

**Arbeidsnotat nr. 47/10**  
**Kapitalskattereformen i 2006**  
**Tilpassinger og nøytralitet**  
**av**  
**Svein Erik Klette**

SNF prosjekt 1761  
”Corporate and Capital Taxation”

Prosjektet er finansiert av Norges forskningsråd

SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING AS  
BERGEN, NOVEMBER 2010  
ISSN 1503 – 2140

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo. Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale og i strid med åndsverkloven er straffbart og kan medføre erstatningsansvar.



## Sammendrag

Dette notatet tar for seg det ”nye” norske kapitalbeskatningssystemet som ble innført i 2006. Det nye systemet innebar en delvis dobbelbeskatning av selskap og aksjonærer. Før skattereformen ble utbytter og kapitalgevinster i realiteten kun beskattet en gang i bedriften. Fra 2006 ble det innført beskatning av utbytter og kapitalgevinster også på personers hånd. I denne oppgaven ser vi på tilpassinger til det nye systemet. Vi finner at mange valgte å ta ut unormalt høye utbytter i 2005. Samtidig som mye av den mottatte kapitalen ble direkte reinvestert i selskapssektoren igjen som innskutt egenkapital. Individ sikrer dermed at den reinvesterte egenkapitalen ikke blir beskattet, siden egenkapital kan tas ut skattefritt. Vi ser også at før aksjonærmodellen ble implementert i 2006 ble det dannet mange nye aksjeselskap. Grunnen til dette er trolig at aksjeselskap er unnlatt fra beskatning via fritaksmodellen. Dermed er det nærliggende å tro at mange av disse selskapene fungerer som mellomstasjon for kapital, som skal reinvesteres igjen.

Vi utvikler modeller for å drøfte om det norske kapitalskattesystemet er nøytralt overfor investering, finansiering og utbetalinger av utbytte. Vi ser først på investeringer, og videreutvikler en optimeringsmodell fra Sandmo (1969). Vi ser her på den optimale løsningen med hensyn til konsum og investeringer, når vi legger en skatt på avkastning over den sikre alternative avkastningen. Vi finner at en optimalt tilpasset investor vil marginalt **øke** sine usikre investeringer etter innførselen av skatten. Vi viser videre at forventede kontantstrømmer basert på risikojusterte sannsynligheter har den sikre renten som alternativ avkastingsrate. Dermed kan vi konkludere med at skattesystemet er relativt *nøytralt* overfor investeringsbeslutninger.

Når vi går over til å se på utbytte- og finansieringsbeslutninger bruker vi nåverdimetoden. Vi ser på hele levetiden til en investering, og tilnærmer oss stegvis aksjonærmodellen slik den er utformet i dag. Vi finner at skattesystemet er *nøytralt* overfor beslutninger om utbetaling av utbytter, det vil si at en aksjonær er indifferent mellom å få utbetalt et utbytte i dag eller som kapitalgevinst på et senere tidspunkt. Grunnen til dette er utformingen av skjermingsfradraget i aksjonærmodellen.

Når det gjelder finansieringsformer, finner vi at lånefinansiering gir en positiv effekt på nåverdien til utbyttene. Dette kommer av skattefradraget en får som følge av renteutgifter. Samtidig finner vi at effekten som lånefinansiering har på nåverdien til totalkapitalen er svakt negativ. Årsaken til dette er skatten som långiver må betale av renteinntektene. Dermed kan vi konkludere med at aksjonærmodellen ikke er *nøytral* overfor egenkapitalfinansiering i forhold til lånefinansiering.

I siste del av oppgaven diskuteres påstander rundt aksjonærmodellen, fremsatt av Advokatfirmaet Steenstrup Stordrange. På bakgrunn av modellene vi har laget kan vi påpeke flere feil i deres argumentasjon.

Vi finner også at ved implementeringen av aksjonærmodellen ble en del av nøytralitetsegenskapene ved det opprinnelige forslaget til Skauge-utvalget redusert.

## Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	i
Innholdsfortegnelse .....	iii
Liste over figurer .....	iv
Liste over tabeller.....	v
Innledning.....	1
Kapittel 1: Reformen.....	2
1.1 Skattesystemet før 1992 .....	2
1.2 Skattereformen i 1992 .....	3
1.2.1 Godtgjørelsesmetoden og RISK regulering .....	5
1.3 Ny Skattereform 2006 .....	8
1.3.1 Aksjonærmodellen .....	8
1.3.2 Deltakermodellen .....	10
1.3.3 Foretaksmodellen .....	10
1.3.4 Fritaksmodellen .....	11
Kapittel 2: Omstruktureringer rundt skattereformen.....	13
2.1 Alternativer for utbytte.....	13
2.2 Valg av organisasjonsform etter reformen .....	16
Kapittel 3: Nøytralitet.....	18
3.1 Individs tilpassing etter skatt over sikker alternativ avkasting.....	19
3.1.1 Forklaring på modellen .....	22
3.2 Alternativavkasting etter aksjonærskatt på utbytte .....	25
3.3 Modell med skatt på utbetalt utbytte over sikker avkasting.....	28
3.4 Nøytralitet med hensyn på utbytte- og lånebeslutning.....	30
3.4.1 Skatt på utbytte.....	32
3.4.2 Skatt på utbetalt utbytte.....	34
3.4.3 Skatt på utbetalt utbytte over sikker avkasting.....	37
3.4.4 Fremføring av ubenyttet skjermingsfradrag .....	40
3.4.5 Nøytralitet overfor utbyttebeslutningen .....	44
3.4.6 Oppsummering .....	45
3.4.7 Behandling av risiko i modellene.....	47
Kapittel 4: Kritikk av aksjonærmodellen .....	48
4.1 Betrachtinger rundt skattereformen.....	48
4.1.1 Aksjonærmodellen og Fritaksmodellen .....	48
4.1.2 Aksjonærmodellen og valg av eierskap .....	49
4.1.3 Aksjonærmodellen og utbetaling av utbytter .....	51
4.1.4 Aksjonærmodellen og immateriell kapital .....	52
4.1.5 Hensynet til risiko .....	54
4.1.6 Symmetri i aksjonærmodellen.....	56
4.1.7 Oppsummering .....	57
Kapittel 5: Konklusjoner .....	59
Referanser.....	61
Appendiks.....	63

## Liste over figurer

Figur 1: Fritaks- og Aksjonærmodellen .....	12
Figur 2: Mottatt aksjeutbytte/ Reinvesterte midler .....	14
Figur 3: Antall aksjeselskap og enkeltpersonforetak 2000-2007 .....	17
Figur 4: Grafisk forklaring på økte investeringer etter skatt .....	23

## Liste over tabeller

Tabell 1: Godtgjørelsesmetoden og risk - regulering .....	6
Tabell 2: Hvordan aksjonærmodellen fungerer i praksis .....	9
Tabell 3: Skatteplikt for enkeltpersonforetak .....	11

## Innledning

Kapitalskattesystemet i Norge ble endret i 2006. Før denne endringen ble uttak fra bedriften i realiteten kun beskattet en gang via overskuddskatten. Etter 2006 ble også aksjonærer skattepliktige på personlig hånd. I denne oppgaven vil det fokuseres på aksjonærmodellen, og ikke de andre modellene som ble innført i 2006.

Ved innførselen av det nye skattesystemet var det viktig for myndighetene å bygge videre på en del grunnleggende prinsipper for beskatning. Blant disse var at skattesystemet skal virke mest mulig nøytralt. På bakgrunn av dette vil vi i denne oppgaven forsøke å svare på problemstillingen:

*”Hvordan har aktører tilpasset seg det nye kapitalskattesystemet, og er det nye norske kapitalskattesystemet nøytralt overfor beslutninger om investering, finansiering, og utbytteutbetaling?”*

Oppgaven er delt i fem kapitler. Kapittel 1 tar for seg kapitalskattesystemet fra slutten av 1980 – årene. Gjennom reformen i 1992, og frem til 2006 der systemet ble endret igjen. Kapittel 2 ser på hvordan personer og bedrifter tilpasset seg det nye skattesystemet i forkant av skattereformen i 2006. Kapittel 3 danner grunnlaget for den teoretiske analysen i oppgaven. Metodene som blir brukt til dette er forventet nytteteori, risikonøytral verdsetting og nåverdimetode. Kapittel 4 tar opp en del påstander fra boken Skattereform 2004-2006, disse vil bli diskutert med rammeverket fra kapittel 3 som grunnlag. Den endelige implementeringen av aksjonærmodellen blir også diskutert her.

Kapittel 5 konkluderer med hvilke funn vi har gjort i oppgaven.



## **Kapittel 1: Reformen**

Dette kapitlet tar for seg systemet for kapitalbeskatning fra slutten av 1980 årene, og frem til den første skattereformen ble implementert i 1992. Det blir gitt en beskrivelse av prinsippene systemet ble grunnlagt på, og en beskrivelse av hovedproblemet med skattesystemet etter 1992. Til slutt blir den nye skattereformen fra 2006 presentert.

### **1.1 Skattesystemet før 1992**

Før 1992 var skattesystemet i Norge preget av høye formelle skattesatser, samtidig som mange fradrag- og kredittordninger gav skatteutsettelse. I mange tilfeller var det stor forskjell mellom de formelle skattesatsene og den reelle beskatningen. Mange investeringer ble gjennomført med bakgrunn i de skattekredittene som var knyttet til investeringene. Verdien av denne skattekreditten var som regel høyest for de med høy marginalsatt. Systemet førte dermed ofte til skatteplanlegging hvor beslutninger om gjennomføring av prosjekter ble tatt med hensyn på hvilke fradrag- og kredittordninger som var knyttet opp til investeringen. Dette medførte investeringer i prosjekter som ikke hadde blitt realisert under et mer nøytralt skattesystem. Videre var investeringer i realkapital favorisert foran investeringer i finanskapital. Der sjenerøse avskrivingssatser for enkelte investeringer i realkapital ikke gjenspeilet det faktiske økonomiske verdifallet.

I 1989 la Aarbakke-utvalget (NOU 1989:14) fram forslag om reform av skattesystemet. Viktige hovedmomenter ved forslaget var å skape en mer effektiv ressursallokering gjennom nøytralitet. Innføre et mer rettferdig system for kapitalbeskatning gjennom å gjøre alle inntekter fra kapital mer ensartet. Redusere lønnsomheten av skatteplanlegging. Forenkle skattesystemet ved å fjerne sær- regler og spesielle ordninger. Man ønsket å skape stabilitet i skattereglene over tid ved å bygge på gjennomgående prinsipper med minst mulig unntak.

## **1.2 Skattereformen i 1992**

Frem til 1992 hadde bedriftsbeskatningen blitt brukt som virkemiddel for å fremme en del konkrete mål. Eksempler på disse var distriktsutbygging, forskning og miljøinvesteringer. Samtidig hadde også bedriftsbeskatningen fordelingspolitiske og næringspolitiske mål. Med mange ulike mål førte ofte dette systemet til at det virket mot sin hensikt fordi noen av målene var innbyrdes motstridende.

Etter reformen ble det i mye større grad lagt vekt på å rendyrke målene for de forskjellige delene av skatte og avgiftssystemet. For eksempel skulle progressiv inntektsbeskatning være med på å nå fordelingspolitiske mål, og miljøavgifter til å nå miljøpolitiske mål. Ambisjonsnivået til skattesystemet ble redusert til å gi det offentlige inntekter. Samtidig skulle det gi minst mulig vridningseffekter i økonomien. Med bakgrunn i dette ble det beskrevet følgende hovedprinsipper i (NOU 1989:14) som reformen i 1992 ble fundert på:

- Nøytralitet. Alle inntekter skal skattlegges med samme effektive skattesats. På denne måten er skatten den samme uavhengig av skattegrunnlagets opprinnelse. Dette omfatter likebehandling mellom ulike spareformer uavhengig av hvordan avkastingen anvendes. Likebehandling av ulike typer investeringer og næringer, ulike finansieringsformer, nye og veletablerte bedrifter, og mellom gevinster og andre kapitalinntekter.
- Kontinuitet. Bedrifters skattemessige stilling bør ikke endres ved arvefall, gaveoverføringer, fusjon, fisjon eller andre omdannelser.
- Samordning. Underskudd skal kunne føres til fradrag mot overskudd.
- Lave skattesatser. Lavere satser reduserer avviket mellom bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Samtidig som det reduserer motivene for skatteplanlegging.
- Brede skattegrunnlag. Som innebærer nærmere samsvar mellom faktiske inntekter og skattegrunnlaget. Dette gir grunnlag for mer effektiv ressursbruk.

Av mål som hadde en mer politisk karakter kan en nevne:

- Skatteevneprinsippet. Som betyr at en bør ta hensyn til den enkelte skatteytters evne til å betale skatt. Det kreves en minsteinntekt for å ha evne til å betale skatt. Her vil det for enkeltpersoner være hensiktsmessig å se på forsørgelsesbyrden til vedkommende også, for å beregne skattesatsen.
- Fordelingshensyn. Et av hovedmålene til skattesystemet er å bidra til å redusere inntektsforskjeller mellom personer, etter skatt. Dette kan til dels oppnås ved progressive skattesatser. I tillegg bør skattegrunnlagene samsvare mest mulig med de faktiske inntektene.

Skattereformen omfattet både lønnstakere, trygdede, selskaper og personlig næringsdrivende. Ved reformen ble det innført to skattegrunnlag. Et for alminnelig inntekt og et for personinntekt. *Alminnelig inntekt* er den nettoinntekt som kommer som et resultat av å legge sammen skattepliktige inntekter, og deretter trekke fra fradragsberettigede utgifter. *Personinntekt* er lønn, pensjon og inntekt som følge av aktiv deltakelse i næringsvirksomhet. Av denne blir det beregnet trygdeavgift og toppskatt.

For personer består alminnelig inntekt av alle typer inntekt, etter at for eksempel gjeldsrenter er trukket fra. For bedrifter utgjør skattepliktig overskudd alminnelig inntekt. En kildemodell (delingsmodellen) ble innført, der avkastingen ble skattlagt løpende ved opptjening, uavhengig av anvendelse. Skattemessig ble det skilt mellom avkasting som kommer fra arbeidsinnsats og avkasting som kommer fra investert kapital. Denne delingen etter kapitalens kilde gjorde det mulig å beskatte kapital- og persondelen av næringsinntekt forskjellig. En av grunnene til at en gjennomførte en slik deling av beskatningen, var at en skulle sikre at arbeidsavkasting opptjent av aktive aksjonærer og personlig næringsdrivende skulle beskattes som personinntekt (St.meld.nr. 29:2004).

For å beholde de grunnleggende målene i skattereformen var det viktig å oppnå en moderat beskatning av kapitalinntekter, som skulle være nøytral i en veldig bred forstand. Samtidig skulle en av fordelingshensyn beholde progressiviteten i inntektsskatten. En uniform lineær kapitalinntektsskatt på 28 % ble innført. Ideen bak denne var at ingen skattemessige fordeler skulle bli gitt til spesielle typer investeringer, organisasjonsformer eller spesielle

finansieringskilder. Gitt idealet om nøytralitet i beskatningen gjaldt dette også negativ inntekt som for eksempel utgifter til renter på lån.

Et hovedproblem ved skattereformen i 1992, var at beskatningen av kapitalinntekt ble satt til 28 %. Samtidig var høyeste marginalsatt for arbeidsinntekt over 50 %. For inntektsåret 2003 var differansen i marginalsattesatsene mellom arbeids- og kapitalinntekt 36,7 % inklusiv arbeidsgiveravgift, og 27,3 % eksklusiv arbeidsgiveravgift (St.meld.nr. 29:2004).

En slik forskjell i marginalsatt mellom arbeids- og kapitalinntekt gav motiver for tilpassing slik at inntekter som egentlig stammet fra arbeid ble skattlagt som kapital.

Endringer i delingsmodellen etter reformen i 1992 førte til store muligheter for å tilpasse seg ut av delingsmodellen, og dermed slippe unna med en mye lavere marginalsatt. Spesielt for enkeltmannsforetak og deltakerlignede selskap kunne det være svært problematisk å identifisere hvor inntekten stammet fra. Dette gjenspeiles i at andelen delingspliktige aksjeselskap<sup>1</sup> gikk ned fra 55 % i 1992, til 32 % i 2000. Samtidig som over 70 % av delingspliktige aksjeselskap hadde negativ personinntekt i år 2000 (Ot.prp. nr. 1 2004-2005).

### **1.2.1 Godtgjørelsesmetoden og RISK regulering**

Frem til aksjonærmodellen ble innført gjaldt godtgjørelsesmetoden for utbyttebeskatning i Norge. I denne metoden ble selskap beskattet med 28 % av resultatet. Om et overskudd ble betalt ut til aksjonærer som utbytte, skulle dette ytterligere beskattes med 28 % på aksjonærens hånd. Samtidig som aksjonæren ble beskattet med 28 %, ble det også gitt godtgjørelse for 28 % på det samme utbyttet. På denne måten unngikk man dobbeltbeskatning. Regjeringen grunn gav bruk av denne metoden med at dobbeltbeskatning ville ha diskriminert avkasting og egenkapitaldannelse i aksjeselskapene i forhold til andre investeringer og eierformer (Ot.prp. nr. 1 1997-1998).

Om et selskap valgte å holde tilbake et overskudd, fremfor å utbetale et utbytte var det generell skatteplikt for aksjegevinster og fradragsrett for tap før 2006. Dette innebar at gevinster inngikk i alminnelig inntekt, samtidig som tap var fradragsberettiget i alminnelig inntekt. Gevinster og tap ble beregnet som differansen mellom inngangsverdi og salgspris på

---

<sup>1</sup>Delingspliktig aksjeselskap er et selskap hvor eierne skal beregne personinntekt fra virksomheten.

en aksje. For å unngå dobbeltbeskatning av aksjegevinster ble RISK - metoden brukt. Denne metoden gikk ut på at man ved realisering av en aksje kunne regulere inngangsverdien opp eller ned med et beløp som var basert på selskapets skattlagte kapital i aksjonærens levetid. I praksis ble inngangsverdien til en aksje justert i begynnelsen av hvert år.

