

SKATTEBASERTE FINANSIERINGSINSENTIVER I NORSKE AKSJESELSKAPER FRA 1970 TIL 1990

Av Øyvind Bøhren og Dag Michalsen*

Skatteregler som ikke er finansieringsmessig nøytrale favoriserer bestemte gjeldsgrads- og dividendealternativer fremfor andre. Vi viser at i perioden 1970–86 var det norske skattesystemet temmelig finansieringsnøytralt hvis både bedrift og investor var i full skatteposisjon. De fire siste årenes skatteendringer har imidlertid gitt økende insentiv til mer dividende og høyere gjeld, uansett investorenes skattestatus. Dette illustrerer at når bedriftens inntjening beskattes på to ledd, kan en ikke ensidig forandre personskattene uten at dette får konsekvenser for bedriftenes finansiering. Aarbakke-utvalgets forslag om endringer i både bedrifts- og personbeskatningen vil ikke fjerne dagens skattebaserte finansieringsinsentiver.

1. Innledning

Bedriftens finansieringsbeslutninger gjelder to hovedområder. Valg av kapitalstruktur går på forholdet mellom gjeld og egenkapital, mens dividendepolitikken bestemmer hvordan overskuddet splittes i en utbetalt og en tilbakeholdt del.

Med perfekte kapitalmarkeder kan ikke bedriftens verdi påvirkes av finansieringsmåten. Uten en slik forutsetning oppstår imidlertid flere mulige koplinger. Tre hovedgrunner til at finansieringsformen kan få verdieffekt er reorganiseringskostnader ved konkurs, agentkostnader pga. asymmetrisk informasjon og et diskriminerende skattesystem (Copeland og Weston, 1988, kap. 13 og 14). I denne artikkelen begrenser vi oss til den siste av disse tre faktorene. Vi tar dessuten skattesystemet for gitt og diskuterer ikke om bedriftens verdimaksimeringsmål og tilhørende skatteminimeringsadferd er samfunnsøkonomisk fornuftig.

* Vi takker Espen Eckbo, Kåre Petter Hagen, Tor Hersoug, Arild Hervik og Ernst Ravnaas for nyttige kommentarer til tidligere utkast.

Et skattesystem som ikke er finansieringsmessig nøytralt oppfordrer bedriften til å velge visse gjeldsgrads- og dividendealternativer fremfor andre. Vi vil undersøke slike insentivvirkninger i det norske skattesystemet over de siste 21 år. Neste avsnitt gjennomgår teorier for finansieringsbeslutningers effekt på bedriftens kontantstrøm og verdi under alternative skattesystemer. Avsnitt 3 etablerer de analytiske uttrykkene for skattereglenes kontantstrømseffekt, som så i avsnitt 4 anvendes på dagens norske skattesystem. Samme analyseopplegg brukes i del 5, som gjennomgår norske skattereglers insentiveffekt fra 1970 til i dag. Del 6 diskuterer hva de skattebaserte finansieringseffektene på kontantstrømmen kan tenkes å bety for norske aksjeselskapers verdi. I del 7 kommenteres eksisterende og foreslått skattepolitikk i lys av våre resultater.

2. Teori om skatt, finansiering og verdi

Utgangspunktet for analyser av finansieringens verdieffekt er en bedrift med gitte investeringsprosjekter som genererer en fremtidig, forventet kontantstrøm fra driften. Det grunnleggende spørsmål er så om verdien av disse eksogent gitte investeringsprosjektene kan påvirkes av finansieringsmåten.

Kapitalstruktursiden av dette spørsmålet er om bedriftens verdi avhenger av hvordan investeringsprosjektenes inntjening splittes opp i én del som går til kreditorene (renter og avdrag) og en resterende del som tilfaller eierne (dividende og tilbakeholdt overskudd). I dividendepolitikken er det tilsvarende spørsmål om verdier kan skapes ved alternative splittinger av eiernes del i ett beløp som betales ut (dividende) og et resterende beløp som holdes igjen (tilbakepløying).

For over 30 år siden viste Modigliani og Miller (1958) at i et perfekt kapitalmarked *uten skatt* har kapitalstrukturen ingen verdieffekt. Uansett hvordan kontantstrøm fra driften splittes i en eierdel og en kreditordel, er summen av delene den samme. Investor og selskap kan låne til samme betingelser, så ingen vil betale ekstra for eiendomsrett i et selskap bare fordi det har en bestemt kapitalstruktur. Det er derfor kun gjennom investeringsprosjektene og ikke gjennom finansieringsmåten at bedriften kan skape verdier for sine eiere.

Anta så at alle bedrifter er i samme skatteinsetting, mens ingen investor betaler skatt. Ved slik *ettleddsskatt* begrenser vi oss til det i praksis

vanligste tilfellet, der skattesystemet favoriserer gjeld fremfor egenkapital (full fradagsrett for gjeldsrenter, men ikke for dividende eller tilbakeholdt overskudd). Modigliani og Miller (1958, 1963) viste at med slike skatteregler øker selskapsverdien med gjeldsgraden fordi selskapet nå har komparativt fortrinn i produksjon av kapitalstruktur. Dette skyldes at siden hver rentekrone gir bedriften en skattebesparelse lik skattesatsen, øker samlet tilgjengelig beløp for privat sektor (eiere og kreditorer) på bekostning av redusert skatteinntekt for det offentlige. Bedriftens verdi bestemmes av både investerings- og finansieringsbeslutningene, og optimal gjeldsgrad er lik den maksimale.

Tredje trinn i denne utviklingen er Millers teori om gjeldsgrad og verdi med *toleddsskatt* (Miller, 1977). Her ble det eksplisitt tatt hensyn til beskatning av både selskap og investorer. Da er det samlet skatteeffekt på begge ledd som avgjør finansieringens verdi. Selv om gjeld er skattefavorisert på selskapets hånd gjennom rentefradraget, kan det hende at de kreditorer som mottar disse rentekronene inntektsbeskattes hardere enn de eiere som får dividende og kursgevinst i samme selskap.

Skattediskriminering av egenkapital hos selskapet må derfor stilles opp mot eventuell skattefavorisering av egenkapitalinntekt på investorhånd. I følge Miller er det denne samlede skattevirkningen som er relevant for optimal gjeldsgrad; ikke den separate effekt på hvert ledd. DeAngelo og Masulis (1980) har formalisert og utvidet denne teorien innenfor en Arrow-Debreu ramme.

Også i *dividendepolitikken* blir det null verdieffekt i et perfekt kapitalmarked uten skatt (Miller og Modigliani, 1961). Det samme holder ved ettleddsskatt på bedriftens hånd, forutsatt at utbetalt dividende og tilbakeholdt overskudd beskattes likt. Er det forskjellsbehandling her, vil imidlertid dividendepolitikken påvirke selskapsverdien. I så fall er størst mulig dividende verdimaksimerende dersom dividende beskattes lavest. Motsatt er tilbakepløying best hvis dette er skattefavorisert.

Ved toleddsskatt er tankegangen, modellen og det kritiske spørsmålet det samme som ved gjeldsgrad (DeAngelo og Masulis, 1980). Det er den samlede skatteeffekt på bedrifts- og eierledd som er det avgjørende. Eventuelt skatteinsentiv for dividende hos selskapet må stilles opp mot mulig favorisering av kursgevinst på investorhånd.

En viktig innsikt fra dette er at investorinntekt må passere to skattefiltre på veien fra selskap til investor. Dette gjelder uansett om investor er eier

eller kreditor, og uansett om eierinntekten er dividende eller kursgevinst. Analyser av skattesystemets finansieringseffekter bør derfor følge pengestrømmene helt frem til mottaker og inkludere dennes skatteposisjon. Finansieringen kan da bare få verdieffekt dersom den påvirker det som samlet blir igjen i privat sektor etter at begge skattefiltre er passert.

Miller lanserte neppe sin modell kun som et argument for toleddsanalyse. Det sentrale var å etablere en teori om optimal gjeldsgrad med toleddsskatt for et kapitalmarked i likevekt. Hans oppsiktsvekkende resultat var at så sant skattesystemet tilfredsstiller visse krav m.h.t. differensiering mellom skattytere, finnes ingen optimal gjeldsgrad for det enkelte selskap. Dermed havnet Miller på samme irrelevansresultat som det han og Modigliani hadde funnet nesten 20 år tidligere for en økonomi uten skatt.

Mekanismen bak dette er at dersom skattesystemet favoriserer en bestemt kapitalstruktur (f.eks. høy gjeldsgrad), vil prisen på denne finansieringen (lånerenten) bli drevet opp til det punkt der skattebesparelsen ved gjeld spises opp av en høy lånerente. For samme risiko blir da bedriftens kapitalkostnad etter skatt den samme for gjeld som for egenkapital, og skattesystemet påvirker ikke den enkelte bedrifts verdi gjennom finansieringen når denne skattedrevne likevektsrenten er nådd. Miller påviste imidlertid en skattemessig optimal gjeldsgrad for alle bedrifter som et aggregat. Dessuten vil den enkelte bedrift ha skattebasert investorklientell: Forskjell i personskatt gjør at visse investorgrupper bare holder obligasjoner, mens andre kun sitter med aksjer.

Vi kommer tilbake til disse likevektsargumentene for Norge i del 6, etter at vi først har undersøkt hva det faktiske finansieringsinsentivet i vårt skattesystem har vært over de to siste tiår.

3. Finansieringens kontantstrømseffekt

Millers toleddsmodell er en integrert teori i den forstand at den ser beskatning av bedrift og investor samlet. Denne tankegangen vil vi nå bruke til å etablere analytiske uttrykk for netto kontantstrømsfordel ved å velge én finansieringsform fremfor en annen. Disse generelle uttrykkene gir også null- og ettleddsskatt som spesialtilfeller.

Tabell 1 definerer de regnskapsmessige sammenhenger vi trenger for å beregne skatteinntekten. Utgangspunktet er driftsresultatet fra inve-

steringsprosjektene, også kalt overskudd før renter og skatt (OFRS). Bedriften har gjeld pålydende G kroner til rentesatsen r , så rG rentekroner betales til kreditorene og utgiftsføres i regnskapet. Dersom hele overskuddet holdes tilbake (dvs. null dividende), blir skattbart overskudd lik OFRS minus renter og skattefri avsetning til konsolideringsfond. Skatteinntektene er dermed andelen s_B av skattbart overskudd, hvor s_B er selskapets inntektskattesats.

Tabell 1 *Forenklet resultatregnskap ved tilbakepløying av hele overskuddet.*

Salgsinntekter	
– Variable kostnader	
– Faste betalbare kostnader	
– Avskrivninger	
= Driftsresultat	OFRS
– Gjeldsrenter	$r \cdot G$
– Konsolideringsfond	$k \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G)$
= Skattbart overskudd	$(1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G)$
– Skatt	$s_B \cdot (1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G)$
= Overskudd	$(1 - s_B) \cdot (1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G)$

Bokføringsbegrepene i tabell 1 er ikke nødvendigvis lik de tilsvarende kontantstrømmer. Uten at det har konsekvenser for analyseresultatene, tas nå to forutsetninger som gir samsvar mellom regnskapsresultat og kontantstrøm. Vi antar at selskapets pålydende gjeld ikke endres i perioden (dvs. avdrag finansieres med ny gjeld), og at årets nyinvestering er lik årets avskrivning (dvs. uendret kapasitet).

