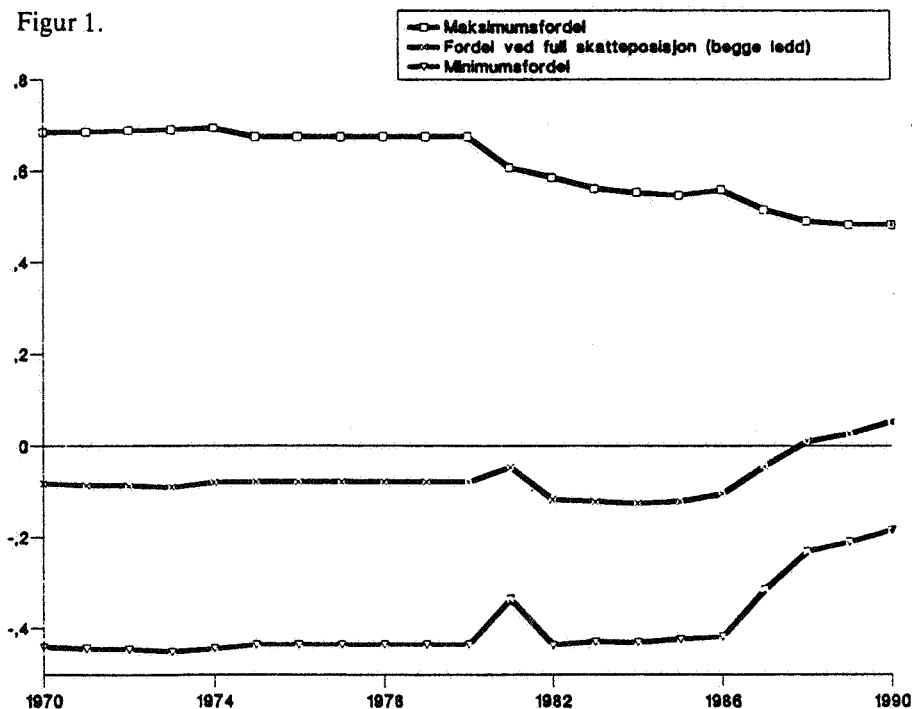
driftens kontantstrøm før skatt. Det er forutsatt at bedriften er et A/S i full skatteposisjon, og at overskuddet utbetales som dividende.

Øverste kurve viser maksimumsfordelen ved gjeld, som oppstår ved kombinasjonen skattefrie kreditor og maksimal dividendeskatt. Kurven indikerer at maksimal gjeldsfavorsering har vært stor i hele perioden, men noe lavere i åtti-årene (55 øre i gjennomsnitt) enn i tiåret før (68 øre).

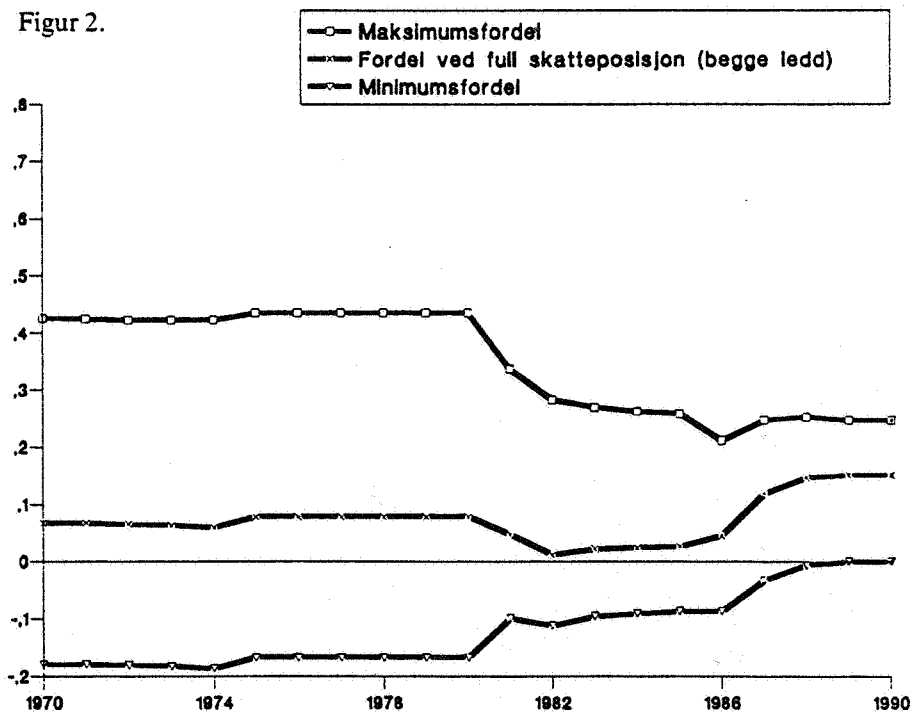
Med full skatt på begge ledd (midterste kurve) har skattesystemet vært temmelig nøytralt. Etter en fase med moderat egenkapitalfavorsering mellom 1981 og 1986 skiller de fire siste årene seg ut ved tiltakende gjeldsinsentiver (fra -4 øre pr. kontantstrømskrone i 1987 til 5 øre i 1990).