Formålet med reguleringen var å unngå dobbeltbeskatning av realiserte kapitalgevinster som stammer fra tilbakeholdt kapital. Når en bedrift ikke betaler utbytte av sitt overskudd, men holder overskuddet tilbake i bedriften, fører dette til at verdien i selskapet øker som igjen betyr høyere aksjekurs. Ved salg av aksjer må en betale skatt av et eventuelt overskudd. Dersom verdistigningen kommer av tilbakeholdt overskudd, og ikke som følge av verdiskaping i bedriften, er dette allerede beskattet i bedriften. For å unngå dobbeltbeskatning først gjennom overskuddskatten i bedriften, og deretter gjennom beskatning av verdistigning på aksjonærens hånd, ble det kalkulert et RISK - beløp hvert år. RISK - beløpet kunne tillegges den prisen som aksjen ble kjøpt for, slik at den skattbare gevinsten ble redusert med den RISK- justerte kostprisen.

**Tabell 1: Godtgjørelsesmetoden og risk - regulering**

	<b>Utbytte</b>	<b>Kapitalgevinst</b>
Resultat før skatt	100	100
Overskuddskatt	28 %	28 %
Resultat etter skatt	72	72
Til utdeling	72	72
Personskatt	28 %	28 %
Godtgjørelse	28 %	
Risk - justering		28 %
<b>Utdelt etter personskatt</b>	<b>72</b>	<b>72</b>

Hentet fra: Sandvik (2007, s. 36)

Av tabell 1 ser vi at dersom en bedrift har et overskudd på 100 ett år, blir overskuddet beskattet med 28 prosent på selskapets hånd. Dette fører til at selskapet sitter igjen med 72 etter skatt. Dersom de utbetaler overskuddet i utbytte, skal i utgangspunktet aksjonærene betale skatt på 28 prosent av utbytte, men via metoden med godtgjørelse forsvinner dette, og aksjonæren mottar 72 etter skatt.

Om overskuddet på 72 etter overskuddskatt beholdes i bedriften, fører det til at aksjekursen øker relativt sett til etter en utbytteutbetaling. Denne kapitalgevinsten er ikke skattepliktig for aksjonærer før den blir realisert. I det øyeblikket aksjen blir realisert vil den være skattepliktig

på aksjonærens hånd. Inngangsverdien for beregning av kapitalgevinsten vil imidlertid oppjusteres med selskapets tilbakeholdte skattlagte overskudd slik at kapitalgevinsten reduseres. Hvis alt annet holdes likt vil aksjonærene også her sitte igjen med 72 etter skatt.

### 1.3 Ny Skattereform 2006

I 2003 ble Skauge-utvalget (NOU 2003:9) bedt om å evaluere det nåværende skattesystemet, og komme med forslag om endringer til et nytt skattesystem. De viktigste prinsippene, som brede skattegrunnlag og likebehandling ble sett på som svært viktig, og dermed bygget videre på. I 2006 ble skattesystemet endret på bakgrunn av blant annet Skauge-utvalgets innstilling. Blant de viktigste endringene var at delingsmodellen ble erstattet med en skjermingsmetode, som i prinsippet går ut på at all avkastning utover det som tilsvarer en risikofri alternativ avkastning skal beskattes ekstra (Alstadsæter, Fjærli et al.) 2005). Tre ulike modeller ble utarbeidet slik at skjermingsmetoden kunne brukes på alle typer selskapsformer: aksjonærmodellen, deltakermodellen og foretaksmodellen. Grunnen til at delingsmodellen ble erstattet, var fordi en hadde et ønske om å redusere forskjellene mellom kapitalinntekt og arbeidsinntekt.

#### 1.3.1 Aksjonærmodellen

Modellen ble innført i 2006. Her blir personlige eiere i alle aksjeselskaper beskattet under samme system uavhengig av eiersammensetning i selskapet. Utbytte til personlige aksjonærer blir delt inn i en skattefri og en skattepliktig del. Det som i dag tilsvarer risikofri avkastning på aksjen vil fremdeles være skattefritt, men utbytte som overstiger risikofri avkastning vil bli skattlagt på aksjonærens hånd. Utbytte innenfor en alternativ risikofri avkastning vil dermed bli beskattet med 28 % på grunn av overskuddsskatt i selskapet. Samtidig som utbytte over en alternativ risikofri avkastning vil bli beskattet med en sats på 48,16 %.<sup>2</sup>

*Skjermingsfradraget* i aksjonærmodellen er den årlige avkastningen på aksjen som tilsvarer den alternative risikofrie avkastningen. Denne blir beregnet på følgende måte:

$$\text{Skjermingsfradrag} = \text{Skjermingsgrunnlag} * \text{Skjermingsrente}$$

*Skjermingsgrunnlaget* blir beregnet for hver aksje, og er lik aksjens kostpris pluss eventuelle kostnader som følger med ervervelsen av aksjen, for eksempel meglerutgifter.

---

<sup>2</sup> 28 % overskuddsskatt + utbytteskatt som blir beregnet etter overskuddsskatten. Totalt summerer det seg til 48,16 %

*Skjermingsrenten* blir beregnet med utgangspunkt i gjennomsnittlig observert statskasseveksel med tre måneders løpetid. Skjermingsfradraget viser dermed hvor mye av utbyttet eller kapitalgevinster som kan mottas skattefritt, denne blir beregnet fra år til år. Dersom utbyttet er lavere enn skjermingsfradraget et år kan det resterende ubenyttede skjermingsfradraget fremføres til neste år for aksjen. Dette fører til at kostprisen for aksjen øker neste år, og danner et nytt skjermingsgrunnlag slik at neste års skjermingsfradrag økes i forhold til forrige år. Skjermingsfradraget beregnes isolert for hver aksje. Hvis man for eksempel eier to aksjer, som man ikke har betalt samme pris for, må det regnes et skjermingsfradrag for hver aksje. Et skjermingsfradrag som ikke blir benyttet på grunn av at en bedrift for eksempel ikke betaler utbytte til sine aksjonærer, vil kunne fremskrives med sikker rente til en fremtidig situasjon der utbytte blir utbetalt. Dette vil føre til at skjermingsfradraget øker, og ved utbetaling av fremtidige utbytter vil mer av dette bli unnlatt beskatning. Siden ubenyttet skjermingsfradrag følger hver enkelt aksje vil et ubenyttet fradrag falle bort dersom dette ikke kan utnyttes ved realisering.

Et stilisert eksempel kan være nyttig for å vise hvordan aksjonærmodellen virker ved utbytteutdelinger:

**Tabell 2: Hvordan aksjonærmodellen fungerer i praksis**

Det forutsettes et skjermingsgrunnlag pr. aksje på 10000, og skjermingsrente etter skatt på 3,3 %	
<b>2006(år 1)</b>	
Skjermingsgrunnlag (kostpris pr. aksje, inkludert RISK) eid pr. 1. januar 2006:	10000
Utbytte mottatt april 2006:	100
Utbytte som blir skjemet mot skatt(skjermingsfradrag: $10000 \cdot 3,3\%$ ):	-330
Ubenyttet skjermingsfradrag:	230
Utbytte til beskatning:	0
Skjermingsgrunnlag pr. 1. januar 2007( $10000+230$ ):	10230
<b>2007(år 2)</b>	
Mottatt utbytte april 2007:	150
skjermingsfradrag( $10230 \cdot 3,3\%$ ):	338
Ubenyttet skjermingsfradrag år 2:	188
Utbytte til beskatning:	0
Sum fremførbart ubenyttet skjermingsfradrag( $230+188$ ):	418
Skjermingsgrunnlag pr 1. januar 2008( $10000+230+188$ ):	10418
<b>2008(år 3)</b>	
Mottatt utbytte april 2008:	850
Skjermingsfradrag( $10418 \cdot 3,3\%$ ):	-344
Fremført ubenyttet skjermingsfradrag fra år 1 og år 2:	-418
Skattepliktig utbytte år 3:	88
Fremførbart ubenyttet skjermingsfradrag:	0
Skjermingsgrunnlag pr. 1. januar 2009:	10000

Hentet fra: Ravnaas, Aas et. al (2006, s. 20)



### 1.3.2 Deltakermodellen

Bedrifter som er organisert som deltakerlignede selskap kan ikke benytte seg av aksjonærmodellen direkte. Årsaken er at det ikke eksisterer noen definisjon på direkte uttak av overskudd fra bedriften, slik som for aksjeselskap. For slike bedrifter ble den tidligere delingsmodellen erstattet med deltakermodellen. Denne modellen bygger på samme prinsipp som aksjonærmodellen, men er tilpasset det juridiske og regnskapsmessige rammeverket som er konstruert for denne typen bedrifter. Hensikten med deltakermodellen er å beskatte deltakere i bedriften mest mulig likt som en aksjonær i et aksjeselskap. Dette betyr at det er deltakerne i et ansvarlig selskap som er skattesubjekter, og ikke selve selskapet, som i et aksjeselskap. Analogt med aksjonærmodellen vil maksimal beskatning av deltakere være 48,16 %. Utdeling fra selskapet defineres tilsvarende som utbytte i aksjonærmodellen. Det vil si at all vederlagsfri overføring av kontanter, eiendeler eller tjenester fra bedriften til deltakeren skal regnes som utdeling og skal legges til grunn for skatteplikt hos deltakerne (Alstadsæter, Fjærli et al. 2005).

I deltakermodellen vil skjermingsgrunnlaget bestå av de individuelle innbetalinger til virksomheten, men for selskap som allerede eksisterer før innførselen av reformen vil deltakernes andeler av skattemessige verdier i selskapet være skjermingsgrunnlaget. Skjermingsrenten i deltakermodellen er den samme som i aksjonærmodellen, altså gjennomsnittlig observert verdi på statskasseveksel, med tre måneders løpetid.

### 1.3.3 Foretaksmodellen

I denne modellen blir og den risikofrie avkastingen på investert kapital skjermet mot å bli beskattet som personinntekt. Denne modellen gjelder for næringsvirksomhet der en fysisk person driver for egen risiko og regning. I hovedsak vil dette gjelde selvstendig næringsdrivende. Skjermingsgrunnlaget er totalkapitalen i bedriften, fratrukket finansposter. I tillegg skal eiendeler av privat karakter og gjeld trekkes fra totalkapitalen, ved fastsettelse av grunnlaget. Skjermingsfradraget blir beregnet ved å multiplisere skjermingsgrunnlaget med skjermingsrenten. I motsetning til aksjonær- og deltakermodellen blir skjermingsrenten under foretaksmodellen beregnet før skatt. For å motvirke at selvstendig næringsdrivende med store lønnskostnader kan få skatteskjerpelse videreføres et lønnsfradrag for disse, lønnsfradraget er

satt til 15 % (Alstadsæter, Fjærli et al. 2005). Skatteplikt på personinntekt i foretaksmodellen beregnes altså på følgende måte:

**Tabell 3: Skatteplikt for enkeltpersonforetak**

Alminnelig inntekt
+ Kapitalkostnader og tap, men ikke gjeldsrenter
- Skjermingsfradrag
- Lønnsfradrag
= Personinntekt

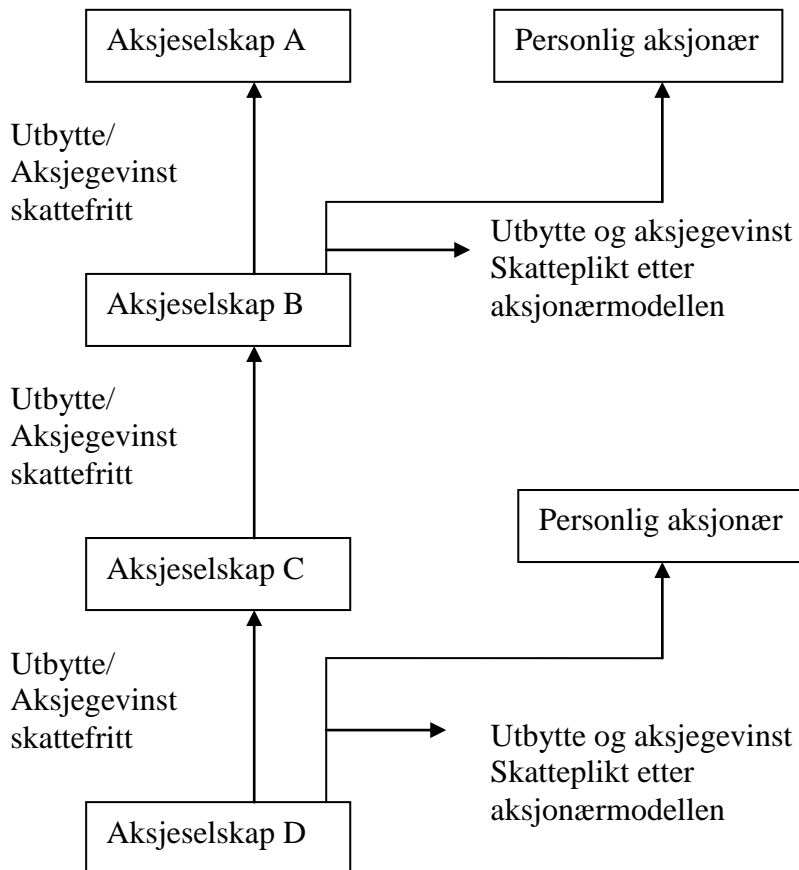
Hentet fra: Alstadsæter, Fjærli et al. (2005, s. 67)

Negativt beregnet personinntekt kan fremføres for fradrag i fremtidige positive beregninger fra samme firma. Reglene fra den tidligere delingsmodellen strammes inn ved at aktivitetskravet på 300 timer fjernes, samt at taket på skattbar personinntekt forsvinner. Beskatning under foretaksmodellen skjer løpende i motsetning til aksjonær- og deltakermodellen, der beskatning skjer ved uttak (Alstadsæter, Fjærli et al. 2005).

### 1.3.4 Fritaksmodellen

Denne modellen omhandler ikke personlige aksjonærer slik som både aksjonærmodellen og deltakermodellen gjør. Her er det snakk om aksjeinntekter som tilfaller aksjonærer som også er aksjeselskaper. For aksjeselskaper ble det ikke innført noen beskatning på utbytte eller aksjegevinster, samtidig som selskapsaksjonærer mister retten til fradrag for eventuelle tap knyttet til aksjer. I følge regjeringen harmonerer skattefritak for selskapers aksjeinntekter med det uttaksprinsipp som ligger til grunn for aksjonærmodellen, som medfører at aksjeinntekter som overstiger risikofri avkasting beskattes når de tas ut av selskapssektoren (St.meld.nr. 29:2004).

Utformingen av selskapsbeskatning bør være slik at ressursene kanaliseres dit de gir mest avkasting. Samtidig som beskatningen ikke bør føre til vridninger i økonomien, slik at noen investeringer blir favorisert foran andre. Blant annet betyr dette at en bør unngå at aksjeinntekter blir beskattet flere ganger i en eierkjede med flere norske selskaper (NOU 2003:9).



**Figur 1: Fritaks- og Aksjonærmodellen**

Hentet fra: Ravnaas, Aas et. al (2006, s. 84)

Som vi ser av figuren vil et utbytte fra aksjeselskap D kunne fremføres helt frem til aksjeselskap A, uten at det utløser noen skatt. Sett bort fra selskapsskatten på overskudd. Samtidig som en personlig aksjonær som har investert i et av selskapene fra A til D, blir beskattet med 28 % av et eventuelt utbytte. Det vil si at den personlige aksjonæren er underlagt aksjonærmodellen, samtidig som bedriftene unngår skatt via fritaksmodellen (Ravnaas, Aas et al. 2006).

## Kapittel 2: Omstruktureringer rundt skattereformen

Siden skattereformen i 2006 ble varslet på forhånd fikk aktører muligheten for å tilpasse seg de nye reglene. I dette kapittelet ser vi hvordan bedrifter og individ tilpasset seg det nye systemet.

### 2.1 Alternativer for utbytte

Skattereformen ble gradvis implementert i tidsrommet mellom 2004 og 2006. Fritaksmetoden, som gir skattefritak for utbetaling av utbytte mellom aksjeselskap ble implementert allerede i mars 2004. Det ble deretter bestemt å nedsette et utvalg som skulle vurdere om det var mulig å innføre uttaksbeskatning for bedrifter som ikke var organisert som aksjeselskap også.

I januar 2005 la uttaksutvalget fram sin innstilling i utredningen ”Skattlegging av personlig næringsdrivende ved utdeling” (NOU 2002:5). Denne ble oppfulgt av Bondevik 2 regjeringen, i odelstingsproposisjon nummer 92 (2004-2005). Selve aksjonærmodellen ble innført 1. januar 2006.

Skattereformen var klart definert på forhånd, gjennom NOU (2003:9), høringsrunder og stortingsmeldinger. Dette gav bedrifter muligheter for å tilpasse seg det nye skattesystemet.

I praksis var det ikke noen beskatning av inntekter som stammet fra utbytter eller kapitalinntekter på aksjonærs hånd, mellom skattereformen i 1992, og fram til den nye reformen i 2004-2006<sup>3</sup>. Før 2006 var det dermed mulig for bedrifter å tilpasse seg slik at aksjonærer i første omgang slapp å betale skatt på utbetalte utbytter. Det var i hovedsak to måter bedrifter kunne tilpasse seg det nye systemet på.