3.1 Dividende

I dividendebeslutningen, hvor gjeldsgraden er gitt, er spørsmålet om eiernes del av selskapets overskudd skal tilføres som utbytte eller som verdistigning (kursgevinst) på aksjene. Vi skal sammenligne ekstremtilfellene full tilbakepløying (som i tabell 1) og full dividende. Hvis selskapet *tilbakeholder* alt overskudd, sitter eierne igjen med:

$$\begin{aligned} E_t = & (1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\ & + k \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot (1 - s_{Eg}) \end{aligned}$$

hvor fotskrift t indikerer full tilbakepløying. Overskudd etter konsolideringsfondsavsetning beskattes med s_B . Overskudd etter skatt på selskapets hånd er derfor $(1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot (1 - s_B)$. Vi antar at dette tilbakeholdte beløpet gir tilsvarende kursgevinst for eierne, som i sin tur betaler s_{Eg} kroner i skatt pr. gevinstkrone. Siden bedriften avsatte $k \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G)$ skattefritt til konsolideringsfond, antar vi at dette fondsopplegget gir en kursgevinst som gevinstbeskattes hos eierne.¹⁾

Kreditorene i selskapet får $r \cdot G \cdot (1 - s_K)$ etter skatt, hvor s_K er kreditorskattesatsen. Ved full tilbakepløying vil derfor privat sektor (eiere og kreditorer) til sammen motta:

$$\begin{aligned} T_t = & (1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\ & + k \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot (1 - s_{Eg}) + r \cdot G \cdot (1 - s_K) \end{aligned}$$

Vi opererer her med de totale skatteeffekter på eiere og kreditorer. Derfor må s_{Eg} og s_K oppfattes som gjennomsnittlige skattesatser.

Siden T_t stiger med k , er det alltid optimalt å avsette maksimalt til konsolideringsfond når overskuddet skal tilbakeholdes. Optimal avsetningsandel ved full tilbakepløying, k_t , er derfor lik maksimalsatsen k_{\max} .

Av hver overskuddskrone utbetalt som *dividende* må selskapet betale s_{Bd} i skatt. Pr. 1990 er s_{Bd} lik summen av felles- og kommuneskattesats. Ser vi bort fra tvungen avsetning til reservefond, kan selskapet maksimalt betale dividendebeløpet D , definert ved:

$$D = (1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot (1 - s_B) + s_B^S \cdot D$$

dvs.

$$(1) \quad D = \frac{(1 - k) \cdot (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot (1 - s_B)}{(1 - s_B^S)}$$

¹⁾ Avsetningen til konsolideringsfond er betinget skattefri. Vi må derfor tilsynelatende anta at nåverdien av eventuell fremtidig beskatning av fondet er neglisjerbar. Hvis ikke dette holder, undervurderes de virkelige skatteinntektene. Dette spiller likevel ingen rolle når vi sammenligner finansieringsbeslutninger med identisk avsetning til konsolideringsfond. Nesten alle analyser i denne artikkelen innebærer nettopp dette.

Vi ser forøvrig bort fra tvungen avsetning til reservefond og tar ikke hensyn til formuesbeskatning. Den første avgrensningen kan redusere analyseverdien for selskaper med lav egenkapital og høy dividende (reservefondsreglene vil begrense dividendummulighetene). Formuesbeskatningen er imidlertid så ubetydelig at det neppe betyr noe å utelate den.

Her viser $(1 - k) \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_B)$ hva overskudd etter skatt ville ha vært dersom alt skulle beskattes til s_B (som ved full tilbakepløying). Siden D kroner av overskuddet utbetales som dividende, sparer imidlertid selskapet et beløp tilsvarende statsskatten av dividenden (s_B^S er statsskatte-satsen). D viser derfor hva som maksimalt kan deles ut, hensyn tatt til at OFRS også skal dekke renter, fondsavsetning og skatt.

Betaler selskapet full dividende som definert i (1), sitter eierne igjen med:

$$E_d = \frac{(1 - k) \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_B)}{(1 - s_B^S)} \cdot (1 - s_{Ed}) \\ + k \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_{Eg})$$

hvor forskrift d indikerer full dividende. Siden aksjonærene betaler s_{Ed} i skatt av hver mottatt dividendekrone, viser første ledd i E_d dividendebeløpet etter eierskatt. Andre ledd, som skriver seg fra avsetningen til konsolideringsfond, er kursgevinst etter eierskatt.

Kreditorene mottar $r \cdot G \cdot (1 - s_K)$. Siden gjeldsgraden er forutsatt konstant når dividendebeslutningen analyseres, er denne kreditorinntekten etter skatt den samme uansett tilbakepløying eller dividende.

Ved full dividende vil privat sektor til sammen motta:

$$T_d = \frac{(1 - k) \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_B)}{(1 - s_B^S)} \cdot (1 - s_{Ed}) \\ + k \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_{Eg}) + r \cdot G \cdot (1 - s_K)$$

T_d øker med k dersom $(1 - s_{Eg}) > (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed}) / (1 - s_B^S)$, dvs. når eiernes gevinstskatt av konsolideringsfondsavsetningen er lavere en samlet bedrifter- og eierskatt på dividende. Optimal avsetning ved full dividende, k_d , er derfor gitt ved beslutningsregelen:

$$(2) \quad k_d = \begin{cases} k_{\max} \text{ hvis } (1 - s_{Eg}) > (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed}) / (1 - s_B^S) \\ 0 \text{ ellers} \end{cases}$$

Alle analyser i det følgende baserer seg på de optimale fondsavsetningene k_t og k_d .

Skattefordel ved dividende fremfor tilbakepløying blir nå:

$$\begin{aligned}
 \delta &= T_d - T_t \\
 &= (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot \left[\frac{(1 - k_d) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed})}{(1 - s_B^S)} \right. \\
 &\quad \left. - (1 - k_t) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) + (1 - s_{Eg}) \cdot (k_d - k_t) \right] \\
 &= (\text{OFRS} - r \cdot G) \cdot S_d
 \end{aligned}$$

Dividendeskattefaktoren S_d er her gitt ved:

$$\begin{aligned}
 (3) \quad S_d &\equiv \frac{(1 - k_d) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed})}{(1 - s_B^S)} - (1 - k_t) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\
 &\quad + (1 - s_{Eg}) \cdot (k_d - k_t)
 \end{aligned}$$

S_d viser skattefordelen ved hver krone av kontantstrøm før skatt disponert som dividende fremfor tilbakeholdt overskudd. Ved full dividende kan det utdeles $(1 - k_d) \cdot (1 - s_B)/(1 - s_B^S)$ i dividende av hver kontantstrømskrone, hensyn tatt til at krona også skal dekke selskapets skatteinntak og eventuelt konsolideringsfond. Dette utbetalte dividendebeløpet beskattes på eiers hånd med s_{Ed} . Ved maksimal dividendebetaling viser derfor første ledd i S_d den andel av selskapets kontantstrøm etter eventuelt konsolideringsfond som eieren sitter igjen med etter all skatt.

Andre ledd viser hva som blir igjen etter at skatt er betalt på begge ledd hvis $(1 - k_t)$ av en krone tilbakeholdes. Først betaler selskapet $(1 - k_t) \cdot s_B$ i skatt, så kursgevinsten blir $(1 - k_t) \cdot (1 - s_B)$. Deretter betaler eieren s_{Eg} i skatt av dette beløpet. Formueseffekten på eierens hånd blir derfor $(1 - k_t) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg})$.

Tredje ledd fanger opp ulik skattebehandling av det som avsettes til konsolideringsfond ved de to alternativene. Forskjellen i avsetning er $(k_d - k_t)$ pr. krone kontantstrøm før skatt. Begge beløp er skattefrie på bedriftens hånd og gevinstbeskattes hos mottaker med s_{Eg} . Dette tredje leddet er null hvis det avsettes samme andel ved dividende som ved tilbakepløying ($k_d = k_t$). I alle andre tilfeller er tredje ledd negativt, siden k_t alltid er lik maksimalsatsen.

Jo mer positiv S_d er, desto mer skattefavoriseres dividende. En S_d på null gir ingen insentiveffekt, mens tilbakepløying er gunstigere desto mer negativ faktoren er. Ingen skatt betyr $S_d = 0$. Ettleddsskatt på bedriftsnivået tilsvarer $s_{Ed} = s_{Eg} = 0$. Da er $k_d = k_{max}$ ifølge (2), og dividende gir skattegevinst (jfr. Miller og Modigliani).

Med toleddsskatt blir bildet mer nyansert og konklusjonene ofte endret. Intuisjonen i resultatene er likevel fortsatt rett frem: Dividendeskattefordelen er størst når summen av bedriftens og investors dividendeskatt er liten, samtidig som summen av bedriftens inntektsskatt og eiers gevinstskatt er høy. Motsatt er tilbakepløying bedre desto hardere samlet beskatning av dividende er i forhold til samlet beskatning av tilbakepløying. Lik beskatning av begge former for eierinntekt gir $k_d = k_t = k_{max}$. Dermed favoriseres dividende så sant bedriften er i skatteposisjon (ettledds-betingelsen).

I avsnittene 4 og 5 skal vi tallfeste dividendeskattefaktoren S_d under det norske skattesystemet. Tabell 2 viser et eksempel som i netto favoriserer tilbakepløying (skattesatsene i eksemplet tilsvarer ikke dagens regler).

Tabell 2 *Skatteeffekt av å disponere 1 krone av kontantstrøm før skatt som hhv. tilbakepløying og dividende. Bedriftens skattesats er 45 % på tilbakepløying (s_B), 25 % på utbetalt dividende (s_{Bd}), og statsskattesatsen er 20 % (s_B^S). Eierne har 30 % aksjegevinstskatt (s_{Eg}) og 50 % skatt på mottatt dividende (s_{Ed}). Det kan maksimalt avsettes 15 % til konsolideringsfond (k_{max}).*

	<i>Tilbakepløying</i>	<i>Dividende</i>
1. Kontantstrøm før skatt, men etter renter (OFRS – $r \cdot G$)	1,00	1,00
2. Optimal avsetning til konsolideringsfond ifølge (2)	0,15	0,15
3. Overskudd etter kons. fond	0,85	0,85
4. Utbetalt dividende ifølge (1)	0	0,58
5. Selskapsskatt av dividende	0	0,15
6. Selskapsskatt av overskudd	0,38	0,12
7. Tilgjengelig etter selskapsskatt	0,62	0,73
8. Gevinstskatt av kons. fond	0,04	0,04
9. Gevinstskatt av tilbakepløying ut over kons. fond	0,14	0
10. Eiers dividendeskatt	0,00	0,29
11. Samlet skatt (5 + 6 + 8 + 9 + 10)	0,56	0,60
12. Tilgjengelig etter toleddsskatt (1 – 11)	0,44	0,40

Utfra (2) er optimal k i tabell 2 lik k_{max} også ved dividende-skattefaktoren blir her:

$$\begin{aligned}
 S_d &= \frac{(1 - k_d) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed})}{(1 - s_B^S)} - (1 - k_t) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\
 &\quad + (1 - s_{Eg}) \cdot (k_d - k_t) \\
 &= \frac{(1 - 0,15) \cdot (1 - 0,45) \cdot (1 - 0,5)}{(1 - 0,2)} \\
 &\quad - (1 - 0,15) \cdot (1 - 0,45) \cdot (1 - 0,3) + (1 - 0,3) \cdot (0,15 - 0,15) \\
 &= -0,04
 \end{aligned}$$

Dette er samme tall som vi får fra tabell 2 som differansen mellom de to kontantstrømmene etter toleddsskatt ($0,40 - 0,44$) eller som forskjellen i totale skatter ($0,56 - 0,60$). Her er det skattefavorisering av tilbakepløying med 4 øre pr. kontantstrømskrone, så eierne er best tjent med null utbytte.

Ettleddsanalyse gir motsatt konklusjon. Siden dividende gir lavest skatt for bedriften, er dividende best vurdert utfra første skattefilter alene (0,73 kontra 0,62). Tilbakepløying er imidlertid skatbegunstiget på mottakerhånd, og fordelen ved dividende i første skattefilter (0,11) blir mer enn spist opp av ulempen i andre filter (0,15).

3.2 Kapitalstruktur

Vi etablerer så de analytiske uttrykkene for skatteeffekten av gjeldsgrad. Etter bedrifts- og aksjonærskatt vil eierne i et selskap med full tilbakepløying sitte igjen med E_{Mt} , hvor fotskrift M betegner et selskap med gjeld:

$$\begin{aligned}
 E_{Mt} &= (1 - k) \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\
 &\quad + k \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_{Eg})
 \end{aligned}$$

Kreditorene mottar $r \cdot G$, skatteinntaket $s_B \cdot (1 - k) \cdot (OFRS - r \cdot G)$ går til staten, mens resten beholdes i bedriften. Vi antar at dette tilbakeholdte beløpet gir tilsvarende kursøkning som beskattes med eiernes gevinstskattesats s_{Eg} .