* Øyvind Bøhren og Dag Michalsen er hhv. professor og amanuensis i finans ved Handelshøyskolen BI.

Figur 1.



Figur 2.



Minimumsfordelen ved gjeld (kombinasjonen maksimal kreditorskatt og null dividendeskatt i nederste kurve) har vært negativ i hele perioden, men har raskt nærmet seg null nedenfra de tre siste år.

Også for *dividendebeslutningene* tilsier Miller og Modiglianis teori null verdieffekt i et perfekt kapitalmarked

uten skatt (Miller og Modigliani, 1961). Det samme holder ved ett-leddsskatt på bedriftens hånd hvis beskatningen av dividende og tilbakeholdt overskudd er nøytral. Ved forskjellsbehandling får imidlertid dividendepolitikken verdieffekt: Størst mulig dividende er verdimaksimerende dersom dividende beskattes

lavest; tilbakepløying er best hvis dette er skattefavourisert.

Ved toleddsskatt på dividende er det igjen *samlet* skatteeffekt på bedrifts- og eierledd som teller. Eventuelt dividendeinsentiv hos bedriften må stilles opp mot mulig favorisering av kursgevinst på investorphånd.

Figur 2 viser årlig skattefordel pr. kontantstrømskrone før skatt når overskuddet deles ut fremfor å pløyes tilbake. Bedriften er et A/S i full skatteposisjon.

Gjennom hele perioden har maksimal dividendeskattefordel ligget mellom 44 og 21 øre (kombinasjonen skattbar kursgevinst og skattefri dividende i øverste kurve). Full skatteposisjon på begge ledd (midterste kurve) ga dividendeskattefordel på ca. 8 øre i sytti-årene og tilnærmet nøytralitet i 82-85. Deretter har fordelene steget årlig opp til 15 øre de to siste år (18 øre hvis investor er personlig skattyter). Nederste kurve forteller en lignende historie: Skattefordelen ved tilbakepløying for en investor med skattefri kursgevinst og maksimal dividendeskatt er gradvis redusert fra ca. 18 øre i 70-årene via ca. 10 øre i perioden 1981-86, for så å gå mot null de tre siste år.

Rikspolitikere sier ofte at norske bedrifter har for lav egenkapital, og at det er viktig å arbeide for at den øker. Som vi har sett, har imidlertid de siste års skatteendringer (sterkt redusert statsskatt på kapitalinntekt samt økt gevinstskatt) vridd insentivene i *motsett* retning, dvs. mot større utbytte og mer gjeld. Samtidig illustrerer dette at ensidig skatteendring på det ene leddet (investor) gir vridning over to ledd, dvs. endring i bedriftens skattebaserte finansieringsinsentiver.

For Norges *fremtidige* skattesystem vil innstillingene fra Skattekommissjonen (NOU, 1984:22) og Aarbakke-utvalget (NOU, 1989:14) gi føringer. Både Skattekommissjonen (s. 157) og Aarbakke-utvalget (ss. 229-231) argumenterer for *nøytral investorbeskatning*. Millers toleddmodell viser direkte at uten andre endringer vil dette gi samme finansieringsinsentiv som ren ertleddsskatt på bedriftens hånd, dvs. oppfordring til mest mulig gjeld og minst mulig tilbakepløying. Nøytral investorskatt gir ikke nøytral finansieringseffekt før også bedriftsbe-

skatningen gjøres nøytral, dvs. når det heller ikke skattediskrimineres mellom gjeldsrenter, dividende og tilbakeholdt overskudd på bedriftens hånd.