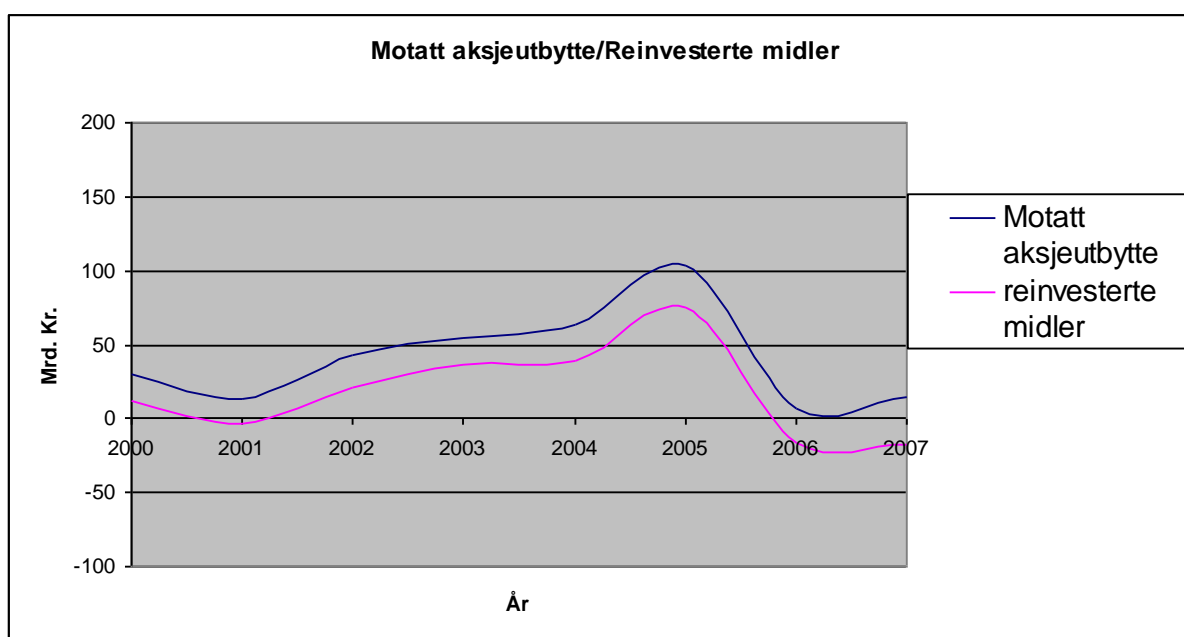
- Bedriften kunne betale utbytte til sine aksjonærer i forkant av den nye reformen. For bedrifter var 2004 det siste året de kunne etablere et utbyttegrunnlag uten at aksjonærene ble skattlagt via aksjonærmodellen. Årsaken var at overskuddet for 2004 dannet grunnlaget for utbyttebetaling i 2005, dermed betyr det at utbytte som ble utbetalt i 2005 var det siste der totalbeskatningen kun var på 28 %. Selskapsoverskudd for 2005 dannet grunnlag for utbytte i 2006, og dermed ville dette medført tilleggsbeskatning for aksjonærene. For bedrifter var det hensiktsmessig å danne et så

---

<sup>3</sup> Sett bort fra perioden 2000/2001 der en utbytteskatt på 11 % ble innført.

høyt utbyttegrunnlag som mulig for inntektsåret 2004 (Hartz-Hanssen 2004). Dette førte til at en så uvanlig høye utbyttebetalinger i 2005.

- En bedrift kunne også betale ut høye utbytter i tidsrommet før aksjonærmodellen ble innført, og få disse midlene tilbakeført til selskapet som egenkapital. Grunnen til at dette i første omgang førte til en skattereduksjon for aksjonærer, var at innbetalt egenkapital alltid kan tas ut av en bedrift skattefritt.



**Figur 2: Mottatt aksjeutbytte/ Reinvesterte midler**

Data hentet fra: St.prp. nr. 1 (2008-2009, s. 114).

Figuren overfor bekrefter antakelsen om at det har foregått utbredt skatteplanlegging før den nye reformen. Av figuren ser vi at beløpet som var utbetalt til aksjonærene økte gradvis fra 2001 og fram til 2004. Fra 2004 til 2005 skjedde det en relativt kraftig økning i utbetaling av utbytter til aksjonærer. Vi ser av figuren at utbyttebetalinger nesten dobler seg i dette tidsrommet. Videre ser vi at utbetaling av utbytter igjen reduseres kraftig i tidsrommet fra 2005-2006, og begynner så vidt å øke igjen i begynnelsen av 2006. Effekten vi ser mellom 2004-2005 kommer trolig av at bedrifter tilpasset seg det nye skattesystemet ved å betale ut høye utbytter før reformen tredde i kraft, for å så redusere sine utbyttebetalinger etter at reformen hadde begynt å virke.

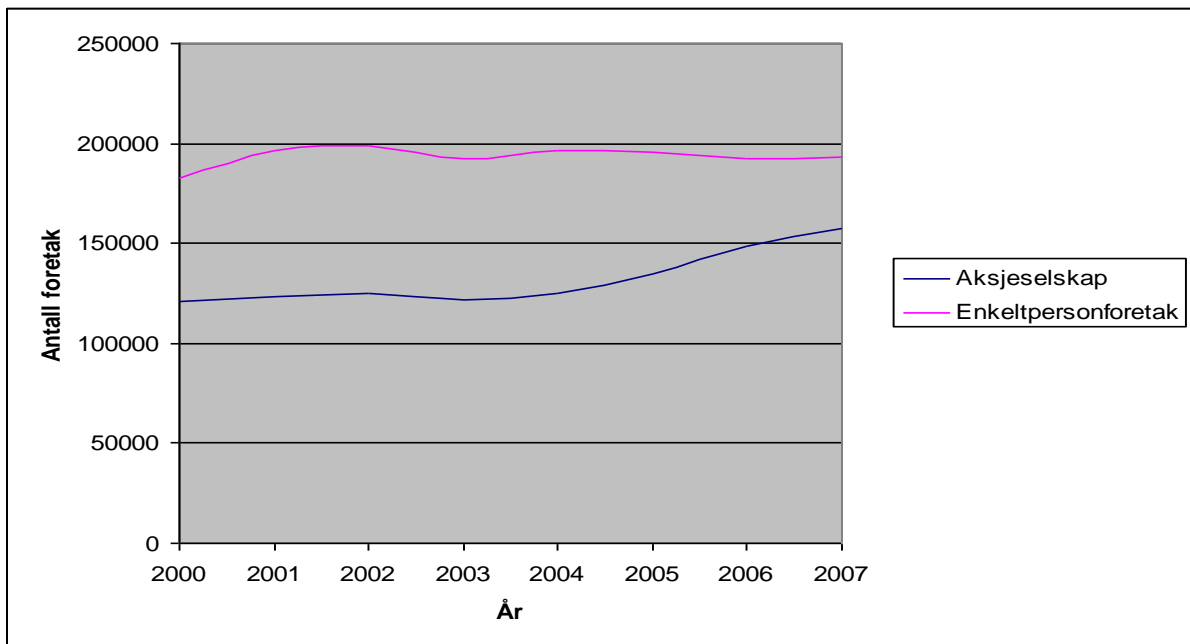
Vi ser også at beløpet som ble reinvestert i bedriftene fulgte utbytteutbetalingene, og økte i takt med denne. Den reinvesterte kapitalen ble skutt inn igjen i bedriften som egenkapital. Dette førte da til at aksjonærer i fremtiden kunne ta ut reinvesterte midler uten å betale skatt for det.

## **2.2 Valg av organisasjonsform etter reformen**

Gjennom gunstige overgangsregler før skattereformen la myndighetene på mange måter til rette for at det skulle være mulig for bedrifter å skatteplanlegge med tanke på valg av organisasjonsform i tidsrommet rundt reformen. Omdannelsesregler åpnet for at bedrifter som var organisert på en annen måte enn aksjeselskap, kunne omdannes skattefritt. Det betyr at så vel deltakerlignende selskap (ANS, DA, KS) som enkeltpersonforetak kunne omdannes til aksjeselskap skattefritt (Skatteloven § 11-20). Med tanke på deltakerlignende selskap, er det ikke opplagt at en omdanning til aksjeselskap var hensiktsmessig. Forskjellen på de to modellene er i utgangspunktet ikke så veldig stor ettersom at begge er uttaksbaserte modeller. Der beskatning skjer ved uttak av kapitalinntekter eller utbytte. Forskjellen ligger i at under aksjonærmodellen er det selskapet som er skattesubjekt, mens i deltakermodellen er det deltakerne selv som er skattesubjekt.

En bedrift som er organisert som et enkeltpersonforetak, er underlagt foretaksmodellen, og skiller seg fra de to andre modellene ved at det er en modell der beskatning skjer kontinuerlig, og ikke ved uttak som de to andre. Som figuren på neste side viser har antallet enkeltpersonforetak holdt seg relativt stabilt fra 2001 og gjennom hele perioden der skattesystemet ble endret.

Antallet aksjeselskap er stabilt i perioden fra 2000 til 2003, men øker relativt mye etter dette, økningen fortsetter helt til 2007. Vi ser at på fire år øker antallet aksjeselskap fra ca 120 000 til nærmere 160 000. Det betyr at hvert år fra 2003 til 2007 økes antallet aksjeselskap med nærmere 10 000. Sannsynligvis er denne effekten en følge av at skattesystemet stod på terskelen til å bli endret. En må heller ikke glemme at Norge i denne perioden var inne i en høykonjunktur. Noe av økningen vil antakeligvis kunne spores tilbake til generell etterspørselsøkning. Likevel er det trolig at mange av de nyetablerte aksjeselskapene er rene holdingselskap, eller morselskap som ikke har noen annen funksjon enn å eie aksjer i andre datterbedrifter. Som regel vil et slikt morselskap være hovedaksjonær i sine datterselskap.



**Figur 3: Antall aksjeselskap og enkeltpersonforetak 2000-2007<sup>4</sup>**

Data hentet fra: SSB (2008)

Grunnen til at det er naturlig å tro at mange av de aksjeselskapene som ble oppført i tidsrommet mellom 2003 - 2007 er slike morselskaper, er at en da kan overføre finansielle midler mellom datter og morselskap ved hjelp av fritaksmodellen. Dermed utløses ikke ekstra skatt på aksjonærers hånd. En personlig aksjonær som har dannet sitt eget holdingselskap kan få overført sitt utbytte eller kapitalgevinst til holdingselskapet, og herfra kan aksjonæren reinvestere 100 % av kapitalen til et annet prosjekt. Beskatning vil ikke bli aktuelt for aksjonæren før den dagen han velger å ta kapitalen ut fra holdingselskapet.

<sup>4</sup> Foretak unntatt offentlig forvaltning, etter organisasjonsform. Foretak, i alt, Sysselsatte i alt.



### Kapittel 3: Nøytralitet

Dette kapitlet danner grunnlaget for den teoretiske analysen i oppgaven. I avsnitt 3.1 til 3.3 ser vi om investeringsincentivene til en aksjonær endrer seg når en innfører skatt på avkasting over sikker alternativ avkasting. Samlebegrepet avkasting, inkluderer både utbytter og kapitalgevinster ved salg av bedriften. Begge blir skattlagt med 28 % ved realisering. Vi begynner med å sette opp en intertemporal optimeringsmodell, som tar hensyn til at det kun er avkasting over alternativ risikofri avkasting som skattlegges. I avsnitt 3.2 finner vi den korrekte alternative avkastingsraten til en forventet kontantstrøm, ved risikojusterte sannsynligheter. I avsnitt 3.3 utvider vi modellen, slik at den tar hensyn til at det kun er utbetalt avkasting som skal skattlegges på aksjonærens hånd.

Avsnitt 3.4 tar for seg spørsmålet om skattesystemet er nøytralt overfor lånefinansiering i forhold til egenkapitalfinansiering. Her ser vi også om aksjonærmodellen er nøytral overfor beslutninger om tidspunkt for utbytteutbetalinger. Avsnitt 3.4.1 til 3.4.4 er en stegvis tilnærming til det norske skattesystemet etter 2006. Fokuset i kapitlet er beskatning av aksjonærer. Modellene gjelder dermed for aksjonærmodellen, og ikke for deltaker- og foretaksmodellen.

I kapittel 3 og 4 vil begrepene nøytralitet og symmetri bli brukt. *Nøytralitet* med hensyn på investeringer betyr at investeringsbeslutninger ikke blir påvirket av skattesystemet. *Nøytralitet* med hensyn på finansiering vil her bety at nåverdien til en investering ikke endres som følge av lånefinansiering i forhold til egenkapitalfinansiering. *Nøytralitet* med hensyn på utbytter betyr at tidspunkt for utbytteutbetaling ikke skal gi endringer i nåverdien til kontantstrømmen. Med *symmetri* mener vi at avkasting over og under risikofri alternativ avkasting blir behandlet likt. Det betyr at hvis avkasting over den risikofrie alternativavkastingen blir skattlagt. Bør også avkasting under den risikofrie alternative avkastingen gi et skattefradrag.

### 3.1 Individets tilpassing etter skatt over sikker alternativ avkastning

Modellen utvider en optimeringsmodell fra Sandmo (1969). Vi antar i det følgende at alle verdipapir som en aksjonær kan investere i er børsnoterte.<sup>5</sup> Videre antas det at individ holder en diversifisert portefølje som fører til at individet kun er opptatt av å redusere systematisk risiko.

Konsumentens *totalformue* på tidspunkt  $t$ , er  $w_t$ , i samme periode *konsumerer* vedkommende  $c_t$ . Det som konsumenten ikke bruker til konsum på tidspunkt  $t$ , blir investert i en usikker portefølje og et sikkert verdipapir. Vi definerer  $x_{0t} = w_t - c_t$  som det konsumenten *investerer* på tidspunkt  $t$ . Han investerer  $x_t$  av  $x_{0t}$  i usikre verdipapir, og resten av  $x_{0t}$  blir investert i et sikkert verdipapir. Formuen på tidspunkt  $t+1$  vil være lik det som konsumenten ikke konsumerte i forrige periode, altså  $x_{0t}$  multiplisert med avkastningen til konsumentens totale investering. I modellen er  $R_{1,t+1}$  den *usikre avkastningen* fra tidspunkt  $t$ , det vil si verdien på tidspunkt  $t+1$  av en krone investert usikkert på tidspunkt  $t$ , og  $R_{0,t+1}$  er den tilsvarende *sikre avkastningen* av en krone investert sikkert på tidspunkt  $t$ . Avkastningen på tidspunkt  $t+1$  av en krone investert på tidspunkt  $t$  er da:

$$R_{t+1} = x_t R_{1,t+1} + (1 - x_t) R_{0,t+1} = R_{0,t+1} + x_t (R_{1,t+1} - R_{0,t+1}). \quad (1)$$

I tillegg kan konsumenten ha inntekt  $y_t$  som er eksogent i modellen. I det generelle tilfellet kan neste periodes totalformue derfor skrives som:

$$w_{t+1} = x_{0t} R_{t+1} + y_{t+1}. \quad (2)$$

Vi antar at individet ikke har noen initialformue på tidspunkt null, utover det han tjener i eksogen inntekt. I periode null har vi da at  $w_0 = y_0$ . Siden dette er den første perioden som individet foretar en finansinvestering, har han ikke avkastning på investeringen sin før i neste periode.

<sup>5</sup> For en situasjon der en skiller mellom internasjonalt handlede aksjer, og aksjer som kun blir handlet innenlands, se vedlegg 1 til NOU (2003:9).

Vi antar  $T$  perioder. Hvis  $\mathbf{c} = (c_0, \dots, c_T)$  er en konsumvektor, antar vi at konsumenten evaluerer denne i følge nyttefunksjonen:

$$U(\mathbf{c}) = \sum_{t=0}^T \delta^t E[u(c_t)]. \quad (3)$$

Nyttefunksjonen gir oss summen av forventet nytte for et individ fra tidspunkt 0 til tidspunkt  $T$ . Her er  $\delta$  en nyttediskonteringsfaktor per periode, som vi antar er konstant.

Tilsvarende som det norske kapitalskattesystemet etter 2006 innfører vi en skatt,  $\tau$ , på avkastning utover den sikre. Da blir avkastingen på tidspunkt  $t+1$ :

$$R_{t+1} = R_{0,t+1} + (1-\tau)(R_{1,t+1} - R_{0,t+1})x_t. \quad (4)$$

Det siste tidspunktet i modellen er  $T$ . På dette tidspunktet vil individet konsumere hele sin formue, det vil si  $c_T = w_T$ . Vi definerer nå *verdifunksjonen* som beskriver den totale diskonterte fremtidige nytten for et individ, for alle fremtidige tidspunkt. For det siste tidspunktet vil denne være:

$$V_T(w_T) = u(c_T) = u(w_T). \quad (5)$$

Verdien av totalformuen i periode  $T$ , er lik nytten av det en consumerer i periode  $T$ , som igjen er lik nytten av totalformuen som konsumenten har i periode  $T$ . Dette betyr at i den siste perioden er den optimale løsningen å konsumere alt, vi får altså ikke noen avveining mellom konsum i dag i forhold til å spare til fremtidige perioder i den siste perioden.

For å løse et intertemporalt nyttemaksimeringsproblem, kan en bryte det opp i sekvenser av flere en-periode optimeringsproblem. Vi ser nå på et tidspunkt  $t < T$ , og antar at vi har funnet verdifunksjonen  $V_{t'}(w_{t'})$  for alle  $t' > t$ .

Maksimal nytte som individet kan oppnå blir dermed gitt som en funksjon av optimalt konsum i denne perioden pluss diskontert forventet nytte av neste periodes totalformue. Dette utgjør dermed maksimeringsproblemet for konsumenten, på tidspunkt  $t$ .

$$V_t(w_t) = \max_{c_t, x_t} u(c_t) + \delta E[V_{t+1}(w_{t+1})]. \quad (6)$$

Fra maksimeringsproblemet kan vi finne førsteordensvilkårene for optimeringsproblemet for tidspunkt  $t$ . Førsteordensvilkåret med hensyn på konsumet på tidspunkt  $t$  blir:

$$0 = u'(c_t) - \delta E[V'_{t+1}(w_{t+1})R_{t+1}]. \quad (7)$$

Altså er:

$$u'(c_t) = \delta E[V'_{t+1}(w_{t+1})R_{t+1}]. \quad (8)$$

Førsteordensvilkåret med hensyn på den usikre investeringen blir:

$$0 = E[V'_{t+1}(w_{t+1})(R_{1,t+1} - R_{0,t+1})]. \quad (9)$$

Ligning (8) er en intertemporal optimeringsbetingelse. Denne sier at marginalnyttens av konsum i periode  $t$  må være lik diskontert forventet marginalnytte av totalformue i periode  $t+1$ .

Ligning (9) er optimeringsbetingelsen for porteføljen individet holder. Denne sier at forventet marginalnytte av å flytte et lite pengebeløp fra sikkert til usikkert verdipapir må være lik null.

Den optimale andelen investert usikkert på tidspunkt  $t$ , med skatt lik  $\tau$  kaller jeg  $x_t(\tau)$ . Denne andelen er større enn null så lenge forventet avkastning av den usikre porteføljen etter skatt, er høyere enn avkastningen til det sikre verdipapiret, det vil si  $E[R_{1,t+1}] \geq R_{0,t+1}$ . Dette antas i det følgende.