Verdien av selskapet (dvs. verdi av gjeld pluss egenkapital) bestemmes av den kontantstrøm eiere og kreditorer til sammen mottar etter investorskatt. Kreditorene får utbetalt $r \cdot G$ fra selskapet og sitter igjen med $r \cdot G \cdot (1 - s_K)$ etter skatt. Etter at all skatt på investering og finansiering er betalt i det tilbakepløyende selskapet, har derfor privat sektor (investorene samlet) tilgjengelig:

$$\begin{aligned} T_{Mt} = & (1 - k) \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\ & + k \cdot (OFRS - r \cdot G) \cdot (1 - s_{Eg}) + r \cdot G \cdot (1 - s_K) \end{aligned}$$

Dersom dette var en bedrift U uten gjeld, ville tilsvarende total etter bedrifts- og eierskatt være:

$$\begin{aligned} T_{Ut} = & (1 - k) \cdot OFRS \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\ & + k \cdot OFRS \cdot (1 - s_{Eg}) \end{aligned}$$

Både T_{Mt} og T_{Ut} øker med k . Uansett gjeldsgrad er det derfor optimalt å avsette maksimalt til konsolideringsfond når egenkapitalen tilbakeholdes. Trekkes nå T_{Ut} fra T_{Mt} , viser differansen *skattefordelen ved gjeld*, forutsatt *full tilbakepløyning* (t) av overskudd:

$$\begin{aligned} (4) \quad \delta_t &= T_{Mt} - T_{Ut} \\ &= r \cdot G \cdot [(1 - s_K) - k_{\max} \cdot (1 - s_{Eg}) \\ &\quad - (1 - k_{\max}) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg})] \\ &= r \cdot G \cdot S_{Gt} \end{aligned}$$

Produktet $r \cdot G$ er rentebeløpet, mens hakeparentesen viser netto skattefordel ved en gjeldsrentekrone fremfor en tilbakeholdt egenkapitalkrone. La oss kalte denne hakeparentesen for *gjeldsskattefaktoren* S_{Gt} :

$$(5) \quad S_{Gt} \equiv (1 - s_K) - k_{\max} \cdot (1 - s_{Eg}) \\ - (1 - k_{\max}) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg})$$

Første ledd i (5), $(1 - s_K)$, er kontantstrøm etter toleddsskatt hvis en krone utbetales som renter (bare kreditor betaler skatt). Ledd to og tre viser hva som blir igjen etter toleddsskatt ved tilbakepløyning. I andre ledd er k_{\max} andelen av en tilbakeholdt krone som avsettes skattefritt (for

bedriften) til konsolideringsfond. Den resulterende kursøkning betaler eierne gevinstskatt av.

Tredje ledd viser at den andelen ($1 - k_{\max}$) som ikke avsettes til konsolideringsfond først inntektsbeskattes hos selskapet. Deretter gevinstbeskattes det som er igjen hos eieren. Summen av ledd to og tre er derfor eierens formuesøkning fra en tilbakeholdt krone i bedriften etter at skatten er betalt på begge ledd.

Etter all skatt gir gjeld høyere kontantstrøm i privat sektor enn egenkapital når S_{Gt} er positiv. Skattesystemet er nøytralt hvis faktoren er null, og en negativ S_{Gt} oppfordrer til å finansiere med egenkapital.

Ettleddsskatt betyr $s_K = s_{Eg} = 0$. I (5) gir dette entydig favorisering av gjeld for bedrifter i skatteposisjon (jfr. Modigliani og Miller). Toleddsanalyse gir ikke denne konklusjonen. Gjeld er bare best dersom kreditorens skatt på renteinntekt er lavere enn samlet bedrifts- og eierskatt på tilbakeholdt overskudd. Skattefordelen ved egenkapital er størst når kreditorene beskattes hardt, samtidig som bedrift og eiere samlet har lav skatt. Motsett er skattesystemets gjeldsfavorisering størst når skatt på renteinntekt er lav, samtidig som summen av bedriftens inntektsskatt og eiers gevinstskatt er høy.

Lik (nøytral) beskatning av investorinntekt ($s_K = s_{Eg}$) gir alltid gjeldsrentefordel så sant s_B er positiv. Modigliani og Millers resultat for ettleddsskatt gjelder derfor også for toledd dersom det ikke skattediskrimineres på det andre ledet. Dette tilsvarer hva vi tidligere fant for dividende.

Til slutt brukes motsatt ekstremantagelse om overskuddsdisponering, dvs. full dividende. For å rendyrke ser vi også nå bort fra reservefondsregler og gjennomfører tilsvarende utledning som den vi gjorde for full tilbakepløying. Da ender vi opp med følgende *skattefordel ved gjeld*, forutsatt *full dividende* (d):

$$\delta_d = T_{Md} - T_{Ud}$$

dvs:

$$(6) \quad \delta_d = r \cdot G \cdot \left[(1 - s_K) - k_d \cdot (1 - s_{Eg}) - (1 - k_d) \cdot \frac{(1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed})}{(1 - s_B^S)} \right]$$

Forskjellen mellom (4) og (6) består i andelene avsatt til konsolideringsfond (k_{\max} kontra k_d) og brøken i hakeparentesens tredje ledd. I brøkens teller er s_{Eg} erstattet med s_{Ed} , mens vi i nevneren gjenkjenner dividende-

skattejusteringen fra (1) og (3). Optimal andel til konsolideringsfond k_d er gitt ved (2). Vi kaller hakeparentesen i (6) for *gjeldsskattefaktoren* S_{Gd} :

$$(7) \quad S_{Gd} = (1 - s_K) - k_d \cdot (1 - s_{Eg}) - (1 - k_d) \cdot \frac{(1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed})}{(1 - s_B^S)}$$

Implikasjonene av (7) er helt parallelle med det vi konstaterte i (5). Etteddsskatt betyr $s_K = s_{Ed} = s_{Eg} = 0$, og gjeld er best for alle skattembeta-lende bedrifter. Toleddsanalysen sier at gjeld bare er best dersom kreditorens skatt på renteinntekt er lavere enn samlet bedrifts- og eierskatt på dividende og kursgevinst. Skattefordelen ved egenkapital er størst når kreditorene beskattes hardt, samtidig som bedrift og eiere samlet betaler lav skatt. Motsatt er gjeldsfavoriseringen størst når skatt på renteinntekt er lav, samtidig som bedriftens skattefradrag for renter, skatt på utbetalt dividende og eiernes skatt på mottatt dividende og kursgevinst alle er høye.

4. Skattebaserte finansieringsinsentiver i dagens skatteregler

I dette avsnittet anvender vi analyseverktøyet på 1990-reglene, som er gjengitt i tabell 3 på neste side.

Vi gjør først analysen for *dividendebeslutninger*, hvor tabellen viser at bedriften betaler kommune- og fellesskatt (til sammen 23 % før avsetning til konsolideringsfond) på utbetalt beløp. Personlig skattytende eiere betaler stats- og fellesskatt av det som mottas (inntil 22 %), mens et A/S betaler statsskatt (27,8 %).

Av tilbakeholdt beløp betaler bedriften ikke skatt på det som avsettes til konsolideringsfond, men full inntektskatt (50,8 %) på resten. Eierne oppnår skattefri kursgevinst ved salg av aksjer som ble kjøpt for mer enn tre år siden (heretter kalt langtidsinvestor). Har det gått mindre enn tre år mellom kjøp og salg (korttidsinvestor), er skatten 40 % uansett øvrig inntekt (tap på aksjer kan imidlertid trekkes fra gevinst).^{2,3)}

²⁾ Vi ser bort fra aksjesalg i næring, hvor $s_{Eg} = 0,508$ uansett bindningstid. Store aksjesalg (selgende gruppe) gir $s_{Eg} = 0,4$ for alle investorer. Ingen av disse avgrensningene betyr noe for de sentrale resultatene.

³⁾ For korttidsinvestorer gir 1990-reglene dobbelbeskatning på den del av kursgevinsten som ikke skriver seg fra konsolideringsfond. Dividende dobbelbeskattes ikke når et A/S betaler dividende til et annet. Er mottakeren personlig skattytter, skjer det en beskjeden dobbelbeskatning ved at begge betaler fellesskatt. Gjeldsrenter dobbelbeskattes ikke.

Tabell 3 *Skatteregler, skattesymboler og skattesatser for Norge i 1990.*

<i>Symbol</i>	<i>A/S</i>	<i>Pers. skattyter</i>
k_{max} = maksimal andel av overskudd avsatt til konsolideringsfond	0,23	
s_B = inntektsskattesats, bedrift	0,508	
s_{Bd} = dividendeskattesats, bedrift	0,23	
s_K = inntektsskattesats, kreditor	0,508	0 – 0,43
s_{Ed} = dividendeskattesats, eier	0,278	0 – 0,22
s_{Eg} = kursgevinstskattesats, eier	0/0,40	0/0,40

Bedrifter (her A/S) får fullt skattefradrag (s_B) for betalte gjeldsrenter, full skatt (s_B) på tilbakeholdt overskudd og bare kommuneskatt pluss fellesskatt (tilsammen s_{Bd}) på utdelt dividende. Bedrifter betaler full skatt (s_B) på mottatte renter og bare statsskatt på mottatt dividende (s_{Ed}). Betalt dividende og mottatte renter inngår i grunnlaget for konsolideringsfondsavsetning. Det er intet fribeløp for kursgevinst, men forøvrig beskattes den som for personlige skattytere så lenge aksjesalget skjer utenfor næring.

Personlige skattytere betaler full nettoskatt (s_K) på renteinntekt (0–43 %). Dividendeskattesats (s_{Ed}) er fellesskatt (5 %) pluss statsskatt (0–17 %) uten bruttobeskattning. Kursgevinstskattesatsen s_{Eg} er null hvis det går mer enn tre år mellom kjøp og salg av aksjen; ellers er satsen 40 %. Fribeløpene i klasse 1 og 2 er hhv. kr 3.000 og 6.000 for renter og dividende tilsammen. For kursgevinst er de tilsvarende fribeløp hhv. kr 4.000 og 8.000.

Personlige skattytere i klasse 1 har følgende marginale nettoskattesatser (satsene for dividende i parentes):

<i>Skattbar inntekt (kr)</i>	<i>Skattesats, %</i>
0 – 19.000	0 (0)
19.001 – 122.000	26 (5)
122.001 – 158.000	36 (15)
Over 158.000	43 (22)

Bedriftens dividendebeslutning blir tatt året etter at overskuddet oppnås. Typisk vil generalforsamlingen i mars 1991 bestemme utbyttet for 1990, som så utbetales i mai 1991. Utbyttet for 1990 er derfor først skattepliktig i 1991. Det samme gjelder skatt på kursgevinsteffekten av dividendebeslutningen. Ved beregning av skattebaserte finansieringsincentiver for 1990 skulle vi derfor egentlig ha brukt 1991-skattesatsene for dividendeinntekt (s_{Ed}) og kursgevinst (s_{Eg}).

Vi har valgt å ikke følge dette prinsippet noe sted i denne artikkelen. Alle skattesatser som inngår i en skattefaktor refererer derfor til ett og samme år. Dermed unngås det fremstillingsmessig forvirrende i stadig å måtte forklare finansieringsinsentiver i år t delvis med to skattesatser (s_{Ed} og s_{Eg}) fra år $t + 1$, delvis med de resterende satsene fra år t.

Haken ved dette er at forenklingen kan gi feilaktige slutninger. Alle beregninger er imidlertid også gjennomført under den korrekte forutsetningen, og ingen konklusjoner viser seg å bli endret. I det følgende refererer vi derfor bare resultatene ved lik datering på alle satser som inngår i et enkelt års skattefaktor.