Aarbakke-utvalget ser bedrifts- og investorbekskatning i sammenheng. På første ledd foreslås 25% skatt på både tilbakeholdt overskudd og utbetalt dividende. Det antydes at investor skal betale 15% gevinstskatt, null dividendeskatt og maksimalt 25% skatt på renteinntekt.

Vi ser direkte at disse satsene gir nøytral beskatning av egenkapital på første ledd, men dividendefavorisering hos investor. Tilbakeholdt overskudd dobbelbeskattes, men ikke dividende. Gjeld favoriseres hos bedriften og diskrimineres hos investor.

I sum gir dette samme type finansieringsinsentiver som dagens regler, men effektene er svakere og mer ensartede. Dividende skattefavorses med 11 øre pr. kontantstrømskrone før skatt. Sammenlignes gjeld med utbetalt egenkapital, er forslaget nøytralt ved full skatteposisjon, mens maksimal gjeldsfordel er 25 øre. Ingen kombinasjon av skattesatser favoriserer egenkapital.

Så langt har vi brukt toleddsmodellen til å empirisk påvise skattebaserte finansieringsinsentiver. Millers hensikt med modellen var imidlertid ikke å stoppe der, men å bygge en *likevektsteori* om finansiell verdiskapning under toleddsskatt. Hans oppsiktsvekkende resultat var at i likevekt finnes ingen optimal gjeldsgrad for

den enkelte bedrift. Dermed endte Miller opp med samme irrelevans av finansiering under toleddsskatt som det han og Modigliani hadde funnet tyve år tidligere for en økonomi uten skatt!

Motoren bak Millers resultat er prisen på den skattesubsidierte finansieringen, som forøvrig var eksogen i ettleddsmodellen. Dersom skattesystemet favoriserer høy gjeldsgrad, vil verdimaksimerende bedrifter initialt bytte ut egenkapital med gjeld. Dermed øker prisen på den skattesubsidierte finansieringen, dvs. lånerenten. I Millers modell fortsetter denne renteøkningen inntil bedriftens skattebesparelse ved gjeld er spist opp av en tilsvarende høyere lånerente. For samme risiko blir da til slutt kapitalkostnaden etter skatt den samme for gjeld som for egenkapital. I denne likevekten påvirker ikke det vridende skattesystemet bedriftens verdi. Investeringsbeslutningene kan derfor separeres fra finansieringsbeslutningene.

Merton Millers bidrag på området finansiering og skatt er todelt, både tids- og innsiktsmessig. For det første viser han, tyve år etter ettleddsmodellen, at skattebaserte finansieringsinsentiver bare kan oppstå når summen av bedriftens og investorenes skattebetalinger påvirkes av finansieringsmåten. Den andre nye innsikten i forhold til ettleddsmodellen er at skattebaserte finansieringsinsentiver bare er en nødvendig, men ikke tilstrekkelig, betingelse for at finansiering er verdi-

skapende. Hvis markedsprisene på kapital reflekterer disse skattevridningene, er de irrelevante for et verdimaksimerende selskaps finansieringsbeslutning.

Prisingsdelen av Millers toleddsteori er ikke testet på norske data. En naturlig start på en slik studie av forholdet mellom skatt, finansiering og kapitalpriser er å sjekke om bedriftenes finansielle tilpasning er blitt justert i takt med de siste års endrede skatteinsentiver. Neste utfordring blir da å undersøke om Millers rentemekanisme har trådt i funksjon og eventuelt fjernet finansieringsinsentivet. Den oppgaven er atskillig mer vrien enn den første.

REFERANSER:

- Bøhren, Ø. og D. Michalsen (1990): «Skattebaserte finansieringsinsentiver i norske aksjeselskaper fra 1970 til 1990». Kommer i *Norsk Økonomisk Tidsskrift*.
- Miller, M. H. (1977): «Debt and taxes», *Journal of Finance* 32, 261-275.
- Miller, M. H. og F. Modigliani (1961): «Dividend policy, growth, and the valuation of shares», *Journal of Business* 34, 411-433.
- Modigliani, F. og M. H. Miller (1958): «The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment», *American Economic Review* 48, 261-297.
- Modigliani, F. og M. H. Miller (1963): «Corporate income taxes and the cost of capital: A correction», *American Economic Review* 53, 433-442.
- NOU 1984:22: *Personbeskatning*.
- NOU 1989:14: *Bedrifts- og kapitalbeskatningen - en skisse til reform*.