Vi er interessert i den marginale effekten en skatt har på usikre investeringer,  $x'(\tau)$ . Totaldifferensierer vi førsteordensvilkåret (9) med hensyn på  $\tau$ , gitt ligning (2) og (4), får vi da:

$$\begin{aligned}
0 &= E[V_{t+1}''(w_{t+1})(R_{1,t+1} - R_{0,t+1}) \frac{\partial w_{t+1}}{\partial \tau}] \\
&= E[V_{t+1}''(w_{t+1})(R_{1,t+1} - R_{0,t+1})^2 x_{0t} \frac{\partial}{\partial \tau} ((1-\tau)x(\tau))] \\
&= E[V_{t+1}''(w_{t+1})(R_{1,t+1} - R_{0,t+1})^2 x_{0t} ((1-\tau)x'(\tau) - x(\tau))] \\
&= ((1-\tau)x'(\tau) - x(\tau))x_{0t} E[V_{t+1}''(w_{t+1})(R_{1,t+1} - R_{0,t+1})^2].
\end{aligned} \tag{10}$$

For et strengt risikoavert individ er  $V_{t+1}'' < 0$ , så forventingen blir negativ, samtidig som  $x_{0t} > 0$ . Dermed har vi at:

$$0 = (1-\tau)x'(\tau) - x(\tau). \tag{11}$$

Isolerer vi  $x'(\tau)$  på venstresiden av ligningen finner vi at:

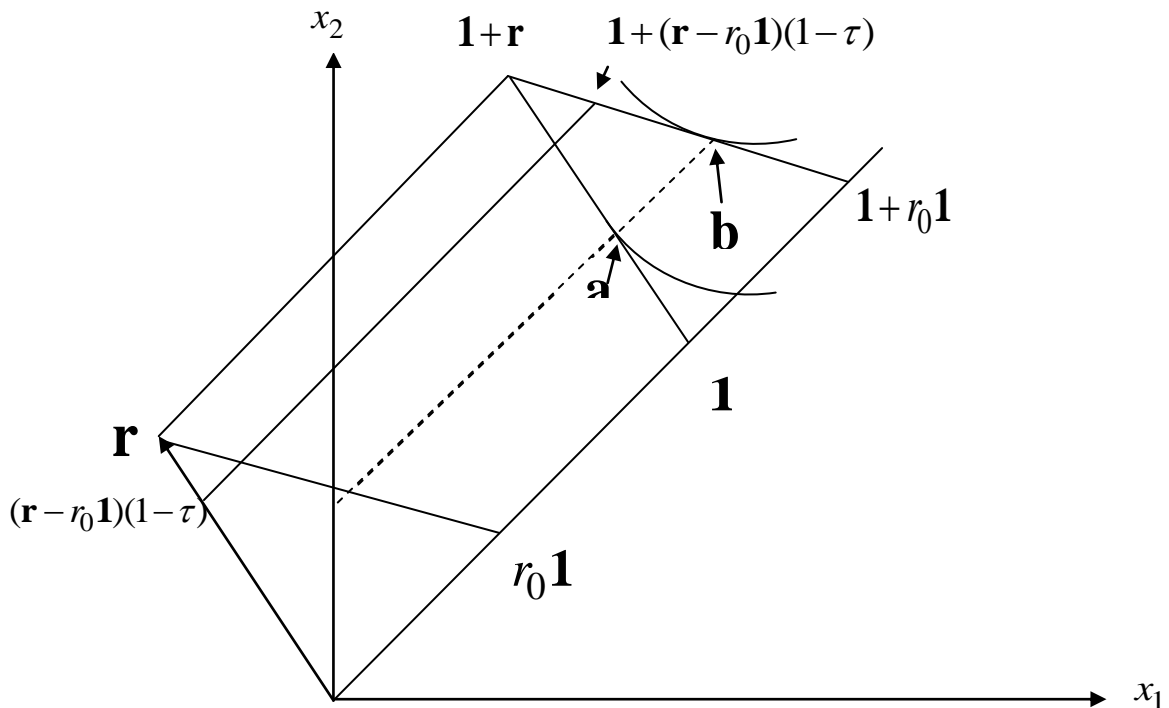
$$x'(\tau) = \frac{x(\tau)}{1-\tau} > 0. \tag{12}$$

Høyresiden av ligning (12) består nå kun av størrelser som er positive, siden andelen investert usikkert er definert som positiv, samtidig som at under aksjonærmodellen vil  $1-\tau$  bli 0,72 dersom man kun tar hensyn til beskatningen som aksjonæren blir stilt overfor etter aksjonærmodellen. Dermed gir en skatt på avkastning utover den sikre avkastningen **økte** usikre investeringer.

### 3.1.1 Forklaring på modellen

Forklaringen på at vi får økte usikre investeringer, ved en skatt på avkastning over den sikre alternative avkastningen, kan illustreres ved hjelp av en figur. Vi ser da på en situasjon hvor det eksisterer to mulige framtidige tilstander  $s = 1, 2$ . Avkastingsraten på den usikre investeringen i tilstand  $s$  er  $r_s$ . Vi antar at initialformuen som individet bruker til finansinvesteringer er  $x_{00} = 1$ . Som individet kan investere usikkert,  $x_0$ , eller sikkert,  $1-x_0$ . Om hele formuen investeres sikkert, det vil si at  $x_0 = 0$  vil sluttformuen i begge de påfølgende tilstandene være

lik initialformuen pluss den sikre avkastningen  $\mathbf{1} + r_0\mathbf{1}$ , der  $\mathbf{1} = (1,1)$  er initialformuen i begge tilstandene. I et diagram med kronebeløp i de to tilstandene på aksene, kan vi tegne inn den usikre avkastingsraten  $\mathbf{r}$  som vektoren av de usikre avkastingsratene i de to tilstandene  $\mathbf{r} = (r_1, r_2)$ . Sluttformuen, om en investerer alt usikkert, det vil si  $x_0 = 1$ , er lik initialformuen pluss avkastningen som en krever for å risikere et eventuelt tap, altså  $\mathbf{1} + \mathbf{r}$ .



**Figur 4: Grafisk forklaring på økte investeringer etter skatt**

Figuren er en utvidelse av en figur fra Sandvik (2009, s. 214)

For mellomliggende verdier av hvor mye individet vil investere i den usikre porteføljen, får en punkt på linjen mellom  $\mathbf{1} + r_0\mathbf{1}$  og  $\mathbf{1} + \mathbf{r}$ , der  $x_0$  angir andelen av initialformuen som blir investert i den usikre porteføljen. Tilpassingspunktet til konsumenten,  $\mathbf{a}$ , gir oss dermed hvor mye som blir investert usikkert, og hvor mye som blir investert sikkert.

Når en innfører en skatt  $\tau$  på usikker avkastning, over risikofri alternativ avkastning, vil avkastningen på den usikre investeringen bli redusert fra  $\mathbf{r}$  til  $(\mathbf{r} - r_0\mathbf{1})(1 - \tau)$ , og sluttformuen til individet blir redusert tilsvarende fra  $\mathbf{1} + \mathbf{r}$  til  $\mathbf{1} + (\mathbf{r} - r_0\mathbf{1})(1 - \tau)$ . Dette beløpet ligger opplagt på linjestykket mellom  $\mathbf{1} + r_0\mathbf{1}$  og  $\mathbf{1} + \mathbf{r}$ . Vi ser at valgmulighetene til individet

(budsjettlinjen) ikke endres som følge av skatten. Tilpassingen i sluttformue blir dermed den samme i punktet **b**. Intuisjonen bak resultatet er at skatten reduserer avkastingen på den usikre investeringen, men dette kan individet kompensere for ved å øke sin andel av usikre aktiva, og dermed oppnå samme sluttformue som før skatten ble innført.

Geometrisk har vi også at andelen investert usikkert er forholdet mellom linjestykket fra  $1+r_0$  til punktet der en tilpasser seg, og linjestykket fra  $1+r_0$  til punktet der en investerer alt usikkert  $1+r$ . Skatten gjør at punktet der en investerer alt usikkert reduseres fra  $1+r$  til  $1+(r-r_0)(1-\tau)$ . Dermed øker andelen investert usikkert i tilpassingspunktet **b** siden linjestykket fra  $1+r_0$  til dette punktet nå utgjør en større andel av linja fra  $1+r_0$  til  $1+(r-r_0)(1-\tau)$  enn linja fra  $1+r_0$  til  $1+r$ .

### 3.2 Alternativavkastning etter aksjonærskatt på utbytte

I avsnitt 3.1 investerte individ alltid mer usikkert etter en skatt på personlige aksjonærer. Selv om dette dermed betyr at skatten ikke er fullstendig nøytral, kan en likevel tenke seg at økte investeringer etter utbytteskatt ikke er et større problem. Dersom nøytraliteten i systemet skal holde videre, må dette også bety at avkastingskravet til aksjonærer ikke blir påvirket som følge av skatten. Om det er slik at den sikre renten er den alternative avkastingsraten til aksjonæren, betyr dette at individet vil kreve at forventet risikojustert avkastning til ethvert prosjekt må være lik den sikre renten. I det følgende vil vi sette opp en modell som viser at så lenge aksjonærens investeringsbeslutninger i liten grad blir påvirket, vil det heller ikke føre til at avkastingskravet til en investor øker.

Vi har fortsatt  $T$  perioder, og ser på en periode  $t < T$ . I alle perioder bortsett fra den siste perioden, har alle bedrifter to alternativer: De kan betale utbytte til sine aksjonærer, eller holde tilbake utbyttet, og på den måten øke sin kapitalbeholdning.

Vi definerer den *risikojusterte sannsynligheten* i en tilstand på tidspunkt  $t+1$ , for et individ som:

$$q_{s,t+1} = \frac{p_{s,t+1} V'_{t+1}(w_{t+1})}{\sum_{s \in S} p_{s,t+1} V'_{t+1}(w_{t+1})}. \quad (13)$$

Ligning (13) sier at den risikojusterte sannsynligheten for en tilstand på et tidspunkt er lik den fysiske sannsynligheten for tilstanden sett fra tidspunkt  $t$ ,  $p_{s,t+1}$ , multiplisert med marginalnyttens konsumenten har av totalformuen på tidspunktet, dividert med summen av disse for alle tilstandene.

Sannsynlighetene blir risikojustert slik at alle verdipapir i markedet har forventet avkastingsrate lik den sikre avkastingen, dette gjelder også for risikoaverse individ.

Siden  $p_{s,t+1} > 0$ , vil også  $q_{s,t+1} > 0$  for alle  $s$ . Samtidig som at  $\sum_{s \in S} q_{s,t+1} = 1$  for alle  $s$ , dermed

er  $q_{s,t+1}$  sannsynligheter. Siden grensenytten til individet er avtakende i formue, for risikoaverse individ er den risikonøytrale sannsynligheten typisk mindre enn den vanlige sannsynligheten i tilstander med høy formue, og høyere i tilstander med lav formue. Av



ligning (13) ser vi at den marginale nytten som individet har av sluttformuen inngår for å avgjøre den risikojusterte sannsynligheten. Dette betyr at sannsynligheten er individavhengig, og dermed forskjellig fra individ til individ.

Fra førsteordensvilkåret for porteføljen som konsumenten holder, ligning (9), har vi at:

$$E[V'_{t+1}(w_{t+1})(R_{i,t+1} - R_{0,t+1})] = 0. \quad (14)$$

Vi kan omskrive denne til:

$$E[V'_{t+1}(w_{t+1})(R_{i,t+1})] = R_{0,t+1}E[V'_{t+1}(w_{t+1})]. \quad (15)$$

Altså er:

$$\begin{aligned} R_{0,t+1} &= \frac{E[V'_{t+1}(w_{t+1})(R_{i,t+1})]}{E[V'_{t+1}(w_{t+1})]} = \frac{\sum_{s \in S} p_{s,t+1} V'_{t+1}(w_{t+1}) R_{i,t+1}}{\sum_{s \in S} p_{s,t+1} V'_{t+1}(w_{t+1})} \\ &= \sum_{s \in S} \frac{p_{s,t+1} V'_{t+1}(w_{t+1})}{\sum_{s \in S} p_{s,t+1} V'_{t+1}(w_{t+1})} R_{i,t+1} = \sum_{s \in S} q_s R_{i,t+1} = E_{\mathbf{q},t+1}[R_{i,t+1}]. \end{aligned} \quad (16)$$

Her er  $R_{i,t+1}$  lik avkastningen på alle verdipapir  $i$ , i markedet fra tidspunkt  $t$  til  $t+1$ . Ligning (16) viser at den usikre forventede avkastningen, med hensyn på de risikojusterte sannsynlighetene må være lik den sikre renten. Grunnen til at vi kan si at den sikre renten er den riktige alternative diskonteringsraten når vi har risikojustert sannsynlighetene, er at individene her vil justere sannsynlighetsfordelingen ut i fra hva nyttefunksjon de har.

Vi har her sett på en situasjon der et individ ikke konsumerer hele sin formue fra periode til periode, men sparer noe, og investerer dette i et sikkert verdipapir og en usikker portefølje. En skatt på alt utbytte som overstiger den sikre alternativavkastningen fører til at individet på marginen vil investere mer usikkert enn før skatten (avsnitt 3.1). Dersom skattesystemet hadde vært fullstendig nøytralt, ville det bety at individet skulle investert akkurat like mye usikkert som før.

At en aksjonær investerer mer av sin portefølje usikkert med en skatt, er et svakt brudd på nøytralitet. Det er neppe et problem at andelen som blir investert usikkert øker marginalt. Når en snakker om nøytralitet etter en skatt, ville det vært et større problem hvis skatten hadde redusert de usikre investeringene. Det ville ført til at prosjekter som på marginen ville blitt gjennomført før skatt, ikke er lønnsomme etter skatt. Skattesystemet hadde da vært direkte årsak til at marginale prosjekter ikke ble gjennomført.

Avsnitt 3.2 viser også med de risikjusterte sannsynlighetene, at den forventede risikjusterte alternativavkastingen til en investor er lik den sikre renten. Hvilket betyr at alle prosjekt har den sikre renten som alternativ avkastingsrate. Dette viser at skatten ikke fører til at avkastingskravet økes som følge av at det blir innført en skatt på aksjonærens hånd.

### 3.3 Modell med skatt på utbetalt utbytte over sikker avkasting

Modellen i avsnitt 3.1 viste at vi får økte usikre investeringer med en skatt på avkasting over sikker avkasting. Vi videreutvikler denne modellen for å ta hensyn til at kun er utbetalt avkasting som blir skattlagt, slik det er i dagens skattesystem. Dette betyr at så lenge avkastingen blir i selskapssektoren, utløser det ikke noen ekstra skatt for aksjonærene. Det er kun når en aksjonær realiserer avkastingen at skatten får innvirkning. I det følgende blir dette modellert for å se om resultatet fra avsnitt 3.1 endrer seg.

Ligning (4) i basismodellen viser at totalavkastingen over en alternativ risikofri avkasting blir beskattet. Vi må nå dele opp dette uttrykket i en del som tar for seg den avkastingen som blir utbetalt,  $R_t^U$  og den avkastingen som blir tilbakeholdt i bedriften,  $R_t^T$  på tidspunkt  $t$ . Vi omskriver uttrykket for totalavkasting, slik at dette nå tar hensyn til det faktum at det kun er utbetalt avkasting utover den sikre renten som skattlegges.

I det følgende antas det at den utbetalte avkastingen,  $R_t^U$  er eksogent gitt. Vi skriver totalavkasting som:

$$R_t = R_t^U + R_t^T. \quad (17)$$

Den totale avkasting etter skatt på utbetalt avkasting, over risikofri alternativ avkasting, på tidspunkt  $t+1$  er.

$$R_{t+1}^r = R_{t+1} - \tau(R_{t+1}^U - R_{0,t+1}). \quad (18)$$

Vi setter inn for  $R_{t+1}$  i ligning (18), fra ligning (1) dette gir oss

$$R_{t+1}^r = (R_{1,t+1} - R_{0,t+1})x_t + R_{0,t+1} - \tau(R_{t+1}^U - R_{0,t+1}). \quad (19)$$

Vi skriver neste periodes totalformue som den andelen individet ikke konsumerer, multiplisert med totalavkastingen til individet etter skatt på utbetalt avkasting:

$$w_{t+1} = x_{0t}R_{t+1}^r + y_{t+1}. \quad (20)$$

Tilsvarende som i kapittel 3.1 blir da individets maksimeringsproblem:

$$V_t(w_t) = \max_{c_t, x_t} u(c_t) + \delta E[V_{t+1}(w_{t+1})]. \quad (21)$$

Dersom vi igjen løser maksimeringsproblemet med hensyn på den usikre andelen av aksjonærens portefølje,  $x_t$ , blir førsteordensvilkåret:

$$0 = E[V'_{t+1}(w_{t+1}) \frac{\partial w_{t+1}}{\partial x_t}] \quad (22)$$

Når vi løser dette ser vi at resultatet er identisk med det vi fant i ligning (9):

$$E[V'_{t+1}(w_{t+1})(R_{1,t+1} - R_{0,t+1})] = 0. \quad (23)$$

Dette medfører at resten av den matematiske analysen tilsvarer det som ble gjort i avsnitt 3.1-3.2, og resultatene fra basismodellen er fortsatt gyldige. Vi har dermed vist at selv om skatten kun gjelder utbetalt avkasting, påvirker ikke dette egenskapene ved modellen. Vi får fortsatt **økte** usikre investeringer ved en skatt på utbetalt avkasting, i følge modellen.

Modellen inkluderer ikke fremføring av den alternative risikofrie avkastingen. Av ligning (19) ser vi at dersom den risikofrie avkastingen er høyere enn den usikre, fører det til at aksjonæren får et tilskudd som følge av at den utbetalte avkastingen er lavere enn den risikofrie avkastingen. Et slikt skattesystem fremstår dermed som fullstendig symmetrisk. Behandlingen av fremføringsregler i aksjonærmodellen vil bli behandlet nærmere i kapittel 3.4 der vi ser på en investerings fullstendige levetid.