4.1 Dividende

Dividendeskattefaktoren i uttrykk (3) viser at ved *ettleddsskatt* (bare bedriften i skatteposisjon) favoriseres dividende. Ved *full toleddsbeskatning* viser (2) at maksimal avsetning til konsolideringsfond er optimalt også ved full dividende ($0,6 > 0,53$). Dermed får vi:

$$\begin{aligned} S_d &= \left[\frac{(1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed})}{(1 - s_B^S)} - (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \right] \cdot (1 - k_{\max}) \\ &= \left[\frac{(1 - 0,508) \cdot (1 - 0,22)}{(1 - 0,278)} - (1 - 0,508) \cdot (1 - 0,4) \right] \cdot (1 - 0,23) \\ &= 0,18 \end{aligned}$$

Skattefordelen ved dividende er 18 øre pr. krone kontantstrøm fra driften (15 øre hvis investor er et A/S med $s_{Ed} = 0,278$). Skal tilbakepløying skattemessig konkurrere med dividende, må derfor eiers gevinstskattesats være lavere enn 40 %. Vi må derfor anta at eieren er langtidsinvestor, dvs. $s_{Eg} = 0$. Da er $k_d = k_{\max}$ ifølge (2), og *kritisk skattesats* kan finnes for en av de andre satsene, dvs. den skattesats som gir nøytral samlet skatteeffekt ($S_d = 0$). Hvis kritisk dividendeskattesats for investor kalles s_{Ed}^* , gir (3) betingelsen:

$$\begin{aligned} 0 &= \frac{(1 - k_d) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Ed}^*)}{(1 - s_B^S)} - (1 - k_t) \cdot (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg}) \\ &\quad + (1 - s_{Eg}) \cdot (k_d - k_t) \end{aligned}$$

Med $s_{Eg} = 0$ og $k_d = k_t$ betyr dette:

$$s_{Ed}^* = s_B^S$$

Dagens skattesystem virker derfor nøytralt på dividendebeslutningen dersom langtidsinvestors skatt på dividendeinntekt tilsvarer den skatt bedriften sparer ved å betale dividende fremfor å pløye tilbake.

I 1990 er $s_B^S = 0,278$, som ligger 5,8 %-poeng over maksimal personsattesats fra tabell 3. Selv for langtidsinvesteringe personlige skattytere er derfor dividende skattefavorisert. Aksjeselskaper betaler imidlertid 27,8 % skatt av mottatt dividende. Et langtidsinvesteringe A/S er derfor indifferent til om selskapet det investerer i holder overskuddet tilbake eller deler det ut.

Innenfor 1990-reglene finnes det mange kombinasjoner av de fire skattesatser som gir bestemte dividendeskattefaktorer. Tabell 4 viser S_d fra (3) for utvalgte kombinasjoner.

Tabell 4 *Skattefordel pr. kontantstrømskrone ved dividende fremfor tilbakepløying (S_d)*.
Bedriftens inntektskattesats er 50,8 %.

<i>Dividendeskattesats (s_{Ed})</i>	<i>Gevinstskattesats (s_{Eg})</i>	<i>Skattefordel, kr (S_d)</i>
0	0,4	0,25
0,22	0,4	0,18
0,278	0,4	0,15
0	0	0,15
0,278	0	0

Maksimal skattebesparelse ved dividende er 25 øre pr. kontantstrømskrone dersom eieren er korttidsinvestor med skattefri dividendeinntekt.⁴⁾ Denne fordelen faller til 18 øre hvis den korttidsinvesteringe eier er personlig skattyter med topp marginalskatt og til 15 øre hvis eier er A/S i full skatteposisjon. Skattefri investor (ettleddsskatt) gir også dividende-skattefordel på 15 øre, mens 1990-reglene er dividendemessig nøytrale bare for langtidsinvesteringe A/S med 27,8 % skatt på dividendeinntekt (jfr. kritisk skattesats).

⁴⁾ Dette er den eneste kombinasjonen av satser i tabell 4 som gir $k_d = 0$.

4.2 Kapitalstruktur

Vi sammenligner først gjeld med *tilbakeholdt egenkapital* og holder fast på forutsetningen om full skatteposisjon hos bedriften. Tabell 5, som er basert på uttrykk (5), viser resultatet av tilsvarende analyser som vi nettopp gjorde skrittvis for dividendetilfellet.

Tabell 5 *Skattefordel pr. kontantstrømskrone ved gjeld kontra tilbakeholdt egenkapital (S_{Gt})*.
Bedriftens inntektsskattesats er 50,8 %.

Kreditorskattesats, (s_K)	Gevinstskattesats, (s_{Eg})	Skattefordel, kr (S_{Gt})
0	0,4	0,63
0	0	0,39
0,43	0,4	0,20
0,391	0	0
0,43	0	-0,04

Maksimal renteskattefordel ved gjeld i 1990 er hele 63 øre pr. kontantstrømskrone fra driften. Dette oppstår hvis kreditor ikke betaler inntektskatt, samtidig som eier er korttidsinvestor. Etteddsskatt gir en gjeldsfordel på 39 øre, og full skatteposisjon på begge ledd gir 20 øre.

Tilbakeholdt egenkapital kan derfor bare konkurrere med gjeld hvis eier er langtidsinvestor. I så fall er maksimal skattefordel ved egenkapital 4 øre pr. krone kontantstrøm fra driften. Dette skjer hvis kreditor er personlig skattyter med topp marginalsatt på 43 % (over kr 158.000 i øvrig inntekt i klasse 1).

Kritisk kreditorskattesats (s_K^*) er 39,1 % hvis eier er langtidsinvestor. Dette tilsvarer skatten på renteinntekt for et A/S med full avsetning til konsolideringsfond ($0,508 \cdot (1 - 0,23)$). Da er skattesystemet finansieringsmessig nøytralt, siden samlet skatt på gjeld og egenkapital er like. Skatten på gjeld betales av kreditor, mens bedriften innbetaler egenkapitalskatten.

I tabell 6 brukes (7) til å sammenligne gjeld med egenkapital, forutsatt *full dividende*. Siden vi allerede vet at dividende er skattefavorisert fremfor tilbakepløying, er det ikke overraskende at tabell 6 forteller om lavere gjeldsinsentiver enn det vi fant i tabell 5. Erstattes full tilbakepløying med

Tabell 6 *Skattefordel pr. kontantstrømskrone ved gjeld kontra egenkapital, forutsatt full dividende fra (2). Bedriftens inntektsskattesats er 50,8 %.*

<i>Kreditorskat-tesats, (s_K)</i>	<i>Dividendeskat-tesats (s_{Ed})</i>	<i>Gevinstskat-tesats (s_{Eg})</i>	<i>Skattefordel, kr (S_{Gd})</i>
0	0,278	0,4	0,48
0	0	0	0,25
0,43	0,22	0,4	0,02
0,43	0,278	0,4	0,05
0,391	0,278	0	0
0,245	0	0	0
0,43	0	0	-0,18

full dividende, faller eksempelvis maksimal skattefordel ved gjeld fra 63 øre til 48 øre pr. kontantstrømskrone fra driften. I motsatt ende stiger maksimal egenkapitalfordel fra 4 til 18 øre.

Etteddsskatt favoriserer gjeld med 25 øre (mot 39). Full skatt på begge ledd gir nå tilnærmet nøytral beskatning hvis både kreditor og eier er personlig skattyter. Fullstendig nøytralitet oppstår hvis kreditor er et A/S i full skatteposisjon, samtidig som også investor er et langtidsinvestererende A/S. Da oppveies bedriftens rentefordel av kreditors skatteulempe, samtidig som bedriftens skattefordel ved dividende nøytraliseres av eiers skatteulempe.

I motsetning til ved tilbakepløying kan altså utdelt egenkapital konkurrere med gjeld når eier er i skatteposisjon. Er eierinntekten skattefri, viste tabell 5 en kritisk kreditorskattesats på 39,1 %. Med dividende i stedet for tilbakepløying faller denne grensen til 24,5 %. Differansen skyldes skattefavorisert dividende på bedriftsnivået.

Etter denne toleddsanalysen kan vi *konkludere* at med bedriften i full skatteposisjon, oppfordrer dagens skattesystem til maksimal dividende. Det er også gjennomgående favorisering av gjeld hvis alternativet er tilbakeholdt egenkapital. Sammenlignet med utbetalt egenkapital er ikke gjeldsinsentivet så klart. Full skatteposisjon på begge ledd tilsier her at dagens system er temmelig nøytralt.

Vi har hele veien forutsatt at bedriften som tar finansieringsbeslutningen er i full skatteposisjon, men har variert investorskattesatsene over

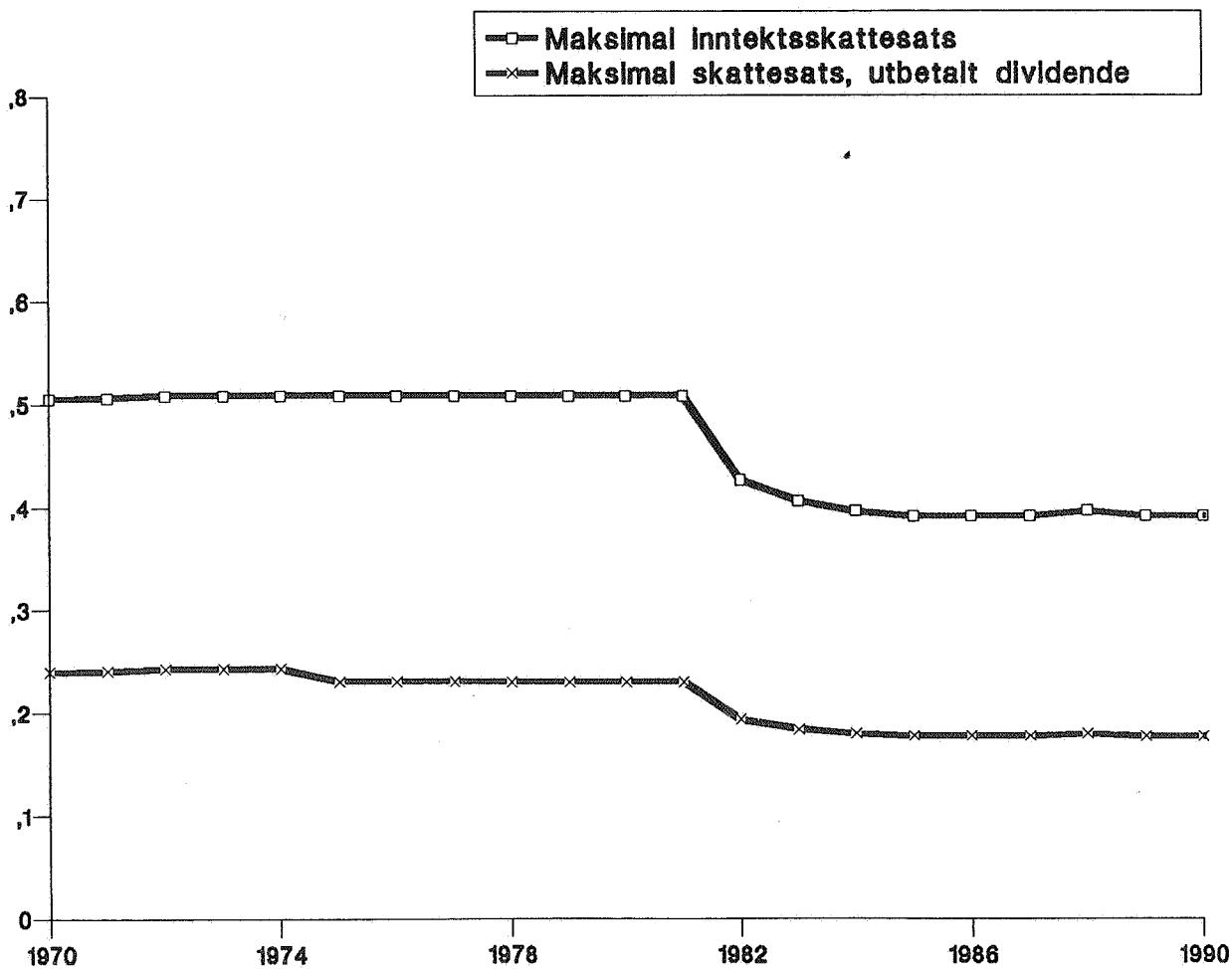
hele spekteret fra null til maksimum. Mot slutten av neste avsnitt gjenomgår vi effektene av å endre forutsetningen om bedriften i full skatteposisjon.

5. Perioden 1970–1990

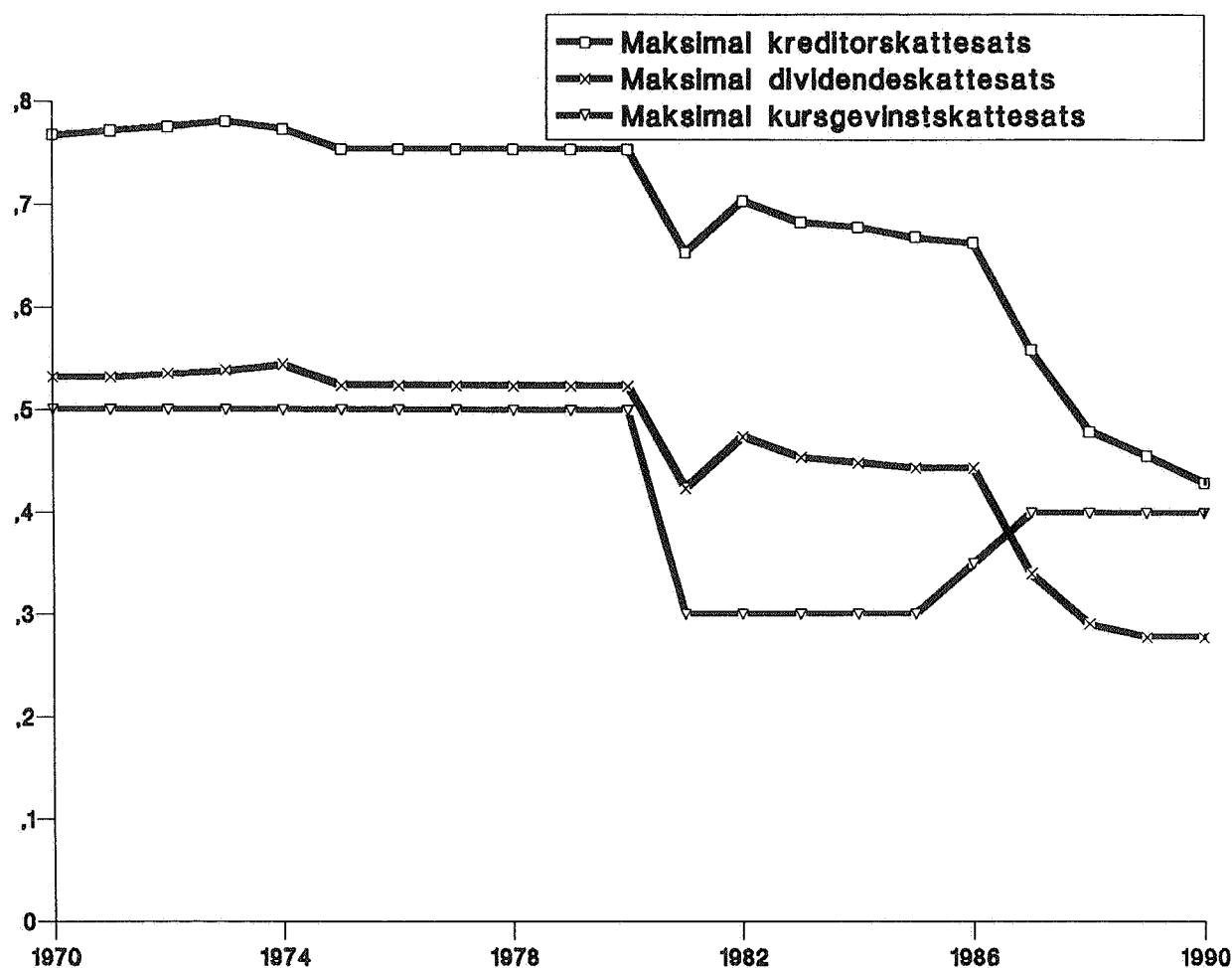
Figur 1 viser utviklingen over tid for de fem skattesatser som inngår i skattefaktorene. Del a) viser bedriftsskattesatsene og del b) viser investor-skattesatser (kreditor- og eierskattesatser).

Figur 1 *Norske skattesatser i perioden 1970–1990.*

Kilder: Statistisk Sentralbyrå (1988), Skattedirektoratet (1989), St.prp. nr. 1 med Tillegg nr. 3 (1989–90).



a) *Bedriftsskattesatser*



b) *Investorskattesatser*

Det er flere *fellestrekk* ved kurvene i figur 1. For det første er alle satser svært stabile gjennom 70-årene. Det andre klare mønster er at åtti-årene startet med endringer i samtlige satser, og fra da av har det vært nesten kontinuerlige endringer. For det tredje har alle satser falt fra sytti- til åttiårene, og i åttiårene har årlig fall vært det vanlige.

Bedriftsskattesatsene i figurens del a) viser at gjennom hele tyveårsperioden har tilbakeholdt overskudd vært ca. dobbelt så hardt beskattet som dividende. Eneste endring av betydning kom med innføringen av skattefri avsetning til konsolideringsfond i 1982. Inntektsskattesatsen falt da fra

50,8 % til 42,7 % etter full avsetning, og den har siden ligget rundt ca. 40 %. Gjeldsrenter har vært fradragsberettigede (skattefrie) i hele perioden.⁵⁾

På *investorleddet* har renteinntekt hele tiden blitt hardere beskattet enn eierinntekt. Selv om satsene har falt i åttiårene, har differansen mellom maksimal kreditor- og dividendesatser holdt seg temmelig stabil. Forskjellen mellom kreditor- og gevinstskattesatsen er derimot nesten blitt null de to siste årene.

De to eierskattesatsene (kursgevinst og dividende) var nesten like t.o.m. 1980. Deretter var maksimal dividendeskatt klart høyest i seks år, mens gevinstskatten har vært størst de fire siste årene.⁶⁾

På begge ledd og dermed også totalt har det skjedd en betydelig *skattereduksjon* i åttiårene sammenlignet med tiåret før. Satsene er imidlertid redusert i ulik grad, slik at forholdet mellom flere av dem ikke har vært konstant. Dette vil slå ut når vi nå analyserer endringer i skatteinsentiver over tid.

⁵⁾ Inntektskattesatsen s_B er summen av kommune-, stats- og fellesskatt. Skatten på utbetalt dividende (s_{Bd}) er kommuneskatt pluss fellesskatt.

T.o.m 1973 inkluderte s_B og s_{Bd} også særskatt til U-hjelp. Grunnlaget for avsetning til konsolideringsfond er inntekt ved kommuneskatteligningen. Ved maksimal avsetning kan derfor s_B reduseres med andelen k . Konsolideringsfondet kan ikke brukes til dividende. Hvis hele overskuddet (før avsetning) utbetales som dividende, kan derfor ikke selskapsskatten reduseres gjennom fondsavsetning.

Bortsett fra disse to forandringene har oppbygningen av bedriftsskattesatsene vært uendret gjennom hele perioden.

⁶⁾ Et A/S har i hele perioden betalt stats- og kommuneskatt på mottatte renter. Denne renteinntekten inngår i avsetningsgrunnlaget for konsolideringsfond. T.o.m. 1973 var det også U-hjelps-skatt på renteinntekt, uansett om kreditor var A/S eller personlig skattyter.

Personlig skattytende kreditorer betaler stats-, kommune- og fellesskatt av renteinntekt. Til og med 1986 ble også sykedel av folketrygden regnet av renteinntekt.

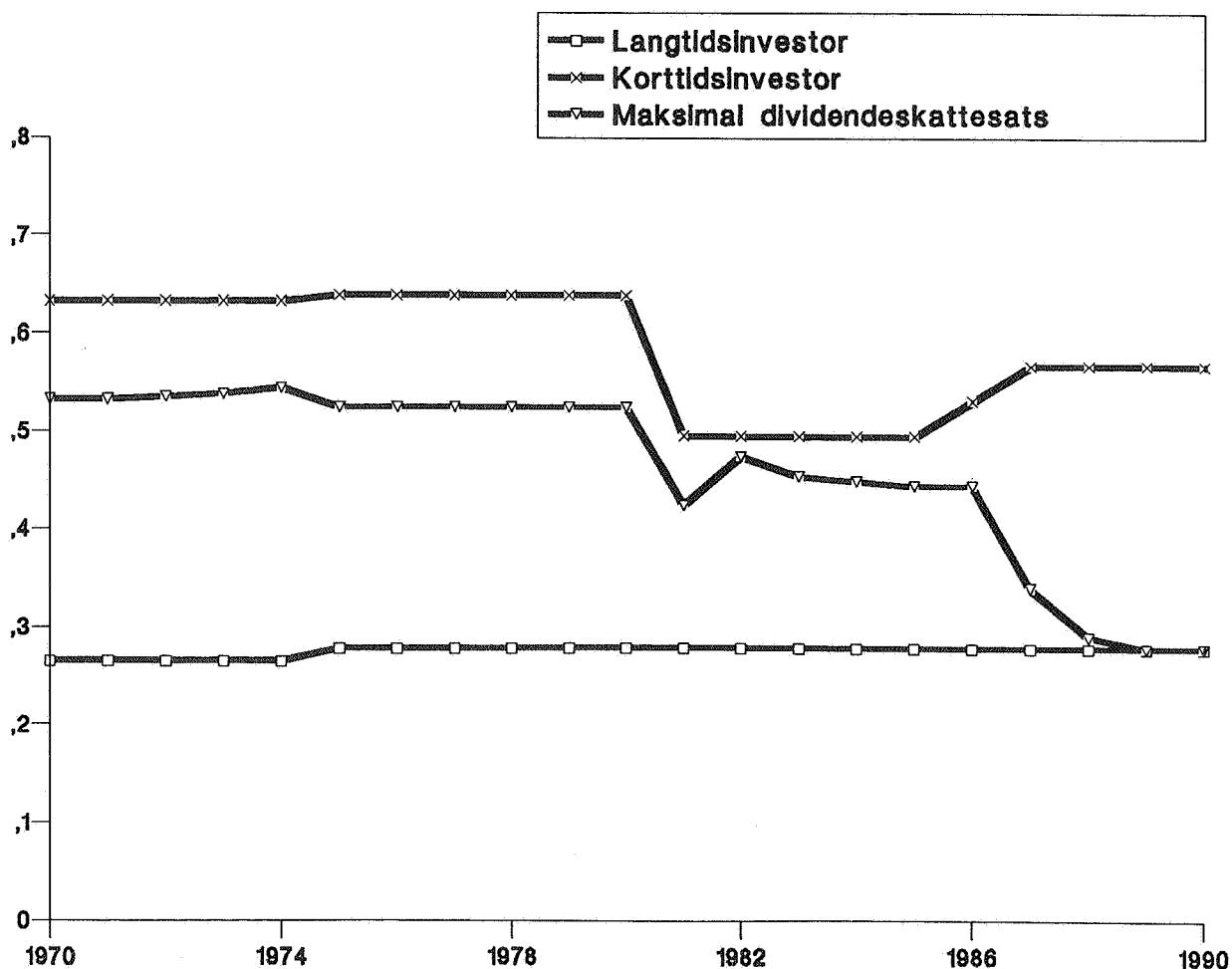
Aksjeselskaper betaler statsskatt på dividendeinntekt (s_{Ed} for A/S). T.o.m. 1987 var s_{Ed} for personlige skattytere summen av statsskattesatsen og folketrygdens sykedel. I 1988 ble dividendeinntekten lagt toppskatt, men denne ble erstattet av fellesskatt i 1989.