### 3.4 Nøytralitet med hensyn på utbytte- og lånebeslutning

Vi deler kontantoverskuddet til en bedrift opp i flere deler, på grunn av ulik skattemessig behandling. Et kontantoverskudd er positivt for innbetalinger til bedriften og negativt for utbetalinger. Vi tar utgangspunkt i *driftsoverskuddet* på tidspunkt  $t$ ,  $D_t$ , som er kontantoverskuddet til et foretak før skatt, finansielle transaksjoner og investeringer.

*Skattegrunnlaget* for overskuddskatten i bedriften er driftsoverskuddet minus *skattemessige avskrivninger*,  $A_t$ , og *rentebetalinger*,  $R_t$ , det vil si  $D_t - A_t - R_t$ . *Overskuddsskattesatsen* er  $\tau_o$ . Etter skatt blir dermed driftsoverskuddet,  $D_t^O$ , lik:

$$D_t^O = D_t - \tau_o(D_t - A_t - R_t) = (1 - \tau_o)D_t + \tau_o A_t + \tau_o R_t = D_t^{OE} + \tau_o R_t. \quad (24)$$

Av ligningen over ser vi at en bedrift får en skatterabatt fra avskrivninger og rentebetalinger.

Hvis bedriften er fullstendig *egenkapitalfinansiert* er driftsoverskuddet  $D_t^{OE} = (1 - \tau_o)D_t + \tau_o A_t$ . Er bedriften lånefinansiert, får den også et skattefradrag som følge av rentebetalinger.

Vi kan nå definere utbyttet som bedriften kan utbetale etter overskuddskatt. *Utbyttet etter overskuddskatt* er lik driftsoverskuddet til foretaket etter overskuddskatt pluss nettooverføringer fra långivere. I ligningen under er  $L_t$  *kontantstrømmen til et lån, utenom rentebetalinger på tidspunkt  $t$* .

I første omgang ser vi bort fra investeringer, som blir tatt opp på tidspunkt 0. Fra tidspunkt  $t \geq 1$  kan vi da skrive utbyttet som:

$$U_t^O = D_t^O + (L_t - R_t) = (1 - \tau_o)D_t + \tau_o(A_t + R_t) + (L_t - R_t). \quad (25)$$

Av ligning (25) ser vi at *utbytte etter overskuddskatt med egenkapitalfinansiering* fra tidspunkt  $t \geq 1$  kan skrives som  $U_t^{OE} = (1 - \tau_o)D_t + \tau_o A_t$ .

Vi skal nå se på nåverdien til utbyttene og totalkapitalen etter overskuddskatt. *Totalkapitalen* er summen av gjeld og egenkapital i foretaket. Vi ser på kontantstrømmen til foretaket fra tidspunkt  $t \geq 1$  til tidspunkt  $T$ , som er siste tidspunkt i modellen.

En *kontantstrøm*  $\mathbf{K} = (K_1, \dots, K_T)$  består av *kontantoverskuddene*,  $K_t$ , på de ulike tidspunktene. Videre er *diskonteringsraten til kontantstrømmen* lik  $r_{\mathbf{K}}$ , denne antas å være konstant over tid. *Nåverdien til kontantstrømmen*  $\mathbf{K}$  kaller vi  $V(\mathbf{K})$ .

Nåverdien av utbyttet etter overskuddskatt, når foretaket er fullstendig egenkapitalfinansiert, kan fra tidspunkt 1 til  $T$  uttrykkes som:

$$V(\mathbf{U}^{OE}) = (1 - \tau_o)NV(\mathbf{D}, r_D) + \tau_o NV(\mathbf{A}, r_A). \quad (26)$$

Når en bedrift er delvis lånefinansiert kan vi skrive nåverdien av utbyttet som verdien av egenkapitalen pluss nåverdien av skatterabatten som foretaket får fra rentebetalinger og verdien av nettooverføringer fra långiver:

$$V(\mathbf{U}^O) = V(\mathbf{U}^{OE}) + \tau_o NV(\mathbf{R}, r_L) + V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \quad (27)$$

Vi lar lånet  $\mathbf{L}$  ha lånerente lik diskonteringsraten til lånet. Videre antas det at lånet skal betales tilbake i sin helhet, som betyr at  $\sum_t L_t = 0$ . Verdien av lånet  $V(\mathbf{L} - \mathbf{R})$ , er dermed null for foretaket. Disse antakelsene bruker vi gjennom resten av dette kapittelet.

Verdien av totalkapitalen etter overskuddskatt kan vi dermed uttrykke som:

$$V(\mathbf{K}^O) = V(\mathbf{U}^{OE}) + \tau_o NV(\mathbf{R}, r_L) + V(\mathbf{L} - \mathbf{R}) - V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \quad (28)$$

Vi ser at verdien av totalkapitalen er lik verdien av egenkapitalen pluss skatterabatten som bedriften får på grunn av rentebetalinger. Etter overskuddsskatt er det dermed lønnsomt for bedriften å lånefinansiere. Utbyttet som er disponibelt for eiere etter overskuddskatt, er det kontantoverskuddet som er igjen etter at myndighetene og utlånere av kapital har fått sitt.

Verdien av utbyttene, blir dermed fra (27) og (28):

$$V(\mathbf{U}^O) = V(\mathbf{K}^O) + V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \quad (29)$$

Av ligningen over ser vi at etter overskuddskatt er nåverdien av utbyttene lik nåverdien av totalkapitalen, når vi antar at verdien av lånet og avdragene er lik null.

### 3.4.1 Skatt på utbytte

Etter at aksjonærmodellen ble innført i 2006, ble aksjonærer skattepliktige med 28 % av utbetalte utbytter og kapitalgevinster som overstiger avkasting over risikofri alternativ avkasting. Vi videreutvikler modellen over, for å finne ut hva som skjer med utbyttene og totalkapitalen etter at individene har blitt skattlagt. Modellen vil bli stegvis utviklet i avsnittene 3.4.1-3.4.4. Dette avsnittet tar for seg en skatt på alt utbytte, videre blir det i avsnitt 3.4.2 skilt mellom utbetalt og tilbakeholdt utbytte. Avsnitt 3.4.3 tar for seg skatt på utbetalt utbytte som overstiger sikker alternativ avkasting, mens avsnitt 3.4.4 trekker inn fremføring av et fradrag som ikke er blitt brukt på tidligere tidspunkt.

Vi vil først se på kontantoverskudd og verdier etter at en har skattlagt aksjonærene på individnivå. *Utbytte etter skatt på individ*,  $U_t^I$ , er kontantoverskuddet etter overskuddskatten minus skatten på eiernes hånd, der skattesatsen på utbytte er lik  $\tau_u$ . Videre vil  $U_t^{IE} = (1 - \tau_u)U_t^{OE}$  være *utbytte etter skatt på individ, med egenkapitalfinansiering*.

$$\begin{aligned} U_t^I &= (1 - \tau_u)U_t^O = (1 - \tau_u)[(1 - \tau_o)D_t + \tau_o(A_t + R_t) + (L_t - R_t)] \\ &= (1 - \tau_u)[U_t^{OE} + \tau_o R_t + (L_t - R_t)] = U_t^{IE} + (1 - \tau_u)\tau_o R_t + (1 - \tau_u)(L_t - R_t). \end{aligned} \quad (30)$$

Verdien av utbytteutbetalingene fra tidspunkt 1 til  $T$  etter utbytteskatt blir da:

$$V(\mathbf{U}^I) = V(\mathbf{U}^{IE}) + (1 - \tau_u)\tau_o NV(\mathbf{R}, r_L) + (1 - \tau_u)V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \quad (31)$$

Vi ser at verdien etter skatt på individ, er verdien av utbyttet dersom bedriften er fullstendig egenkapitalfinansiert. Pluss skatterabatten som bedriften får som følge av lånet. Det siste

leddet forsvinner siden vi antar at nåverdien av lånet er lik null. Vi ser og at verdien av utbyttene vil være høyere dersom bedriften er lånefinansiert, men at denne effekten blir redusert med skattesatsen på utbyttet.

For å finne kontantoverskuddet til totalkapitalen, må vi i tillegg ta hensyn til den totale kontantstrømmen som har med lånet å gjøre for långiver. *Kontantoverskuddet til totalkapitalen*,  $K_t^I$ , kan vi da uttrykke som:

$$K_t^I = U_t^I - (L_t - R_t) - \tau_L R_t = U_t^{IE} + ((1 - \tau_u)\tau_o - \tau_L)R_t - \tau_u(L_t - R_t). \quad (32)$$

Her er  $U_t^I$  utbyttet etter skatt på individ,  $-(L_t - R_t)$  er det totale kontantoverskuddet til lånet for långiver og  $-\tau_L R_t$  er skatten som långiver må betale for inntektene som stammer fra rentene.

Av (32) ser vi at nåverdien av totalkapitalen kan uttrykkes som:

$$V(\mathbf{K}^I) = V(\mathbf{U}^{IE}) + ((1 - \tau_u)\tau_o - \tau_L)NV(\mathbf{R}, r_L) - \tau_u V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \quad (33)$$

Fra skattereformen i 1992, og frem til aksjonærmodellen ble innført i 2006 ble utbytter i realiteten kun beskattet en gang via overskuddsskatten ( $\tau_u = 0$ ).<sup>6</sup> Videre var både overskuddsskattesatsen og skatten på lånekapital lik 28 %. Med  $\tau_u = 0$ , og lik skattesats på overskudd og lånekapital ser vi at nåverdien av rentebetalingene er lik null i totalkapitalen. Dette resultatet viser at det gamle skattesystemet var nøytralt i forhold til beslutninger om lånefinansiering kontra egenkapitalfinansiering, siden verdien av totalkapitalen da blir lik verdien av egenkapitalen. Dette fører til at ligning (33) reduseres til:

$$V(\mathbf{K}^I) = V(\mathbf{U}^{IE}) = V(\mathbf{U}^{OE}). \quad (34)$$

Fra og med innførselen av aksjonærmodellen i 2006 gjelder ikke dette lenger. Etter dette var fortsatt overskuddsskatten og skatten på lånekapital lik 28 %, men nå er også utbytteskatten 28 % på individens hånd, men med fradrag for sikker avkasting.

<sup>6</sup> Sett bort fra en periode mellom 2000 – 2001 der en skatt på 11 % ble innført på aksjonærs hånd.



### 3.4.2 Skatt på utbetalt utbytte

Aksjonærmodellen skiller mellom *tilbakeholdte utbytter*,  $U_t^T$ , og *utbetalte utbytter*,  $U_t^U$ . Bare utbetalt utbytte skattlegges på individnivå. En bedrift bestemmer i hver periode hvor mye utbytte som skal utbetales til aksjonærene. Som før antas det at utbyttet som en bedrift faktisk utbetaler er eksogent gitt i modellen. Vi kan skrive det utbetalte utbyttet som differansen mellom det totale disponible utbyttet (utbytte etter overskuddskatt), og det tilbakeholdte utbyttet.

$$U_t^U = U_t^O - U_t^T. \quad (35)$$

Setter vi inn for  $U_t^O$  fra ligning (25) i formelen over, blir det utbetalte utbyttet:

$$U_t^U = (1 - \tau_o)D_t + \tau_o(A_t + R_t) + (L_t - R_t) - U_t^T. \quad (36)$$

*Utbetalt utbytte etter skatt på individ*,  $U_t^{UI}$ , kan vi uttrykke som:

$$U_t^{UI} = U_t^U - \tau_u U_t^U = (1 - \tau_u)U_t^U. \quad (37)$$

Videre vil *utbetalt utbytte etter skatt på individ med egenkapitalfinansiering* defineres som  $U_t^{UIE} = (1 - \tau_u)(U_t^{OE} - U_t^T)$ . Her tar vi hensyn til at det kun er utbetalt utbytte som skal skattlegges. Da kan vi fra (36) og (37) skrive utbyttet som aksjonæren mottar som:

$$\begin{aligned} U_t^{UI} &= (1 - \tau_u)U_t^U = (1 - \tau_u)[U_t^{OE} + \tau_o R_t + (L_t - R_t) - U_t^T] \\ &= U_t^{UIE} + (1 - \tau_u)\tau_o R_t + (1 - \tau_u)(L_t - R_t). \end{aligned} \quad (38)$$

Frem til nå har vi sett på utbytter og total kapital fra tidspunkt  $t \geq 1$ . Vi går nå videre med å se på en investerings totale levetid, som betyr at vi inkluderer tidspunkt 0 der investeringen blir foretatt, og tidspunkt  $T$  der aksjonæren selger bedriften.<sup>7</sup> Her avgjør fortsatt bedrifter om de skal utbetale utbytter fra tidspunkt  $t \geq 1$  til  $t \geq T$ .

Tilbakeholdte utbytter øker verdien av bedriften. Når aksjonæren selger bedriften på tidspunkt  $T$ , vil han motta en høyere kapitalgevinst dersom deler av utbyttet har blitt tilbakeholdt i bedriften. I aksjonærmodellen skattlegges denne kapitalgevinsten på aksjonærens hånd med 28 %. I modellen kjøper aksjonæren bedriften til prisen  $V_0$  på tidspunkt 0, og selger bedriften på tidspunkt  $T$ , til prisen  $V_T$ . Skattegrunnlaget for kapitalgevinsten som aksjonæren får på tidspunkt  $T$  vil dermed være  $V_T - V_0$ .

Verdien til utbyttet etter skatt på individ med skatt på utbetalt utbytte mellom tidspunkt 1 og  $T$ , kan fra (38) skrives som:

$$V(\mathbf{U}^{UI}) = V(\mathbf{U}^{UIE}) + (1 - \tau_u)\tau_o NV(\mathbf{R}, r_L) + (1 - \tau_u)V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \quad (39)$$

Her er  $V(\mathbf{U}^{UIE})$  verdien av de utbetalte utbyttene fra tidspunkt 1 til tidspunkt  $T$ , dersom investeringen er egenkapitalfinansiert. Videre er  $(1 - \tau_u)\tau_o NV(\mathbf{R}, r_L)$  nåverdien av skatterabatten som aksjonæren får dersom deler av investeringen er lånefinansiert. Nåverdien av lånet er lik 0.

Nå inkluderer vi investeringstidspunktet og salgstidspunktet. Diskonteringsfaktoren til kapitalgevinsten som aksjonæren oppnår på tidspunkt  $T$  kaller vi  $\delta_{0T}$ . Vi uttrykker nåverdien av den totale levetiden til investeringen som  $NV$ :

---

<sup>7</sup> Vi antar at en aksjonær kjøper og selger hele bedriften, i stedet for en andel. En slipper dermed å ta hensyn til aksjeandeler i analysen, som ikke er viktig i denne sammenheng.

$$\begin{aligned}
NV &= -V_0 + V(\mathbf{U}^{UI}) + \delta_{0T}[V_T - \tau_u(V_T - V_0)] \\
&= V(\mathbf{U}^{UI}) + (1 - \tau_u)\delta_{0T}V_T + \delta_{0T}V_0\tau_u - V_0 \\
&= V(\mathbf{U}^{UI}) + (1 - \tau_u)\delta_{0T}V_T - (1 - \delta_{0T}\tau_u)V_0 \\
&= V(\mathbf{U}^{UI}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T}V_T - V_0) - (1 - \delta_{0T})\tau_u V_0.
\end{aligned} \tag{40}$$

Av ligningen ser vi at nåverdien blir redusert med mer en den diskonterte verdistigningen av bedriften når vi inkluderer tidspunkt 0 og tidspunkt  $T$ . Dersom investeringen  $V_0$  hadde blitt fremdiskontert fra periode 0 til  $T$  når en skattlegger kapitalgevinsten ville siste leddet i ligning (40) forsvunnet, siden  $\delta_{0T}[V_T - \tau_u(V_T - \delta_{0T}^{-1}V_0)] - V_0 = (1 - \tau_u)(\delta_{0T}V_T - V_0)$ . Om dette hadde vært tilfelle ville skattesystemet vært nøytralt overfor beskatning av kapitalgevinster, siden kun den diskonterte verdistigningen blir skattlagt.

Videre ser vi av ligning (40) at reduksjonen i nåverdi vil øke med investeringshorisonten til aksjonæren, siden diskonteringsfaktoren vil gå mot null når  $T \rightarrow \infty$ . Med et slikt skattesystem vil investeringer med lange tidshorisonter, og alt annet likt være mindre lønnsomme enn investeringer med korte tidshorisonter. Dette betyr at skattesystemet ikke vil være nøytralt i forhold til lengden på investeringer. Videre vil lånefinansiering i denne modellen gi en svakt positiv effekt på nåverdien som følge av skatterabatten på rentebetalingene.

*Totalkapitalen etter skatt på individ med beskatning av utbetalt utbytte* er utbetalte utbytter pluss den totale kontantstrømmen til lånet for långiverne. Denne skrives som:

$$K_t^{UI} = U_t^{UI} - (L_t - R_t) - \tau_L R_t = U_t^{UIE} + ((1 - \tau_u)\tau_o - \tau_L)R_t - \tau_u(L_t - R_t). \tag{41}$$

*Verdien av totalkapitalen etter skatt på individ med beskatning av utbetalt utbytte* blir fra periode 1 til  $T$ :

$$V(\mathbf{K}^{UI}) = V(\mathbf{U}^{UIE}) + ((1 - \tau_u)\tau_o - \tau_L)NV(\mathbf{R}, r_L) - \tau_u V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \tag{42}$$

Når vi inkluderer investeringen på tidspunkt 0 og kapitalgevinsten som aksjonæren oppnår på tidspunkt  $T$ , blir nåverdien av totalkapitalen:

$$\begin{aligned}
NV &= -V_0 + V(\mathbf{K}^{UI}) + \delta_{0T}[V_T - \tau_u(V_T - V_0)] \\
&= V(\mathbf{K}^{UI}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T}V_T - V_0) - (1 - \delta_{0T})\tau_u V_0.
\end{aligned} \tag{43}$$

Her ser vi at når både kapitalgevinsten på tidspunkt  $T$ , og investeringen på tidspunkt 0 er inkludert får vi en reduksjon i nåverdien, tilsvarende som i ligning (40). Totalkapitalen blir ytterligere redusert som følge av skatten som långiver må betale på renteinntekter av lånet dersom bedriften er lånekapitalfinansiert.

### 3.4.3 Skatt på utbetalt utbytte over sikker avkasting

I dagens skattesystem er det slik at det kun er avkasting over *sikker alternativ avkasting av investering*,  $V_0$ , som skattlegges på individnivå. La  $r_t$  være den *sikre renten fra tidspunkt  $t-1$ , til tidspunkt  $t$* . Det som en aksjonær får trekke fra på skatten i hver periode vil dermed bli  $V_0 r_t$ , multiplisert med utbytteskattesatsen  $\tau_u$ . Vi tar utgangspunkt i det utbetalte utbyttet etter overskuddsskatt,  $U_t^U$ , siden det er dette som skal skattlegges. Vi definerer  $U_t^{UIS}$  som *utbetalt utbytte etter skatt på individ med skjerming av sikker alternativ avkasting*. Med skjerming av den sikre alternative avkastningen kan vi skrive *det utbetalte utbytte med egenkapitalfinansiering og skjerming* som  $U_t^{UIE} + \tau_u V_0 r_t$ .

Utbytte etter skatt på individ med skjerming kan vi nå skrive som:

$$\begin{aligned}
U_t^{UIS} &= U_t^U - \tau_u(U_t^U - V_0 r_t) = (1 - \tau_u)U_t^U + \tau_u V_0 r_t \\
&= U_t^{UIE} + \tau_u V_0 r_t + (1 - \tau_u)\tau_o R_t + (1 - \tau_u)(L_t - R_t).
\end{aligned} \tag{44}$$

Verdien av utbyttene fra periode 1 til  $T$  blir da:

$$V(\mathbf{U}^{UIS}) = V(\mathbf{U}^{UIE}) + \tau_u V_0 \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t + (1 - \tau_u)\tau_o NV(\mathbf{R}, r_L) + (1 - \tau_u)V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \tag{45}$$

Dette er lik uttrykket med skatt på utbetalt utbytte pluss nåverdien av fradragene som aksjonæren får trekke fra skatten. Disse blir diskontert med faktoren  $\delta_{0t}$ . Av ligning (45) ser

vi at fradrag for risikofri alternativ avkasting, fører til at nåverdien av utbyttene øker i forhold til modellen uten fradrag for sikker alternativ avkasting.

Vi ser nå på verdien av en investering i bedriften fra tidspunkt 0 til  $T$ . Da må vi legge til virkningen på kontantstrømmen ved kjøp og salg av bedriften. Vi ser bort fra kontantstrømmen som har med lånet å gjøre siden denne ikke endrer seg, og gjør ligningene mindre oversiktlige. Nåverdien til egenkapitalen kaller vi  $NV^E$ .

$$\begin{aligned}
 NV^E &= -V_0 + V(\mathbf{U}^{UIE}) + \tau_u V_0 \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t + \delta_{0T} [V_T - \tau_u (V_T - V_0)] \\
 &= V(\mathbf{U}^{UIE}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T} V_T - V_0) - (1 - \delta_{0T}) \tau_u V_0 + \tau_u V_0 \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t \\
 &= V(\mathbf{U}^{UIE}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T} V_T - V_0) - (1 - \delta_{0T} - \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t) \tau_u V_0.
 \end{aligned} \tag{46}$$

Av ligningen over ser vi at reduksjonen i nåverdi som oppsto i ligning (40) der investerings- og salgstidspunkt ble inkludert er blitt redusert med summen av fradragene som aksjonæren får trekke fra på skatten. Ved hjelp av induksjon kan vi vise at uttrykket i den siste parenteser er lik null, det vil si at:

$$\delta_{0T} + \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t = 1. \tag{47}$$

For  $T = 1$  holder antakelsen siden

$$\delta_{01} + \sum_{t=1}^1 \delta_{0t} r_t = \delta_{01} + \delta_{01} r_1 = \delta_{01} (1 + r_1) = 1. \tag{48}$$

Vi antar videre at (47) holder for  $T$  tidspunkt, dermed gjenstår det å bevise at den også holder for  $T + 1$  tidspunkt. For tidspunkt  $T + 1$  er:

$$\begin{aligned}
\delta_{0,T+1} + \sum_{t=1}^{T+1} \delta_{0t} r_t &= \delta_{0T} \delta_{T,T+1} + \delta_{0,T+1} r_{T+1} + \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t \\
&= \delta_{0T} \delta_{T,T+1} + \delta_{0,T+1} r_{T+1} + 1 - \delta_{0T} = \delta_{0T} [\delta_{T,T+1} + \delta_{T,T+1} r_{T+1} - 1] + 1 \\
&= \delta_{0T} [\delta_{T,T+1} (1 + r_{T+1}) - 1] + 1 = 1.
\end{aligned} \tag{49}$$

Ved det tredje likhetstegnet har vi brukt hypotesen om at ligning (47) holder.

Vi inkluderer nå kontantstrømmen som har med lånet å gjøre igjen. Fra (46) og (47) blir nåverdien av utbyttene og kapitalgevinsten:

$$NV = V(\mathbf{U}^{UIE}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T} V_T - V_0) + (1 - \tau_u) \tau_o NV(\mathbf{R}, r_L) + (1 - \tau_u) V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \tag{50}$$

Av uttrykk (50) ser vi at ved fradrag for sikker alternativ avkastning, forsvinner den negative skjevheten i beskatningen av kapitalgevinsten som oppstod i ligning (40). Grunnen til dette er at aksjonæren i hver periode får et fradrag som tilsvarer en alternativ risikofri investering. Summen av alle fradragene som individet får på hvert tidspunkt, nøytraliserer effekten av at aksjonæren blir skattlagt for mer enn differansen mellom salgsprisen og kjøpsprisen. Når aksjonæren i siste periode selger bedriften fører ikke dette til noen ekstrabeskatning, som følge av utformingen av skattesystemet. Dermed vil et skattesystem med skjerming av alternativ risikofri avkastning ikke virke vridende i forhold til lengden på en investering.

Totalkapitalen etter skatt på utbetalte utbytter, som overstiger den sikre alternative avkastningen kan nå uttrykkes som:

$$K_t^{UIS} = U_t^{UIS} - (L_t - R_t) - \tau_L R_t = U_t^{UIE} + \tau_u V_0 r_t + ((1 - \tau_u) \tau_o - \tau_L) R_t - \tau_u (L_t - R_t). \tag{51}$$

Verdien av totalkapitalen fra periode 1 til  $T$  kan nå uttrykkes som:

$$V(\mathbf{K}^{UIS}) = V(\mathbf{U}^{UIE}) + \tau_u V_0 \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t + ((1 - \tau_u) \tau_o - \tau_L) NV(\mathbf{R}, r_L) - \tau_u V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \tag{52}$$

Vi går videre med å inkludere investeringen på tidspunkt 0 og kapitalgevinsten på tidspunkt  $T$ , for å finne nåverdien av totalkapitalen. Vi bruker induksjonsresultatet fra (47) og ser på egenkapitalen først ( $NV^E$ ), og inkluderer kontantstrømmen til lånet etterpå.

$$\begin{aligned}
 NV^E &= -V_0 + V(\mathbf{U}^{UIE}) + \tau_u V_0 \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t + \delta_{0T} [V_T - \tau_u (V_T - V_0)] \\
 &= V(\mathbf{U}^{UIE}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T} V_T - V_0) - (1 - \delta_{0T} - \sum_{t=1}^T \delta_{0t} r_t) \tau_u V_0 \\
 &= V(\mathbf{U}^{UIE}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T} V_T - V_0).
 \end{aligned} \tag{53}$$

Med lån blir da verdien av totalkapitalen fra tidspunkt 0 til  $T$ :

$$NV = V(\mathbf{U}^{UIE}) + (1 - \tau_u)(\delta_{0T} V_T - V_0) + ((1 - \tau_u)\tau_o - \tau_L NV(\mathbf{R}, r_L) - \tau_u V(\mathbf{L} - \mathbf{R})). \tag{54}$$

Av ligning (54) ser vi at også her blir kapitalgevinsten korrekt skattlagt, ved at aksjonæren får trekke fra den sikre alternative avkastingen. Videre ser vi at lånefinansiering fortsatt gir en negativ effekt på nåverdien til totalkapitalen.

Til sammenligning kan vi gå tilbake til ligning (34) der vi kun så på utbyttene fra tidspunkt 1 til  $T$ , der var skattesystemet fullstendig nøytralt overfor lånefinansiering kontra egenkapitalfinansiering, siden totalkapitalen ikke ble påvirket. I skattesystemet etter 2006 ser vi at dette ikke lenger er tilfelle.

### 3.4.4 Fremføring av ubenyttet skjermingsfradrag

Modellen over ville gitt et tilskudd til en aksjonær, dersom utbetalt utbytte var lavere enn den sikre avkastingen i hver periode. I det norske kapitalskattesystemet er ikke dette tilfelle. Dersom en aksjonær ikke oppnår avkastning som er høyere enn den sikre alternative risikofrie avkastingen, vil fradraget bli fremført med den sikre renten. På denne måten kan en aksjonær trekke fradraget fra i fremtidig aksjeinntekt.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Under dagens aksjonærmodell kan et ubenyttet skjermingsfradrag kun fremføres for hver enkelte aksje, og ikke aksjeinntekt generelt.

La  $S_t$  være skjermingsgrunnlaget på tidspunkt  $t$ . På første tidspunkt for utbytteutbetaling tilsvarende dette kjøpsprisen av bedriften,  $V_0$ , dvs.  $S_0 = V_0$ . På et tidspunkt  $t+1$  er skjermingsfradraget, lik skjermingsgrunnlaget fra forrige periode multiplisert med den sikre renten for perioden,  $S_t r_{t+1}$ .

Skjermingsgrunnlaget øker med differansen mellom skjermingsfradraget og det utbetalte utbyttet, dersom denne størrelsen er positiv. Dersom den er negativ endres ikke skjermingsfradraget. Dette kan vi i hver periode uttrykke som:

$$S_{t+1} = S_t + \max(S_t r_{t+1} - U_{t+1}^U, 0). \quad (55)$$

Det utbetalte utbyttet på tidspunkt  $t$ , med mulighet for fremføring av ubenyttet skjermingsfradrag,  $U_t^{UIF}$ , kan skrives som:

$$U_t^{UIF} = U_t^U - \tau_u \max(U_t^U - S_{t-1} r_t, 0). \quad (56)$$

Med et slikt system for fremføring av ubenyttede skjermingsfradrag vil det være utallige kombinasjoner av hvor mye utbytte som blir utbetalt i forhold til hvor mye som blir tilbakeholdt.

Vi vil se på to hjørnetilfeller. I det første tilfellet utbetaler bedriften et utbytte i hver periode som overstiger skjermingsfradraget. I det andre tilfellet utbetaler ikke bedriften noe utbytte til sine aksjonærer. Aksjonæren vil i dette tilfellet kun få en kapitalgevinst på tidspunkt  $T$ . Dersom disse to løsningene gir samme nåverdi, vil det bety at skattesystemet er nøytralt overfor utbytteutbetalinger, siden en aksjonær vil være indifferent mellom å få utbyttet utbetalt i dag, eller en gang i fremtiden.

I tilfellet der bedriften i hver periode utbetaler et høyere utbytte enn skjermingsfradraget, er skjermingsgrunnlaget på alle tidspunkt  $S_t = V_0$ . I dette tilfellet endres ikke analysen i forhold til tilfellet over, der vi hadde fradrag for sikker alternativ avkastning, men ikke fremføring av skjermingsfradrag.



I det andre tilfellet der det ikke blir utbetalt utbytte fra bedriften til eierne, vil skjermingsfradraget hele tiden øke med det ubenyttede skjermingsfradraget. På tidspunkt 1 vil aksjonæren kunne trekke fra egenkapitalen som han har investert,  $V_0$ . Pluss skjermingsfradraget for periode 1, som i følge ligning (56) er av størrelsen  $S_0 r_1$ . Dersom aksjonæren hadde solgt bedriften på tidspunkt 1, ville aksjonæren dermed kunne trekke fra  $V_0 + S_0 r_1$  før utbytte- og kapitalbeskatning. Dersom aksjonæren ikke foretar seg noe på tidspunkt 1, og heller ikke får noen utbetalinger fra bedriften i form av utbytter, vil det aksjonæren slipper å betale skatt for på tidspunkt 2 være  $V_0 + S_1 r_2$  der  $S_1 = S_0(1 + r_1) = S_0 \delta_{01}^{-1}$ .

Fra NOU (2003:9) står det at den skattepliktige gevinsten utgjør salgsprisen fratrukket aksjens opprinnelige kostpris og årets skjermingsfradrag, samt eventuelt tidligere års ubenyttede skjermingsfradrag. Siden det antas at det ikke blir utbetalt noen utbytter fra foretaket i hele holdeperioden vil alle skjermingsfradrag for alle tidspunkt bli trukket fra kapitalgevinsten på tidspunkt  $T$ . Dersom vi bruker uttrykk (56) og antakelsen om at bedriften ikke utbetaler noe utbytte i hele holdeperioden, men kun utbetaler en kapitalgevinst på tidspunkt  $T$ , kan vi skrive det totale fradraget som aksjonæren får på investeringen sin på tidspunkt  $T$  som:

$$1 + \sum_{t=1}^T \delta_{0,t-1}^{-1} r_t = \delta_{0T}^{-1}. \quad (57)$$

Her representerer 1 den opprinnelige kostprisen som aksjonæren betalte for bedriften på tidspunkt 0, samtidig som  $\sum_{t=1}^T \delta_{0,t-1}^{-1} r_t$  er summen av alle skjermingsfradragene som kommer av at aksjonæren ikke får utbetalt noen utbytter.

Vi kan vise at dette holder for tidspunkt 1, der  $T = 1$ .

$$1 + \sum_{t=1}^1 \delta_{0,t-1}^{-1} r_1 = 1 + r_1 = \delta_{01}^{-1}. \quad (58)$$

Vi antar at (57) holder for tidspunkt  $T$ , vi skal vise at det holder for tidspunkt  $T+1$ . Vi har at:

$$1 + \sum_{t=1}^{T+1} \delta_{0,t-1}^{-1} r_t = 1 + \sum_{t=1}^T \delta_{0,t-1}^{-1} r_t + \delta_{0T}^{-1} r_{T+1}. \quad (59)$$

Fra ligning (57) har vi at  $1 + \sum_{t=1}^T \delta_{0,t-1}^{-1} r_t = \delta_{0T}^{-1}$ . Dersom vi setter dette inn i ligning (59) har vi

da:

$$\delta_{0T}^{-1} + \delta_{0T}^{-1} r_{T+1} = (1 + r_{T+1}) \delta_{0T}^{-1} = \delta_{0T+1}^{-1}. \quad (60)$$

Siden vi her har antatt at det ikke blir utbetalt noe utbytte i perioden fra 1 til  $T$ , betyr dette at verdien av utbyttene er lik null for periodene fra 1 til  $T$ . Aksjonæren vil da få en høyere kapitalgevinst på tidspunkt  $T$ , som følge av at tilbakeholdte utbytter gir en økning i verdien av bedriften. Det som aksjonæren kan trekke fra skatten på siste tidspunkt er inngangsverdien pluss de ubenyttede skjermingsfradragene som kommer av at aksjonæren ikke har fått utbetalt noen utbytter i perioden. Fra (57) kan dette skrives som:

$$V_0 + V_0 \sum_{t=1}^T \delta_{0,t-1}^{-1} r_t = V_0 \delta_{0T}^{-1}. \quad (61)$$

Vi finner nåverdien av kontantstrømmen til investeringen, når individet kun får en kapitalgevinst på siste tidspunkt. Her inkluderes også kontantstrømmen som har med lånet å gjøre. Når individet kun får en kapitalgevinst på siste tidspunkt kaller vi nåverdien av dette for  $NV^K$ .

$$\begin{aligned} NV^K &= -V_0 + \delta_{0T} [V_T - \tau_u (V_T - \delta_{0T}^{-1} V_0)] + (1 - \tau_u) \tau_o NV(\mathbf{R}, \delta_L) + (1 - \tau_u) V(\mathbf{L} - \mathbf{R}) \\ &= (1 - \tau_u) (\delta_{0T} V_T - V_0) + (1 - \tau_u) \tau_o NV(\mathbf{R}, \delta_L) + (1 - \tau_u) V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \end{aligned} \quad (62)$$

Av ligning (62) ser vi at skatten ikke fører til vridninger i forhold til investeringshorisonten. Når utbytter ikke blir utbetalt fra bedriften i det hele tatt. Videre er skattesystemet nøytralt overfor beslutninger om å utbetale utbytte eller å holde dette tilbake.<sup>9</sup> Grunnen til dette er utformingen av skjermingsfradraget som gjør at en hele tiden får fremført ubenyttede

<sup>9</sup> Det antas her at en krone tilbakeholdt i bedriften fører til en kroners økning i verdien av bedriften på dette gitte tidspunktet

skjermingsfradrag med den sikre renten, som er alternativkostnaden. Er bedriften lånefinansiert, vil en i tillegg få en liten positiv effekt på nåverdien av kapitalgevinsten, som følge av skatterabatten på lånerentene.

Nåverdien av totalkapitalen,  $NV^T$ , finner vi nå ved å inkludere den totale kontantstrømmen til lånet. Denne vil heller ikke endres som følge av at alt utbytte blir holdt tilbake Nåverdien av denne blir:

$$\begin{aligned} NV^T &= -V_0 + \delta_{0T}[V_T - \tau_u(V_T - \delta_{0T}^{-1}V_0)] + ((1 - \tau_u)\tau_o - \tau_L)NV(\mathbf{R}, \delta_L) - \tau_u V(\mathbf{L} - \mathbf{R}) \\ &= (1 - \tau_u)(\delta_{0T}V_T - V_0) + ((1 - \tau_u)\tau_o - \tau_L)NV(\mathbf{R}, \delta_L) - \tau_u V(\mathbf{L} - \mathbf{R}). \end{aligned} \quad (63)$$

Som tidligere ser vi av ligning (63) at totalkapitalen får en negativ effekt som følge av lånefinansiering, i forhold til egenkapitalfinansiering. Denne effekten vil føre til at det vil være mer lønnsomt å egenkapitalfinansiere i forhold til å låne kapital. Som betyr at aksjonærmodellen bryter med prinsippet om finansieringsnøytralitet. I det norske kapitalskattesystemet er både skatten på overskudd, utbytte og lånekapital lik 28 %. Av ligningen over ser vi da at reduksjonen som oppstår som følge av lånefinansiering er av størrelsen  $\tau_u\tau_o$ .