Minimum investeringsperiode for å oppnå skattefri kursgevinst ($s_{Eg} = 0$) var 5 år t.o.m. 1979, deretter 2 år t.o.m. 1985 og så 3 år frem til i dag.

5.1 Dividende

Figur 2 viser skattebaserte dividendeinsentiver. Del a), som gjengir kritisk dividendeskattesats for investor (s_{Ed}^*), dokumenterer at i hele perioden har dividende vært skattefavorisert fremfor tilbakepløying for alle korttidsinvestorer. Dette følger av at kritisk dividendeskattesats for korttidsinvestor ligger over kurven for maksimal dividendeskattesats. Konklusjonen for 1990 fra forrige avsnitt holder derfor i hele perioden.

Figur 2 *Skattebaserte dividendeinsentiver, 1970–1990. Bedriften er i full skatteposisjon.*

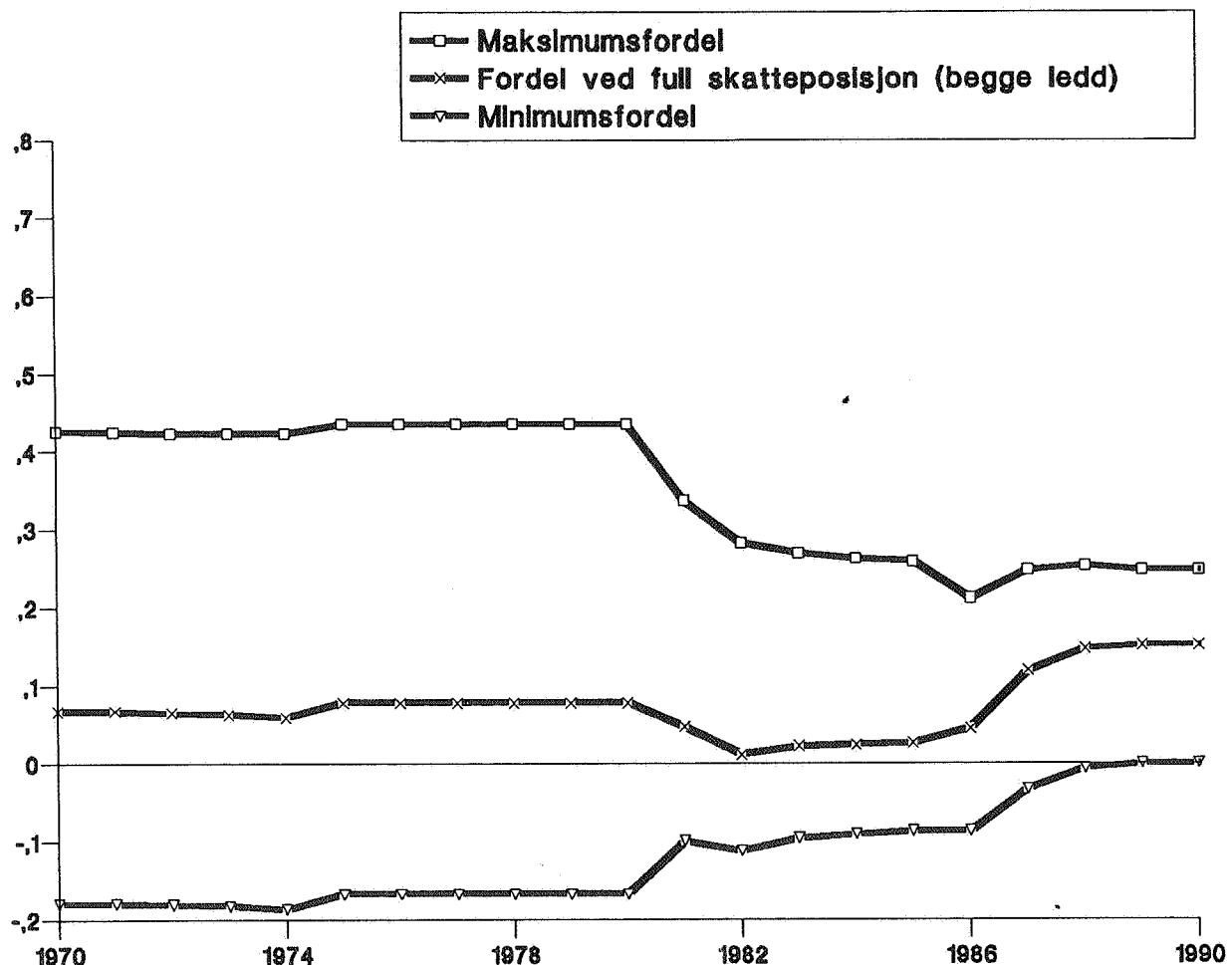


a) *Kritisk skattesats for dividendeinntekt*

For langtidsinvestorer ligger kritisk dividendeskattesats under den maksimale til og med 1988. Tilbakepløying var derfor best for investorer med høy dividendeskattesats (over kritisk nivå), mens de med lavere skatt var best tjent med dividende. F.o.m. 1987 har imidlertid kritisk nivå nærmet

seg maksimalsatsen, slik at stadig færre langtidsinvestorer har vært tjent med tilbakepløying. I tråd med beregningene i forrige avsnitt, viser figuren at i dag vil selv ikke langtidsinvesteringe aksjeselskaper med maksimal dividendeskatt tjene på at overskuddet holdes tilbake.

Figurens del b) viser årlig skattefordel pr. kontantstrømskrone hvis overskuddet utbetales. Øverste kurve gjelder maksimal fordel (korttidsinvestor uten dividendeskatt), midterste kurve antar full skattekonsesjon på begge ledd, mens nederste kurve viser minimumsfordelen (langtidsinvestor med maksimal dividendeskatt).⁷⁾



b) Årlig dividendeskattefordel pr. kontantstrømskrone

⁷⁾ Ifølge (2) er maksimal avsetning til konsolideringsfond alltid lønnsomt ved tilbakepløyingsalternativet. Ved skattesatser tilsvarende full skattekonsesjon (midtre kurve) og minimumsfordel (nedre kurve) er størst mulig avsetning også optimalt ved dividendealternativet. Satser tilsvarende maksimumsfordelen (øvre kurve) tilsier ifølge (2) full avsetning i årene 1982–85 og deretter null avsetning frem til i dag.

Gjennom hele perioden har maksimal dividendeskattefordel ligget mellom 44 og 21 øre pr. krone kontantstrøm fra driften. Full skatteposisjon på begge ledd (midterste kurve) ga dividendeskattefordel på ca. 8 øre i sytti-årene, tilnærmet nøytralitet (S_d nær null) i 82–85, mens S_d deretter har steget år for år 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 langtidsinvestor med 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 og til slutt nå null de tre siste år.

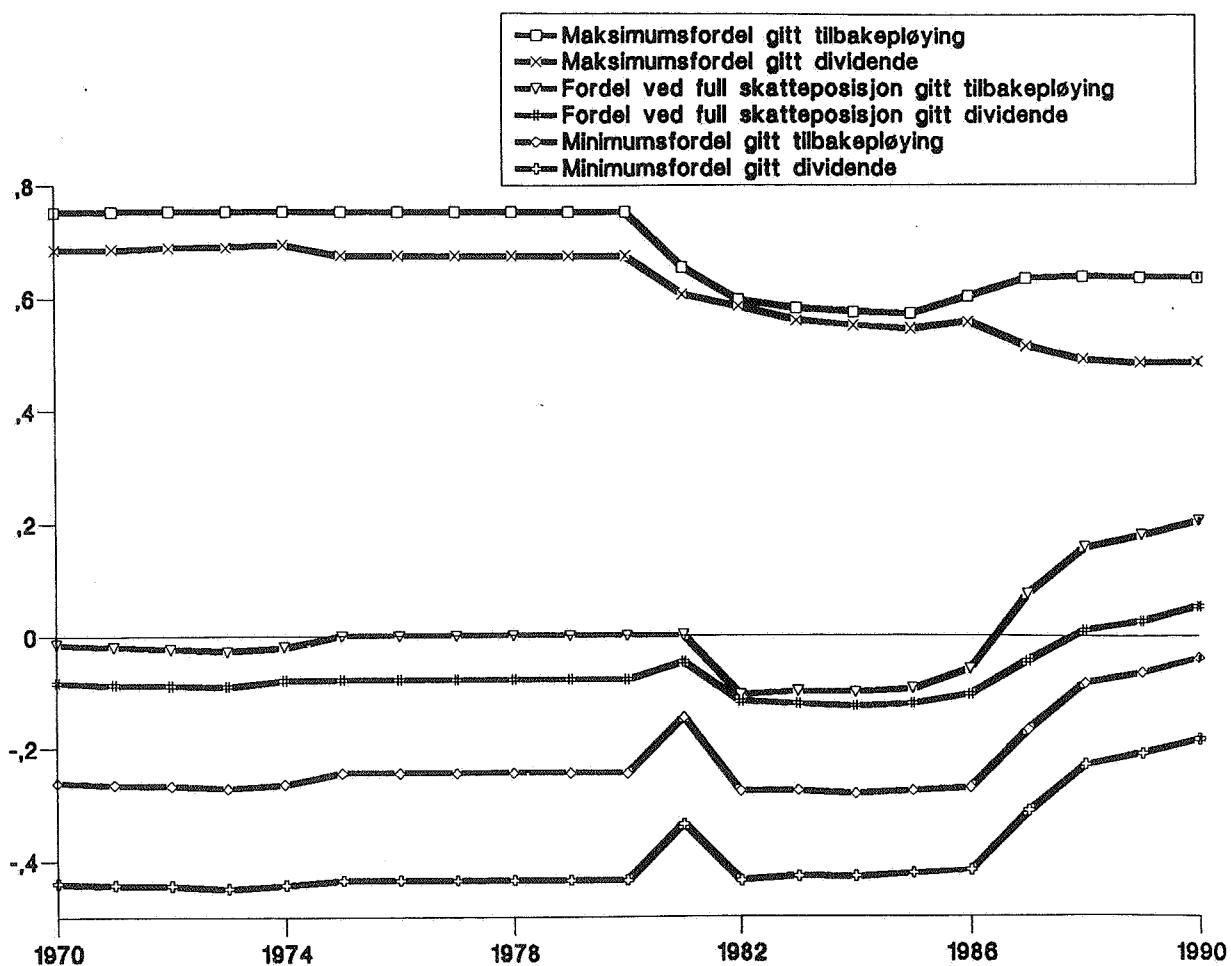
Konklusjonen om skatt og dividendepolitikk er at med bedriften i full skatteposisjon har det, for de fleste kombinasjoner av skattesatser, vært insentiv til å dele ut mest mulig. Systemet har likevel vært temmelig nøytralt hvis begge ledd er i full skatteposisjon. De fire siste årene har imidlertid reglene oppfordret til utbytte, uansett investorenes skattestatus.

5.2 Kapitalstruktur

Beregning av kritisk kreditorskattesats over de to tiårene er vist i Bøhren og Michalsen (1989). Vi går imidlertid nå rett på *årlig renteskattefordel*, siden disse beregningene også vil vise hovedpoengene om kritisk skattesats.

I figur 3 er gjeld sammenlignet med både utbetalt og tilbakeholdt egenkapital. Øverste kurve viser maksimumsfordelen ved gjeld hvis alternativet er tilbakepløyd egenkapital, og nest øverste viser tilsvarende fordel hvis alt overskudd deles ut til eierne. Begge kurver indikerer at maksimal gjeldsfavorisering har vært stor i hele perioden, men noe lavere i åtti-årene (55 øre i gjennomsnitt) enn i foregående tiår (68 øre). Mens differansen mellom de to skatteeffektene var liten i sytti-årene og nær null i første halvdel av åtti-årene, har skattefordelen ved gjeld sunket i forhold til dividende og steget i forhold til egenkapital de siste fire år. Dette er helt i tråd med det vi fant om dividendebeslutningen i figur 2.