### 3.4.5 Nøytralitet overfor utbyttebeslutningen

Vi kan vise at en aksjonær er indifferent mellom å motta et utbytte på et tidspunkt, i stedet for å motta en høyere kapitalgevinst på siste tidspunkt. Dette betyr at nåverdiene av ligning (50) og (62) vil være like. Av de to ligningene ser vi at kontantstrømmene som har med lånet å gjøre er like. Disse vil derfor ikke bli inkludert i den følgende analysen, siden differansen vil være lik null. Videre ser vi at nåverdien av kapitalgevinsten også er lik i de to tilfellene, og dermed er differansen mellom disse også lik null. Fokuset her vil dermed være utbyttet som blir utbetalt i det ene tilfellet. Dersom skattesystemet er nøytralt overfor tidspunkt for utbytte, betyr det at dersom en antar at en får et utbytte på et tidspunkt, og trekker dette fra på tidspunkt  $T$ , der bedriften blir solgt. Vil differansen i nåverdi være lik null også her. Vi antar som før at utbyttet som blir utbetalt er eksogent gitt. Det antas at et utbytte blir utbetalt på et tidspunkt  $t$ .

$$\delta_{0t}(1-\tau_u)U_t^U - (1-\tau_u)\delta_{0T}\delta_{tT}^{-1}U_t^U = 0. \quad (64)$$

Av ligningen ser vi at differansen til det utbetalte utbyttet er lik null, grunnen til dette er at når en får utbetalt et utbytte på et tidspunkt  $t$ , så må dette trekkes fra en eventuell kapitalgevinst på siste tidspunkt. Logikken bak det faktum at vi har fremdiskontert utbyttet fra tidspunkt  $t$  til tidspunkt  $T$  er at en aksjonær som får utbetalt et utbytte på et tidspunkt  $t$ , har mulighet til å investere dette sikkert, og dermed få en avkasting på utbyttet. Verdien av utbyttet på et fremtidig tidspunkt, vil dermed være den diskonterte verdien av utbyttet multiplisert med den fremdiskonterte verdien som individet får på grunn av at utbyttet er investert sikkert på tidspunkt  $t$ . Siden uttrykket blir lik null, betyr det at differansen mellom ligning (50) og ligning (62) også blir null. Dermed kan en konkludere med at en aksjonær vil være indifferent mellom å få utbetalt et utbytte og en kapitalgevinst, i stedet for kun en kapitalgevinst på siste tidspunkt.

### 3.4.6 Oppsummering

I denne delen av oppgaven har vi tilnærmet oss dagens skattesystem ved å først se på hva som skjer med nåverdien av utbytter, og totalkapital når disse blir skattlagt på individnivå. Dermed har vi utvidet modellen til å ta hensyn til at det kun er det utbetalte utbyttet som skal skattlegges, samt at eventuell kapitalavkasting ved salg av bedriften også skal skattlegges med samme skattesats. Videre har vi sett på hva som skjer med nåverdien av utbytter og kapitalgevinster når en innfører skjerming av den delen av utbyttet som ligger under en alternativ risikofri avkasting. Til slutt har vi sett på en modell med fremføring av ubenyttede skjermingsfradrag. I modellen med skattlegging av utbytter og kapitalgevinster over sikker alternativ avkasting, og i modellen med fremføring av ubenyttede skjermingsfradrag, har vi en relativt nøyaktig beskrivelse av hvordan aksjonærmodellen fungerer. Vi er derfor i stand til å kunne si noe om hvordan skattesystemet holder på nøytralitet overfor finansieringsbeslutninger og beslutninger om utbytter. Vi velger her å fokusere på avsnitt 3.4.3 og 3.4.4, siden disse gir den mest nøyaktige beskrivelsen av skattesystemet etter 2006.

Vi har sett på tilfellene der utbytte i hver periode blir utbetalt, og der utbytter ikke blir utbetalt fra bedriften i det hele tatt. Dersom vi sammenligner nåverdien for de to tilfellene, ser vi av (50) og (62) at uttrykkene ikke er like. Grunnen er opplagt at i uttrykk (50) inngår utbytter som blir utbetalt til aksjonæren på hvert tidspunkt. Dersom vi antar at en krone tilbakeholdt i

bedriften, tilsvarer en økning i verdien av bedriften på en krone på tidspunktet, betyr det at et tilbakeholdt utbytte på et hvert tidspunkt vil øke kapitalgevinsten tilsvarende. Årsaken er at det tilbakeholdte utbyttet blir fremført med den sikre renten, som er diskonteringsraten. Dermed endres ikke nåverdien. Når aksjonæren på tidspunkt  $T$  realiserer sin kapitalgevinst vil dermed den fremskrevne verdien av de tilbakeholdte utbyttene inngå. Da er det ingen forskjell i verdien av å få utbetalt utbytter på hvert tidspunkt, i forhold til å kun få en kapitalgevinst på tidspunkt  $T$ . Dette betyr at for de to strategiene (utbetale utbytte på hvert tidspunkt, og kun betale ut en kapitalgevinst på siste tidspunkt) er de to ligningene (50) og (62) like. Grunnen til dette er at aksjonæren får et skjermingsfradrag i hver periode, og dette blir fremskrevet med den sikre renten, når et utbytte ikke blir utbetalt. Når aksjonæren i siste periode tar ut en kapitalgevinst vil han kunne trekke fra inngangsverdien pluss det akkumulerte fremførte skjermingsfradraget. På grunnlag av dette vil en utbyttestrategi ikke være mer lønnsom enn andre. Skattesystemet vil derfor ikke virke vridende på utbyttebeslutningen.

Av ligning (50) og (62) ser vi også at et lån i begge tilfeller gir en svakt positiv effekt på nåverdien av utbyttene og kapitalgevinsten. Dette betyr at aksjonærmodellen bryter noe med finansieringsnøytralitet. Den positive effekten kommer av at en aksjonær får en skatterabatt på den diskonterte verdien av rentebetalningene. Med et lån som har rente lik diskonteringsraten til lånet vil dette være den eneste effekten av lånefinansiering.

Vi ser videre på totalkapitalen. Dersom vi sammenligner ligning (54) og (63), som er henholdsvis totalkapitalen når en bedrift utbetaler utbytte i hver periode og når de ikke betaler utbytte i det hele tatt. Med samme antakelse om at en krone tilbakeholdt i bedriften fører til en kroners økning i verdien av selskapet, ser vi at heller ikke her blir beslutningen om å betale utbytte endret. Videre ser vi at lånefinansiering vil ha en svakt negativ effekt på nåverdien av totalkapitalen, noe som betyr at egenkapitalfinansiering vil være mer fordelaktig enn lånefinansiering. Denne effekten vil også være liten.

### **3.4.7 Behandling av risiko i modellene**

I denne delen av oppgaven har vi sett på hva som skjer med nåverdien til en investering når vi inkluderer en skatt på både utbytter og kapitalgevinster. Avsnitt 3.4.4 og 3.4.5 gir en relativt nøyaktig beskrivelse av kapitalskattesystemet.

Et tema som ikke er nevnt i denne delen av oppgaven er hensynet til risiko. Investeringer er risikable, dette fører til at kontantstrømmene til foretaket er usikre. Modellene i avsnitt 3.4 er i utgangspunktet modeller som er utviklet under full sikkerhet, men dersom vi bruker forventede kontantstrømmer basert på risikojusterte sannsynligheter, (ligning 13), er modellene direkte overførbare til en situasjon med usikkerhet. Siden den sikre renten da er den alternative avkastingsraten.

## Kapittel 4: Kritikk av aksjonærmodellen

I dette kapittelet diskuterer vi påstander fra Ravnaas, Aas et al. (2006). Som er en bok skrevet i 2005, altså før den fullstendige innførselen av aksjonærmodellen. Vi har brukt andre opplag, utgitt i 2006. Den beskriver de deler av skattesystemet som gjelder beskatning av aksjeselskaper og selskapsdeltakere. I boken skriver de blant annet om en del problemstillinger rundt aksjonærmodellen. Disse blir diskutert i dette kapittelet med modellene fra kapittel 3 som grunnlag. Vi tar opp problemstillinger som gjelder aksjeselskap siden det er disse vi har fokus på i kapittel 3. Vi diskuterer også hvordan den endelige implementeringen av aksjonærmodellen førte til et mindre nøytralt skattesystem i forhold til Skauge-utvalgets innstilling.

### 4.1 Betragtninger rundt skattereformen

Vi tar for oss en påstand i hvert avsnitt og vurderer de ved hjelp av rammeverket fra kapittel 3.

#### 4.1.1 Aksjonærmodellen og Fritaksmodellen

*Påstand 1:*

*Aksjeselskaper og likestilte selskaper mv., jf. (Skatteloven § 10-1)(1) kommer inn under Fritaksmodellen. Begrunnelsen for at Aksjonærmodellen ikke ble innført for selskapsaksjonærer, var ønsket om å unngå kjedebeskatning i selskapssektoren. I prinsippet skulle det samme argumentet også ha relevans for beskatning av utbytte på personlig aksjonærers hånd, hensett til at en rekke andre kapitalinntekter beskattes med 28 %. Slik sett innebærer Aksjonærmodellen et brudd på nøytralitetsprinsippet og en form for kjedebeskatning<sup>10</sup> av selskap og aksjonærer (Ravnaas, Aas et al. 2006, s. 21).*

Det var flere grunner til at en ønsket å unngå kjedebeskatning i selskapssektoren. For det første ville en slik beskatning føre til at bedrifter som mottok utbytte fra et annet selskap betalt utbytteskatt for dette utbyttet. Dersom denne bedriften igjen utbetalte utbytte til sine aksjonærer utenfor selskapssektoren, som er høyere enn skjermingsfradraget ville

<sup>10</sup> Med kjedebeskatning menes beskatning i flere ledd.

aksjonærene igjen betalt skatt av avkastingen. Det betyr at den totale skattesatsen ville blitt høyere enn dersom en aksjonær hadde mottatt et utbytte direkte fra et selskap. Dette ville sannsynligvis ført til omstruktureringer som kun hadde som mål å få ned den totale skattesatsen. For det andre ville en slik struktur trolig hemme kapitalmobiliteten i næringslivet (NOU 2003:9).

Ved aksjonærmodellen vil avkastingen som aksjonæren kunne oppnådd i en alternativ sikker investering bli skjermet for beskatning, som betyr at aksjonæren betaler skatt for risikoen han er villig til å ta for å øke sin avkastning. Likevel er det korrekt at aksjonærmodellen her bryter med nøytralitet siden en aksjonær kan investere i andre usikre verdipapir, som for eksempel usikre obligasjoner, valutainstrumenter, råvarer og råvarederivater som ikke er omfattet av aksjonærmodellen, og dermed kun blir skattlagt en gang på 28 %.

#### **4.1.2 Aksjonærmodellen og valg av eierskap**

*Påstand 2:*

*Aksjonærmodellen gjelder for fysiske personer. Det innebærer sterke incentiver for tilpassing, for eksempel ved å samle sine investeringer i aksjeselskap. En slik reorganisering vil innebære omorganiserings- og transaksjonskostnader, hvilket fører til at tilpassingsmuligheter er forbeholdt de med større investeringer. Høyt investert beløp i et aksjeselskap gir dessuten grunnlag for høyt skattefritt utbytte, dette favoriserer og større aksjonærer (Ravnaas, Aas et al. 2006, s. 22).*

Som vi så i kapittel 2.2 var det en relativt kraftig økning av aksjeselskap i tidsrommet fra 2004 til 2006. Til tross for at Norge var inne i en høykonjunktur på dette tidspunkt, kan det være nærliggende å tro at innførselen av det nye kapitalskattesystemet kan ha vært delaktig i at det ble dannet mange nye aksjeselskap. I NOU (2003:9) vedgår også Skauge-utvalget at det nye skattesystemet ikke vil være fullstendig nøytralt overfor ulike eierskapsformer på kort sikt. Dette kan dermed være en av forklaringene på hvorfor mange nye aksjeselskap ble dannet i tidsrommet 2004-2006, siden en da kunne danne rene holdingselskap som kun har som funksjon å eie aksjer i andre selskap. På denne måten vil det være mulig for en aksjonær å motta utbytter og kapitalgevinster uten å betale skatt via aksjonærmodellen.



Det er klart at ideen om å danne et eget holdingselskap vil være forbeholdt de med større investeringer, siden en må starte et aksjeselskap, der minimum egenkapital er 100 000 kroner. Den største fordel en har dersom en kan få utbytter og kapitalgevinster utbetalt til sitt eget aksjeselskap er at det er kun overskuddet i bedriften en har investert i, som blir skattlagt med 28 %. En kan da reinvestere midlene uten å ta de ut av selskapssektoren. Det medfører at det reinvesterte beløpet blir høyere. En aksjonær uten eget aksjeselskap må ta kapitalen ut av selskapssektoren, før han kan reinvestere. Da vil han bli tilleggsbeskattet via aksjonærmodellen. Dette fører til at beløpet han kan reinvestere, blir redusert mer enn for en aksjonær som har eget aksjeselskap. Likevel finnes det muligheter for små aksjonærer som vil dra nytte av samme fordelene som en større aksjonær. Det kan gjøres ved å opprette et NUF, som er et norskregistrert utenlandsk foretak. Her opprettes en bedrift for eksempel i Storbritannia hvor det kun kreves en aksjekapital på 1 £, for å så drive en filial i Norge. På denne måten nyter en samme fordeler som et aksjeselskap. Dermed kan også en liten aksjonær få utbytter og kapitalgevinster utbetalt til sitt NUF, siden disse faller inn under fritaksmodellen. Dermed vil aksjonærmodellen kun gjelde i de tilfeller der aksjonæren tar ut utbytter eller kapitalgevinster til privat konsum.

En aksjonær som investerer et høyt beløp i et aksjeselskap, har grunnlag for et høyt skattefritt utbytte er åpenbart feil dersom en ser på avkastning, og antar at både en liten og en stor aksjonær tar ut utbyttene de får til privat konsum. Da vil avkastingen de har oppnådd være lik. Dette vil også gjelde for skjermingsfradraget som de kan ta ut skattefritt.

Ved å benytte seg av de tilgjengelige regler vil dermed både store og små aksjonærer ha muligheter for å tilpasse seg aksjonærmodellen.

### 4.1.3 Aksjonærmodellen og utbetaling av utbytter

*Påstand 3:*

*Tatt i betraktning at aksjonærmodellen har samme skattesats på utbytte og kursgevinst, og at ubenyttet skjermingsfradrag skal renteregnes, vil modellen utvilsomt favorisere tilbakeholdelse av overskudd fremfor utbytte. Nåverdien av skattebetalingen vil bli lavere ved tilbakeholdelse og senere utbytteutdeling enn ved eventuell utbytteutdeling i dag.*

*(Ravnaas, Aas et al. 2006, s. 23).*

Det er korrekt at aksjonærmodellen har samme skattesats på utbytte og kursgevinst, og at ubenyttet skjermingsfradraget skal renteregnes. Likevel er det grunn til å være uenig i at dette vil favorisere tilbakeholdelse av overskudd fremfor utbytte. På grunn av at nåverdien av skattebetalingen vil bli lavere ved tilbakeholdelse og senere utbytteutdeling. Dersom en bedrift velger å holde tilbake et utbytte i dag, for å utbetale dette en gang i fremtiden er det riktig at skjermingsfradraget vil øke med den sikre renten. Isolert sett fører dette til at en aksjonær vil motta mer av utbyttet skattefritt på et senere tidspunkt der bedriften bestemmer seg for å utbetale utbyttet. Avsnitt 3.4.5 viste at nåverdien av å motta et utbytte på et tidspunkt, ikke endres om en i stedet får den fremdiskonterte verdien av dette beløpet på et senere tidspunkt. Det strider dermed mot påstand 3. Grunnen er at et utbytte som forblir i bedriften i dag, blir fremført med diskonteringsraten til kontantstrømmen. Noe som vil nøytralisere effekten av å få utbetalt et utbytte i dag. Med den sikre renten som skjermingsrente, er effekten av å få utbetalt et utbytte i dag, i forhold til å få et utbytte utbetalt senere lik null.

#### 4.1.4 Aksjonærmodellen og immateriell kapital

##### *Påstand 4:*

*I virksomheter hvor verdiskapingen i hovedsak skyldes medarbeidernes kompetanse (f.eks. innenfor kunnskapsindustrien), vil Aksjonærmodellen bli lite attraktiv. Skal man for eksempel vurdere å investere egen tid og ressurser i en tidlig fase i et slikt selskap, vil man måtte legge til grunn at det alt vesentligste av verdiskapingen vil bli beskattet med opp til 48 % skatt, da skjermingsrenten ved utbytteutdelinger vil være lav. Det henger sammen med at den immaterielle kapitalen som opparbeides i selskapet, ikke medregnes ved beregning av skjermingsgrunnlaget. Generelt sett innebærer dette at effektiv skatt på eierinntekt blir høyere desto mer risikabel investeringen er. Aksjonærmodellen har således innebygde incitamentersom vil medføre en vridning fra høyrisikoinvesteringer til lavrisikoinvesteringer. Modellen kan derfor vise seg å gi en betydelig stimulans til å flytte kunnskapsintensive vekstbedrifter ut av Norge, samtidig som lavrisikonæringer, hvor forventet avkastning vil være tilsvarende lav, i mindre grad utsettes for den dobbeltbeskatning man får gjennom Aksjonærmodellen, og således vil ha gode rammevilkår her i landet, relativt sett (Ravnaas, Aas et al. 2006, s. 23).*

Virksomheter som baserer seg på immateriell kapital, er som nevnt ovenfor typisk kunnskapsintensive bedrifter. For aksjonærer som vurderer å investere viser vi at en får økte investeringer etter skatt på utbetalt avkastning. Vi har også vist at den sikre renten er korrekt alternativ avkastingsrate når vi har justert for risiko. Dermed er det ingen grunn til å tro at aksjonærer vil vri seg vekk fra høyrisiko- til lavrisikonæringer. Videre er det feil å si at skjermingsrenten ved utbytteutdelinger er lav, siden den i aksjonærmodellen er lik for alle bedrifter.

I tilfeller der for eksempel en gründer driver en bedrift ved hjelp av immateriell kapital, og bruker tid og ressurser i en tidlig fase i selskapet er det kun om gründeren selv går inn med all kapital i bedriften at immateriell kapital ikke medregnes, siden inngangsverdien ikke reflekterer den immaterielle kapitalen i bedriften. Likevel er det naturlig å tro at bedrifter i oppstartsfasen har et høyt behov for kapital. I slike tilfeller vil en gjerne få investorer med på laget som går inn med kapital i bedriften. Dermed vil de betale for den immaterielle kapitalen i bedriften. En kan da tenke seg at eierforholdet mellom aksjonær og gründer blir delt. Den immaterielle kapitalen vil da være priset inn i aksjekapitalen. På denne måten får gründeren

betalt for den immaterielle kapitalen i bedriften. Da vil markedet, gjennom investorene ha priset den nystartede bedriften, og skjermingsfradraget som en vil få fra aksjonærmodellen angir korrekt skjerming av aksjens inngangsverdi, gitt at markedet for oppstartskapital fungerer rimelig godt. På denne måten blir ikke kunnskapsintensive vekstbedrifter for hardt beskattet via aksjonærmodellen.

Det kan likevel tenkes at den endelige implementeringen av aksjonærmodellen fører til at nystartede bedrifter har noe dårligere rammevilkår i Norge etter 2006. Grunnen til dette er at det oppsto en asymmetri i behandlingen av fremførte skjermingsfradrag når aksjonærmodellen ble implementert (dette blir diskutert nærmere under kapittel 4.1.6).

#### 4.1.5 Hensynet til risiko

*Påstand 5:*

*Dersom en ekstrabeskatning av avkasting utover risikofri avkasting er utformet slik at den er helt symmetrisk i forhold til avkasting over og under risikofri avkasting, vil en skjermingsrente fastsatt til risikofri rente etter skatt i følge Finansdepartementet virke nøytralt, jf. Ot.prp.nr 1 (2004-2005) (under punkt 5.6.2). Ved en symmetrisk utforming av modellen vil avkasting under skjermingsrenten være fradragsberettiget, på samme måte som avkasting over skjermingsrenten er skattepliktig. Dermed påvirkes ikke investorens avkastingskrav til investeringen, i følge Finansdepartementet.*

*Det er grunn til å være uenig med departementet, og hevde at blant annet utformingen av skjermingsrenten vil redusere og vri investeringsincentivene, da egenkapitalkostnaden øker desto mer risikabel investeringen er. En endring i eierbeskatningen vil endre avkastingskravet som norske eiere setter til bruk av egenkapital i investeringer. En annen konklusjon vil forutsette at:*

- *Egenkapitalkostnaden i Norge er upåvirket av hvordan inntekt beskattes på eierhånd, eller*
- *At samtlige norske investorer i markedet er skattefrie, eller*
- *At hele markedsporteføljen er eid av investorer som ikke skatter til Norge*

*Ingen av disse forutsetningene er verken oppfylt eller realistiske, hvilket innebærer at risikovillig investeringskapital vil bli redusert med aksjonærmodellen. Modellen gir dessuten en ikke proporsjonal vridning i kapitalkostnaden når investeringens risiko stiger. Denne økningen vil være høyere desto høyere risiko investeringen har, fordi skjermingsfradraget er uavhengig av risiko. Sagt med andre ord betyr det at effektiv skatt på eierinntekt er høyere desto mer risikabel investeringen er (Ravnaas, Aas et al. 2006, s. 49).*

Vi går tilbake til modell 3.3 for å kunne argumentere mot denne påstanden. Der ble det innført en skatt på utbetalt avkasting over sikker avkasting. Likevel investerer aksjonæren i følge modellen mer usikkert etter innførselen av skatten. Av ligning (19) fra modellen ser vi at også her blir differansen mellom den usikre utbetalte avkastningen, og den sikre avkastningen skattlagt. Den sikre avkastningen tilsvarer skjermingsrenten i aksjonærmodellen. Dersom den

realiserte avkastingen er høyere enn den sikre, må aksjonæren betale skatt for dette. Er realisert avkastning lavere enn den sikre renten får aksjonæren redusert tapet med skattesatsen direkte. Denne modellen gir økte usikre investeringer, som vist fra ligning (12). Ved bruk av risikjusterte sannsynligheter har modellen den sikre rente som alternativ avkastingsrate. Dermed er det ingen grunn til å tro at avkastingskravet til aksjonærer øker etter skatten. Modellen fra avsnitt 3.3 avviker fra aksjonærmodellen siden de gir et tilskudd i stedet for å fremføre skjermingen med den sikre renten. Likevel har vi i avsnitt 3.4.5 vist at fremføring av skjermingsfradrag ikke fører til vridninger i nåverdien av kontantstrømmen, dermed er det ingen grunn til å tro at dette vil endre konklusjonene fra avsnitt 3.3.

Maksimeringsproblemet fra avsnitt 3.3 er et valg mellom konsum i dag, og konsum på et senere tidspunkt. Fra dette problemet fant vi optimeringsvilkåret for porteføljen som individet holder. Vilkåret, ligning (23), viser at forventet marginalnytte av å flytte et lite pengebeløp fra sikkert til usikkert verdipapir må være lik null.

Avsnitt 3.2 viste at den sikre renten er korrekt alternativ avkastingsrate, når vi har korrigert den forventede kontantstrømmen for risiko ved hjelp av risikjusterte sannsynligheter. Det medfører at den første forutsetning som Ravnaas, Ass et. al (2006) bruker, om at egenkapitalkostnaden i Norge er upåvirket av hvordan inntekt beskattes på eierhånd faktisk holder, i motsetning til hva de sier. Dersom vi bruker rammeverket fra kapitel 3.2 og 3.3 kan vi dermed konkludere med at skjermingsrenten ikke vrir investeringsincentivene.

#### 4.1.6 Symmetri i aksjonærmodellen

*Påstand 6:*

*Aksjonærmodellen innebærer ifølge Finansdepartementet at staten i realiteten bærer en symmetrisk andel av investeringens risiko, som passiv deltaker i investeringen. Et eventuelt risikotillegg i skjermingsrenten vil i følge departementet medføre at investoren overkompenseres for risiko (Ot. Prp.nr.1 2004-2005 under pkt. 5.6.2.2).*

*Finansdepartementets resonnement forutsetter at utbytteskatten er symmetrisk. For å oppnå symmetri må skattyteren med sikkerhet vite at skjermingsfradraget kan utnyttes i sin helhet. Det er ikke tilfellet under Aksjonærmodellen. Forutsetningen for at aksjonærmodellen skal virke nøytralt i forholde til risiko, er dermed ikke oppfylt. Dette taler for at det skulle gis et tillegg i skjermingsrenten for å kompensere for at risikoen for at aksjonæren ikke får benyttet skjermingsfradraget fullt ut (Ravnaas, Aas et al. 2006, s. 50).*

I forrige avsnitt argumenterte vi for at en utbytteskatt bør ha den sikre renten som skjermingsrente, siden dette er den alternative avkastingsraten når vi har korrigert for risiko. Den opprinnelige innstillingen til Skauge-utvalget inneholdt stor grad av symmetri, tilsvarende modellen fra kapitel 3.3. I stedet for at aksjonæren får et tilskudd dersom avkastingen er lavere enn det som blir skjermet for skatt i hver periode skal dette da fremføres med den sikre renten, og trekkes fra i fremtidig aksjeinntekt.

Dette ble også gjort i denne oppgaven. I avsnitt 3.4.4 så vi på tilfellet der en ikke får utbetalt noe utbytte, og dermed blir den ubenyttede skjermingen trukket fra i kapitalgevinsten ved realisering. Av ligning (62), der aksjonæren kun mottar en kapitalgevinst ved realisering blir denne gevinsten korrekt beskattet, som betyr at skattesystemet er nøytralt med hensyn på nåverdi. I denne modellen er dermed den sikre renten korrekt alternativ avkastingsrate, ved risikojusterte sannsynligheter.

I Skauge-utvalgets opprinnelige innstilling til aksjonærmodell er det likevel en liten asymmetri. Denne kommer av at en aksjonær som etter realisasjon av en aksje, sitter igjen med et ubenyttet skjermingsfradrag ikke får trukket dette fra i alminnelig inntekt. Likevel vil det opprinnelige forslaget til aksjonærmodell kun inneholde et lite brudd på symmetri, siden

det ble foreslått at et slikt ubenyttet skjermingsfradrag skulle kunne fremføres med den sikre renten, og trekkes fra i eventuell fremtidig aksjeinntekt. Dermed vil det kun være i situasjoner der en aksjonær aldri i fremtiden oppnår avkastning over skjerming at han ikke får brukt det ubenyttede skjermingsfradraget.

Når aksjonærmodellen ble implementert i 2006, endret Finansdepartementet en del punkt i forhold til det opprinnelige forslaget. Blant annet skulle fremføringen av et ubenyttet skjermingsfradrag begrenses til hver enkelt aksje, og ikke aksjeinntekt generelt. Dersom en aksjonær nå sitter igjen med et ubenyttet skjermingsfradrag etter å ha realisert en aksje, vil det dermed føre til at skjermingsfradraget faller bort. Årsaken til denne endringen var frykt for utbredt utnyttelse av årsskiftehandler.<sup>11</sup> Dette bryter med symmetri, siden en aksjonær har en høyere risiko for å miste et ubenyttet skjermingsfradrag. Dersom vi går tilbake til ligning (62) ser vi enkelt hva som skjer med nåverdien av kapitalgevinsten, dersom et ubenyttet skjermingsfradrag faller bort, nåverdien vil åpenbart reduseres.

Basert på dette er det grunn til å være enig i at staten ikke bærer en symmetrisk del av investeringens risiko. Likevel vil det være grunn til å tro at et tillegg i skjermingsrenten vil føre til ytterligere tilpassinger, der aksjonærer vil tilpasse seg slik at de kan utnytte differansen mellom skjermingsrenten og den sikre renten.

#### 4.1.7 Oppsummering

I dette kapitlet har vi tatt for oss ulike påstander fra Ravnaas, Aas et al. (2006), og vurdert de opp mot rammeverket i kapittel 3.

Vi finner fra påstand 1 at aksjonærmodellen bryter med nøytralitet i forholdet mellom aksjer og andre usikre verdipapir. Påstand 2 er feil siden både store og små aksjonærer har muligheter for å tilpasse seg det nye skattesystemet. Påstand 3 har vi direkte motbevist. Aksjonærmodellen favoriserer ikke tilbakeholdelse av utbytte. Påstand 4 er bare rett for små gründere uten eksterne investorer. Påstand 5 om at en symmetrisk skatt på uttak fører til en økning i aksjonærers egenkapitalkostnad er også feil siden den alternative avkastingsraten er

---

<sup>11</sup> Siden skjermingsfradraget blir tilordnet den som eier aksjen 31.12 kan en "låne" aksjer over årsskiftet for å øke sitt skjermingsfradrag. For eksempel kan en låne aksjer av en utenlandsk aksjonær, for han vil ikke skjermingsfradraget ha noen selvstendig verdi.



den sikre renten. Påstand 6 er feil med hensyn på Skauge-utvalgets innstilling siden denne i hovedsak er symmetrisk, og skal dermed ha den sikre renten som alternativ avkastingsrate. Likevel har argumentet deres mer relevans i den faktiske implementeringen av aksjonærmodellen, der et ubenyttet skjermingsfradrag faller bort hvis det ikke kan utnyttes ved realisasjon.

## Kapittel 5: Konklusjoner

Denne oppgaven har vurdert kapitalskattesystemet etter reformen som ble iverksatt i 2006.

Ved denne reformen ble det innført skatt på utbytter og kapitalgevinster som ble tatt ut av selskapssektoren. Denne skatten ble lagt på personlig hånd.

Vi finner at bedrifter tilpasset seg det nye skattesystemet ved å betale ut høye utbytter før reformen ble iverksatt. På denne måten sparte de, i første omgang, sine aksjonærer for å betale skatt på utbytter. Mye av disse midlene ble direkte skutt inn igjen i selskapssektoren som egenkapital. Dermed vil de kunne tas ut skattefritt i fremtiden. Videre ble det opprettet mange nye aksjeselskap i perioden før 2006, trolig som en effekt av at aksjeselskap slipper å betale skatt på utbytter og kapitalgevinster før de blir tatt ut av selskapssektoren, slik kan midlene reinvesteres uten å bli skattlagt via det nye skattesystemet.

Vi har sett på en del nøytralitetssegenskaper ved det nye skattesystemet, der vi har holdt oss til aksjonærmodellen som gjelder for aksjeselskap og likestilte selskap. Vi har vist at en optimalt tilpasset aksjonær øker sine usikre investeringer marginalt ved aksjonærmodellen i forhold til ingen utbytteskatt. På grunn av dette kan en konkludere med at skattesystemet er relativt investeringsnøytralt, siden det kun fører til små vridninger i investeringsincentivene. Videre har vi med samme rammeverk vist at når vi uttrykker forventet kontantstrøm med risikojusterte sannsynligheter, vil den sikre renten være den riktige alternative avkastingsraten.

Vi brukte nåverdimetoden for å svare på om aksjonærmodellen er nøytral overfor beslutninger om utbetaling av utbytter, og finansieringsmåter. Ved å inkludere investeringstidspunkt og tidspunkt for salg av bedriften, så vi dermed på hele investeringens levetid. Vi fant at ved beskatning av utbytter etter aksjonærmodellen er en investor indifferent mellom å få et utbytte i dag i forhold til å få den fremdiskonterte verdien av dette på et senere tidspunkt. Aksjonærmodellen vil også være nøytral overfor beskatning av kapitalgevinster og investeringens lengde.

Når det kommer til finansieringsmåter finner vi at aksjonærmodellen vil være nøytral overfor egenkapitalfinansiering, men ikke lånefinansiering. Grunnen til dette er at lånefinansiering øker nåverdien av utbyttene, samtidig som det reduserer nåverdien av totalkapitalen.

Til slutt i oppgaven tar vi for oss en del påstander fra Ravnaas, Aas et al. (2006). Vi bruker rammeverket fra kapittel 3 til å diskutere påstandene. Ved å bruke dette rammeverket fant vi at flere av påstandene kan tilbakevises.

## Referanser

- Alstadsæter, A., E. Fjærli, et al. (2005) "Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen i 2006." Inntekt, skatt og overføringer 2005  
[http://www.ssb.no/emner/05/01/sa\\_iso/arkiv/sa77/kap.4.pdf](http://www.ssb.no/emner/05/01/sa_iso/arkiv/sa77/kap.4.pdf)
- Hartz-Hanssen, P. (2004) "Tilpassinger til skattereform." Praktisk økonomi og finans 4  
[http://www.idunn.no/ts/pof/2004/04/tilpasninger\\_til\\_skattereformen](http://www.idunn.no/ts/pof/2004/04/tilpasninger_til_skattereformen)
- NOU (1989:14) "Bedrifts- og kapitalbeskatningen - en skisse til reform."  
<http://www.regjeringen.no/upload/kilde/odn/tmp/2002/0034/ddd/pdfv/154712-nou1989-14.pdf>.
- NOU (2002:5) "Skattlegging av personlig næringsdrivende ved utdeling."  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2005/nou-2005-02.html?id=389974>.
- NOU (2003:9) "Skatteutvalget."  
<http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/20032003/009/PDFS/NOU200320030009000/DDDPDFS.pdf>.
- Ot. prp. nr. 92 (2004-2005) "Om lov om endringer i skatte- og avgiftslovgivingen mv."  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/20042005/otprp-nr-92-2004-2005-.html?id=400537>.
- Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) "Skatte- og avgiftsopplegget 2005-lovendringer."  
[http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Statsbudsjett\\_2005/dokumenter/html/skatteottp/skatteot/kap05.htm](http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Statsbudsjett_2005/dokumenter/html/skatteottp/skatteot/kap05.htm).
- Ot.prp. nr. 1 (1997-1998) "Skatteopplegget 1998 - lovendringer."  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/19971998/otprp-nr-1-1997-98-.html?id=120548>.
- Ravnaas, E., P. Aas, et al. (2006). Skattereform 2004-2006. Oslo, J.W. Cappelen's Forlag AS.
- Sandmo, A. (1969) "Capital risk, consumption, and portfolio choice." *Econometrica*, Vol 37.  
<http://www.jstor.org/stable/1910436>
- Sandvik, B. (2009). "Innføring i finans." Forelesingsnotater
- Sandvik, J. K. (2007) "Styring av aksjonærverdi-effekter av skatter og informasjonsasymmetri ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i Norge og USA."  
<http://bora.nhh.no/handle/2330/1629>
- Skatteloven § 10-1 "Lov om skatt av formue og inntekt."  
<http://www.lovdata.no/all/tl-19990326-014-041.html#10-1>.
- Skatteloven § 11-20 "Lov om skatt av formue og inntekt." § 11-20  
<http://www.lovdata.no/all/tl-19990326-014-052.html#11-20>.

St.meld.nr. (29:2004) "Om Skattereformen."

<http://www.regjeringen.no/nn/dep/fin/Dokument/Proposisjonar-og-meldingar/Stortingsmeldingar/20032004/stmeld-nr-29-2003-2004-.html?id=404206>.

St.prp. nr. 1 (2008-2009) "Skatte-, avgifts- og tollvedtak."

[http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Statsbudsjett\\_2009/dokumenter/pdf/skatteprp.pdf](http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Statsbudsjett_2009/dokumenter/pdf/skatteprp.pdf)

## Appendiks

Data til figur nummer 3 finnes ved å følge linken:

[http://statbank.ssb.no/statistikbanken/Default\\_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/MenuSelS.asp&SubjectCode=10](http://statbank.ssb.no/statistikbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/MenuSelS.asp&SubjectCode=10).

Deretter må en velge:

10.01 Struktur, bedriftsregister

På neste side velges:

03219 Foretak unntatt offentlig forvaltning, etter næring, organisasjonsform og antall sysselsatte (F) (2000-2007).

På neste side velges variablene:

Statistikkvariabel: Foretak - enhet: Foretak

Region: Hele landet

Næring: I alt

Organisasjonsform: Aksjeselskap og enkeltpersonforetak

Antall sysselsatte: Sysselsatte i alt

År: 2000 – 2007

Dermed klikker en på knappen vis tabell, og på neste side klikker en på knappen vis grafisk, med kurve som parameter.