Med full skatt på begge ledd har skattesystemet vært temmelig nøytralt i hele perioden, uansett hvilken egenkapitaldisponering gjeld sammenlignes med (kurve 3 og 4). Etter en fase med moderat egenkapitalfavorisering mellom 1981 og 1986 skiller de fire siste årene seg igjen ut ved tiltakende gjeldsinsentiver uansett disponeringsmåte (fra 8 øre pr. kontantstrømskrone i 1987 til 21 øre i 1990 ved tilbakepløying og fra -4 øre til 5 øre ved dividende).



Figur 3 Årlig renteskattefordel pr. kontantstrømskrone, 1970–1990. Bedriften er i full skatteinntaksposisjon.

De to nederste kurver viser at minimumsfordelen ved gjeld har vært negativ i hele perioden, men at den raskt har nærmet seg null nedenfra de tre siste år.

Hovedinntrykkene fra figur 3 er først at skattefordelen hele tiden har vært minst like stor og som oftest større når gjeld sammenlignes med tilbakeholdt enn med utbetalt egenkapital. Siden selskapene i praksis sjeldent tilbakeholder hele overskuddet og aldri deler ut alt, vil den faktiske skatteeffekten av gjeldsgrad være ett eller annet gjennomsnitt av de to tilfellene.⁸⁾

⁸⁾ I perioden 1980–1988 tilbakepløyde norske børsnoterte industriselskaper i gjennomsnitt 75 % av overskudd før årsoppgjørsdisposisjoner (Johnsen, 1989). Tas det dessuten hensyn til tvungne reservefondsavsetninger, er det typiske norske tilfellet atskillig bedre beskrevet ved full tilbakepløying enn ved full dividende.

Det andre stabile trekket er at når begge ledd er i skatteposisjon, har skattesystemet vært temmelig nøytralt. Kombinasjonen av lav kreditor-skatt og høy investorskatt har imidlertid gitt omtrent dobbelt så høy gjeldsfavorisering som den gjeldsdiskriminering som oppstår ved høy kreditorskatt og lav eierskatt.

Det tredje hovedtrekket er at uansett investors skatteposisjon har gjeldsfavoriseringen tiltatt markant de fire siste år.

Konklusjonene så langt er robuste hva gjelder investorbeskatning, siden vi har gjort en rekke alternative forutsetninger om disse. Den bedrift som tar finansieringsbeslutningen er derimot hele tiden forutsatt å være i full skatteposisjon. Vi ser nå nærmere på effekten av å løse opp denne restriksjonen.

Lavere bedriftsskatt (reduksjon av s_B og s_{Bd} i samme takt) vrir finansieringsinsentivene i retning av mer tilbakepløying og mindre gjeld; altså motsatt vei av de siste fire års endringer i investorskattesatser. Dividende-skattefordelen avtar fordi skattediskrimineringen på bedriftens hånd av en tilbakeholdt krone reduseres. Gjeldsfavoriseringen synker fordi bedriften sparer mindre skatt pr. utgiftsført rentekrone.

Ekstremtilfellet av dette er en bedrift som ikke betaler skatt overhode ($s_B = s_{Bd} = 0$). Da bestemmes finansieringsinsentivene utelukkende av investorskattene (se figur 1b). Er disse lik de maksimale, har tilbakepløying vært favorisert fremfor dividende i hele perioden bortsett fra de fire siste årene. Egenkapital har vært favorisert fremfor gjeld hele tiden. Tilbakeholdt egenkapital er likevel nesten skattemessig sidestilt med gjeld pr. 1990.

Hvis hovedpoenget med analysen er å uttale seg om *det typiske norske A/S* utfra dettes skatteposisjon, har vi ikke gode nok data til å kunne si noe skråsikkert. I Aarbakkeutvalgets rapport (NOU 1989:14, ss 342–347) er det beregnet at i 1986 betalte 685 industribedrifter som alle gikk med overskudd en skatt på gjennomsnittlig 14 % av resultat før årsoppgjørs-disposisjoner. Dette tallet varierte imidlertid dette ene året fra 9 % i kjemisk industri til 25 % i produksjon av mineralske produkter. Beregninger vi selv har gjort utfra Oslo Børs Informasjons database gir et gjennomsnitt på 22 %. Utvalget her er samtlige børsnoterte selskaper (unntatt bank og forsikring) i perioden 1980–89.

Utfra disse antydningene om typiske skatteprosenter har vi gjentatt alle de foregående beregninger med *halv bedriftsskatt*. Eksempelvis innebærer

dette for 1990 at $s_B = 25\%$. Bedriftens skatt etter konsolideringsfond blir da 20 % på tilbakepløying og 9 % på utbetalt dividende.

For dividendeinsentivene gir halvert bedriftsskatt justeringer nedover med 5–10 øre for alle tre kurver i forhold til figur 2b. Dette betyr f.eks. at ved full investorskatt (midterste kurve) blir skattesystemet et lite hakk mer nøytralt frem til 1986 enn ved full bedriftsskatt. Deretter er dividendefavoriseringen 5–10 øre lavere pr. kontantstrømskrone enn ved full bedriftsskatt. Minimumsfordelen (nederste kurve) i 1990 blir –5 øre, mens den altså er null ved full bedriftsskatt.

På kapitalstruktursiden skjer to ting i forhold til figur 3 når bedriftsskatten halveres. Lavere dividendeskattefordel gjør at spørsmålet om gjeld kontra egenkapital blir mindre følsomt for om overskuddet tilbakepløyes eller utbetales (kortere avstand mellom de to kurvene i hvert par). For det andre reduseres gjeldsfavoriseringen med ca. 15 øre uansett investorskattesposisjon og uansett år. Ved eksempelvis full investorskatt (kurve 3 og 4 ovenfra) er egenkapitalfavoriseringen ca. 15 øre uansett hvordan overskuddet disponeres frem til 1986 (den er altså nær null med full bedriftsskatt). I 1990 skattefavoriseres gjeld fremfor tilbakepløyd egenkapital med 9 øre.

Med halvert bedriftsskatt blir det altså ikke dramatiske endringer i våre tidligere resultater om skattebaserte finansieringsinsentiver. Helt skattefri bedrift på første ledd og full investorskatt på andre ledd gir imidlertid klar favorisering av egenkapital fremfor gjeld. Bortsett fra i de siste fire år gjelder dette også tilbakepløying fremfor dividende.

6. Verdieffekten av skattebaserte finansieringsinsentiver

Så langt har vi undersøkt hvordan det norske skattesystemet, via finansieringen, påvirker skatteinntektene på bedrifts- og investor-nivå. Dette er da også artikkelen hovedhensikt. Avslutningsvis diskuterer vi kort hvordan disse skatteinntektene kan tenkes å påvirke bedriftens verdi. Vi begrenser oss til gjeldsgradsdelen av spørsmålet, hvor vi allerede i avsnitt 2 så at alternative teorier gir helt forskjellige hypoteser om sammenhengen mellom skatt, gjeldsgrad og verdi. En skikkelig empirisk behandling av dette viktige spørsmålet ligger imidlertid utenfor rammen av denne artikkelen.

Skatteinntekten av gjeld på bedriftens verdi er lik nåverdien av frem-

tidige skattebesparelser ved å finansiere med gjeld fremfor egenkapital, hensyn tatt til skatt på begge ledd. Denne verdien kan først spesifiseres eksakt når en kjenner tidsforløpet på rentebetalingene og skattesatser. Standardforutsetningene i litteraturen er konstante rente- og skattesatser over tid, og at bedriften forventes å ha samme utestående gjeld i all fremtid. Siden risikoen i skattebesparelsen tilsvarer risikoen i den kontantstrøm som gir besparelsen (rentebetalingene), settes diskonteringsrenten lik lånerenten etter kreditorskatt.

Under disse forutsetningene blir verdien av de årlige skattebesparelser lik nåverdien av en uendelig annuitet. Vi begrenser oss til gjeld kontra full tilbakepløying og får fra (4):

$$(8) \quad V(G) = G \cdot \left\{ 1 - \frac{(1 - s_{Eg}) \cdot [1 - s_B \cdot (1 - k_{max})]}{(1 - s_K)} \right\}$$

$$= G \cdot S_V$$

Her er *skatteverdifaktoren* S_V definert som:

$$(9) \quad S_V = 1 - \frac{(1 - s_{Eg}) \cdot [1 - s_B \cdot (1 - k_{max})]}{(1 - s_K)}$$

Verdien av skattefordelen ved gjeld i (8) er større desto høyere gjeld og skatteverdifaktor selskapet har. Verdien er uavhengig av lånerenten, siden beregning av rentebeløp og diskontering av skattebesparelse skjer til samme rente.

Ved *ettleddsskatt* ($s_{Eg} = s_K = 0$) gir de fremtidige skattebesparelser et verditilskudd på $G \cdot s_B \cdot (1 - k_{max})$. Ved å bytte ut halvparten av egenkapitalen med gjeld og deretter beholde denne gjeldsgraden, kunne derfor et helt eierfinansiert selskap verd eksempelvis 100 mill. kroner øke sin verdi med ca. 25 mill. kroner i sytti-årene ($k_{max} = 0$, $s_B \approx 0,5$) og med ca. 20 mill. kroner i åtti-årene ($k_{max} \approx 0,2$ og $s_B \approx 0,5$). Permanent overgang til maksimal gjeld ville gi størst verdiøkning, dvs. henholdsvis 50 og 40 mill. kroner i de to periodene.

Samme resultat gir full *toleddsskatt* dersom renteinntekt og eierinntekt beskattes *likt*. I hele perioden har imidlertid s_K vært større enn s_{Eg} . Det er likevel verd å merke seg at i 1990 er differansen kun 3 %-poeng, mot hele 37 %-poeng så sent som i 1985. Vi nærmer oss altså nå en situasjon med samme verdieffekt som ved ettleddsbeskatning.

Figur 3 viste at med begge ledd i full skattekonsesjon var skattesystemet tilnærmet gjeldsnøytralt frem til 1981, deretter svakt egenkapitalfavorisende til 1986, og så tiltakende gjeldsfavoriserende frem til i dag. Med satsene fra 1981, 1986 og 1990 gir (9) resultater i samsvar med dette: S_V blir hhv. 0, -0,18 og 0,36. Under våre forutsetninger kunne altså bedriften i 1981 ikke påvirke sin verdi nevneverdig ved å endre gjeldsgrad. I 1986 kunne verdien økes med 18 øre pr. krone egenkapital som erstattet gjeld. Fire år senere er situasjonen motsatt. Verdistigningen i 1990 ville bli 36 øre for hver krone gjelden økte på bekostning av egenkapital.

Millers likevektsmodell gir helt andre hypoteser. Etter hans teori kan ikke vedvarende skattefordeler av finansiering eksistere, forutsatt et frikjønnsfritt kapitalmarked og skattesatser som er tilstrekkelig ulike investorene imellom. Anta nemlig at for samme risiko har egenkapital høyere kostnad etter skatt enn gjeld. Da kan bedriften redusere både sine skatteinbetalinger og sitt avkastningskrav ved å erstatte egenkapital med gjeld. Er eksempelvis egenkapitalkostnaden etter skatt 14 % og bedriftsskattesatsen 39 %, kan bedriften tilby en lånerente på inntil 23 % før gjeld og egenkapital koster de samme 14 % etter skatt. Anta så at en skatteendring øker bedriftens skattefordel fra 39 til 45 øre pr. rentekrone. Da kan også lånerenton stige fra 23 til 25,5 % ($0,14/0,55$) før gjeld og egenkapital koster det samme etter skatt. Større gjeldsfavorisering vil derfor øke låntakers maksimalt akseptable rente.

På etterspørslssiden vil også investor tjene på å være kreditor fremfor eier dersom lånerenton heves så mye at den oppveier økt skatt ved å få renteinntekt fremfor eierinntekt (her kursgevinst). Det kritiske er derfor hvorvidt bedriftens skattemangfold ved mer gjeld overstiger investors skatteulempe ved å være kreditor. Er denne differansen positiv for noen investorer, kan bedriften fortsette å øke lånerenton for å trekke til seg nye kreditorer. For investorer med tilstrekkelig høy skatt på renteinntekt vil det imidlertid ikke lønne seg å godta den tilbudte rente, selv om den er atskillig høyere enn egenkapitalavkastningen før investorskatt. Etter skatt vil likevel egenkapital gi høyest avkastning. Den marginale investor, som er indifferent mellom å være eier og kreditor, bestemmer derfor likevektsnivået på lånerenton. Vi har tidligere kalt skattesatsen til denne investoren for den kritiske skattesatsen. *Likevektsbetingelsen* blir dermed:

$$(10) \quad (1 - s_K) = (1 - s_{Eg}) \cdot [1 - s_B \cdot (1 - k_{\max})]$$

Med kapitalmarkedet i likevekt kan det derfor ikke skapes verdier via finansieringens skatteeffekt, siden hele renteskattefordelen i (8) forsvinner. Gjennom den skattedrevne rentehevningen er hele skattefordelen overført fra bedriftene (som alle har samme s_B og k_{max}) til de kreditorer som har lavere marginalskatt enn den kritiske kreditorskattesats fra (10).

Dette kan illustreres i figur 3. Investorer i full skatteposisjon (kurve nr. 3 ovenfra) var de marginale investorer i Norge frem til 1981 (gjeldsskattefaktor nær null). Mellom 1982 og 1986 var kritisk kreditorskatt litt lavere enn den maksimale, mens den deretter har steget til et godt stykke over maksimumssatsen (positiv gjeldsskattefaktor ved maksimal kreditorskatt). I følge Miller vil alle skattefordeler ved gjeld slå ut i høyere gjeldsgrad (samlet, men ikke nødvendigvis for den enkelte bedrift), som i sin tur gir høyere rente i likevekt. Denne fordelen ved høy rente har havnet hos de kreditorer som har lavere marginalskatt enn den kritiske. Spesielt er maksimalfordelen (øvre kurve i figur 3) gått til bedriftenes skattefrie kreditorer.

Siden kritisk skattesats nå overstiger den maksimale (gjeldsfavorisering uansett skatteposisjon), er ikke lenger (10) tilfredsstilt. Redusert beskattning av renteinntekt har derfor ført til permanent subsidering av gjeld, selv etter at Millers rentemekanisme eventuelt har vært i arbeid. Dette er forøvrig samme situasjon som den USA har havnet i etter skattereformen i 1986.

Utover disse observasjonene fra kontantstrømsanalysen skal vi ikke teste empirisk verken Millers modell eller konkurrerende teorier. Det er imidlertid minst to grunner til at en slik studie bør gjennomføres. For det første kan en ikke besvare spørsmålet om skattebaserte finansieringsincentiver skikkelig før en vet om skattevriddninger nøytraliseres av endrede kapitalpriser. For det andre er det nettopp ved markante endringer i skattesystemer (som i Norge de fire siste år) at det er mulig å studere forholdet mellom finansiering og skatt på en tilfredsstillende måte. En fersk studie fra USA illustrerer hvor nært en da kan komme et ideal om kontrollerte eksperimenter (Givoly, Hayn, Ofer og Sarig, 1989).

7. Avsluttende kommentarer

Vi har basert oss på den enkle erkjennelse at investorinntekt må passere to skattefiltre på veien fra bedrift til investor. I tråd med dette har våre

analyser av skattesystemets finansieringsinsentiver fulgt pengestrømmene helt frem til mottakerne.

Både på bedrifts- og investorleddet er de nominelle skattesatsene klart redusert i åttiårene sammenlignet med tiåret før. Med bedrift og investor i full skatteposisjon ga skattereglene beskjedne vridningsimpulser i finansieringsbeslutningene frem til 1986. De fire siste årene har imidlertid systemet oppfordret stadig sterkere til mer utbytte og lavere egenkapital, uansett investorenes skatteposisjon.

Med halv bedriftsskatt og full investorskatt var systemet tilnærmet dividendenøytralt frem til 1986 og svakt dividendefavoriserende deretter. Det var favorisering av egenkapital frem til 1986 og tendens til økende gjeldsfavorisering deretter.

De siste års vridninger i skatteinsentivene skyldes endringer i personbeskatningen, hvor kraftig reduksjon i (netto) statsskattesatser har gjort at rente- og dividendeinntekt beskattes atskillig lavere enn før (maksimalsatene er redusert med hhv. 23,4 og 22,4 %-poeng). Samtidig økte gevinstskattesatsen med 5 %-poeng.

Vi tror dette er utilsiktede effekter av skatteendringer som ble foretatt i tråd med Skattekommisjonens anbefalinger om redusert nettoskatt (NOU 1984:22, ss. 14, 122–124, 130).⁹⁾ Våre resultater kan derfor tjene som en påminnelse om at med toleddsbeskatning kan en ikke endre personbeskatningen uten virkning for bedrifters finansiering.

King og Fullertons empiriske studie (1984) har hatt stor betydning for skattereformdebatten i mange land. Ikke minst gjelder dette USA, England og Sverige, som var tre av de fire undersøkte landene. Også den nylig fremlagte innstilling fra Aarbakke-utvalget (NOU, 1989:14) er inspirert av dette arbeidet. I innstillingen fremlegges en skisse til et nytt skattesystem, hvor det eksplisitt tas hensyn til både bedrifts- og investorskatt. Utvalget foreslår at muligheten til konsolideringsfondsavsetninger fjernes og at både tilbakeholdt overskudd og utbetalt dividende beskattes

⁹⁾ Skatteregler som oppfordrer til høy dividende og lav egenkapital kan synes inkonsistent med politiske mål om mer slagkraftige bedrifter. Med asymmetrisk informasjon kan imidlertid disse to effektene redusere agentkostnaden mellom eiere og ledelse og dermed sikre at ulønnsomme prosjekter forkastes: Høy dividende betyr at eierne selv får direkte bestemme (via tilført dividende) hva selskapets overskudd skal reinvesteres i. Store rente- og avdragsforpliktelser gir ledelsen redusert handlingsfrihet også mht. resten av selskapets kontantstrøm.

med 25 %. Uansett investeringsperiode antydes at investor skal betale 15 % gevinstskatt, null dividendeskatt og maksimum 25 % skatt på renteinntekt.¹⁰⁾

Dette på mange måter radikale forslaget gir likevel finansieringsinsentiver av samme type som i dagens regler: For enhver investor skattefavoriseres dividende med 11 øre pr. kontantstrømskrone. Årlig fordel ved gjeld fremfor tilbakeholdt egenkapital vil ligge mellom 11 og 36 øre. Sammenlignes gjeld med utbetalt egenkapital, er forslaget nøytralt ved full skattposisjon, mens maksimal gjeldsfordel er 25 øre. Ingen kombinasjoner av skattesatser favoriserer egenkapital.¹¹⁾

Både Skattekommisjonen (s. 157) og Aarbakke-utvalget (ss. 229–231) argumenterer for nøytral beskatning av kapitalinntekt, dvs. $s_{Eg} = s_{Ed} = s_K$. USA innførte dette gjennom Reagans skattereform i 1986. Det følger direkte fra vår analyse at i fravær av andre endringer vil dette gi samme finansieringsinsentiv som ren ettleddsbeskatning, dvs. oppfordring til mest mulig gjeld og minst mulig tilbakepløying. Nøytral investorskatt gir ikke nøytral finansieringseffekt før også bedriftsbeskatningen gjøres nøytral. Dette krever $s_B = s_{Bd}$, dvs. ingen skattediskriminering på bedriftens hånd mellom betalte renter, utdelt dividende og tilbakeholdt overskudd.

Skattebaserte finansieringsinsentiver kan først oppstå dersom summen av bedriftens og investorenes skatteinntekter påvirkes av finansieringsmåten. Vi har påvist slike vridninger i Norge; både i tidligere perioder, i

¹⁰⁾ Forslaget innebærer nøytral beskatning av egenkapital på bedriftsleddet, men dividendefavorisering hos investor. Det gir dobbelbeskatning av tilbakeholdt overskudd, men ikke av dividende. Gjeld favoriseres hos bedriften og diskrimineres hos investor. Ingen av skattesatsene er imidlertid fremmet som endelige forslag. Især problemet med dobbelbeskatning av aksjegevinst vil utvalget arbeide videre med.

¹¹⁾ Forslaget betyr at dividendeskattefaktoren blir:

$$S_d = (1 - s_B) \cdot s_{Eg}$$

Gjeldskattefaktorene ved hhv. tilbakepløying og dividende blir:

$$S_{Gt} = (1 - s_K) - (1 - s_B) \cdot (1 - s_{Eg})$$

$$S_{Gd} = s_B - s_K$$

dag og i fremlagte endringsforslag. Samtidig har vi sett at i lange perioder har systemet vært tilnærmet finansieringsnøytralt for bestemte kombinasjoner av skattesatser. Et en primært ute etter et presist anslag på det faktiske omfang av vridningene, trengs bedre data om bedrifters og investørers faktiske skatteposisjon enn de vi har benyttet.

Anta at en, gjennom god empiri om skatteposisjon på begge ledd, fant klare finansieringsinsentiver i det norske skattesystemet, f.eks. gjeldsfavorisering for den typiske kombinasjon av bedrifts- og investorskattesatser. Et slikt funn ville i så fall bare være en nødvendig, men ikke tilstrekkelig betingelse for at bedriften kan øke sin verdi ved å erstatte egenkapital med gjeld. Hvis markedsprisene på kapital allerede reflekterer disse skattevridningene, er de uten betydning for en verdimaksimerende bedrifts finansieringsvalg. Bedriftens realdisposisjoner ville ikke bli påvirket i en slik Miller-likevekt, og det oppstår kun fordelingsvirkninger investorene imellom gjennom kapitalprisene.

Hvis eksempelvis renteinntekter beskattes hardere enn kursgevinst, vil et progressivt skattesystem premiere kanalisering av kursgevinst til investorer med høy inntekt. I en Miller-likevekt vil høyinntektsgrupper investere i bedriftenes egenkapital, mens lavinntektsgrupper vil kanalisere sin sparing som lånekapital. King og Fullerton (1984) viser imidlertid at i de fire undersøkte land eies egenkapital både av skattefrie institusjoner og av investorer med maksimal skattesats. Dette kan tyde på at Millers modell har problemer med å forklare markedstilpasningen. En viktig fremtidig oppgave er derfor å undersøke empirisk forholdet mellom skatteendringer, finansieringsbeslutninger og kapitalpriser.

REFERANSER

- Bøhren, Ø. og D. Michalsen (1989): "Skattebaserte finansieringsinnsentiver i norske aksjeselskaper fra 1979 til 1990", BI Arbeidsnotat 1989/33.
- Copeland, T. E. og J. F. Weston (1988): *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley, Reading, Massachusetts.
- DeAngelo, H. og R. Masulis (1980): "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of Financial Economics* 8, 3–30.
- DeAngelo, H. og R. Masulis (1980): "Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation", *Journal of Finance* 35, 453–464.
- Givoly, D., C. Hayn, A. Ofer og O. Sarig (1989): "Taxes and capital structure: Evidence from firms' response to the tax reform act of 1986", Paper presented to the 16th annual meeting of the European Finance Association.
- Johnsen, T. (1989): "Aksjemarkedet", *Praktisk Økonomi* 5, 15–35.
- King, M.A. og D. Fullerton, eds. (1984): *The Taxation of Income from Capital. A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden, and West Germany*. The University of Chicago Press, Chicago and London.
- 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*.
- Skattedirektoratet (1989): *Lignings ABC*. Gyldendal, Oslo.
- Statistisk Sentralbyrå (1988): "Skatter og overføringer til private. Historisk oversikt over satser m.v. Årene 1970–1988", Rapporter, 88/20.
- St.meld. nr. 1 (1989): *Nasjonalbudsjettet 1990*.
- St.prp. nr. 1. Tillegg nr. 3 (1989): *Om endring av St.prp. nr. 1 om statsbudsjettet medregnet folketrygden for 1990*.