

Utbyttepolitikk i utenlandskeide aksjeselskaper i Norge

En empirisk studie av effekten av skattereformen 2004-2006

Ingeborg Andersen Reiersgård og Anita Røtvold

Veileder: Guttorm Schjelderup

Masterutredning i Finansiell Økonomi og Økonomisk Analyse

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne oppgaven studerer utbyttepolitikk i norske, utenlandskeide aksjeselskaper. Skattereformen 2004-2006 førte til fritak for kildeskatt på utbytte for selskapsaksjonærer fra EØS i norske aksjeselskaper. Det er derfor interessant å undersøke om reformen har ført til økning i utbytter fra selskaper eid fra EØS. For å undersøke dette har vi gjennomført regresjonsanalyser på et datasett fra blant annet SIFON-registeret og Aksjonærregisteret. Problemstillingen er interessant for å forstå effekten av skatteendringer på utbyttepolitikk, og mulige effekter på utenlandske direkteinvesteringer i Norge. Vi finner ingen sterkt signifikante eller robuste resultater som kan bekrefte at skattereformen hadde effekt på selskapenes utbyttepolitikk, men finner støtte for at selskaper eid fra EØS utbetaler en høyere andel av årsresultatet som utbytte enn selskaper eid fra land utenfor EØS. I tillegg ser selskapets alder, størrelse og bransje ut til å være av betydning. Skattereformen er tidligere studert av flere, men vår analyse skiller seg fra tidligere undersøkelser med sitt fokus på utenlandskeide selskaper.

Forord

Denne utredningen er skrevet i forbindelse med en større satsning innenfor skatteøkonomi i regi av Norges Handelshøyskole og SNF, i samarbeid med Skatteetaten. Det har vært svært motiverende å skrive innenfor et fagfelt som er av stor interesse for flere parter. Vi vil rette en stor takk til vår veileder Guttorm Schjelderup for faglig støtte og gode innspill, og til Jarle Møen for hjelp med metodespørsmål og datatilgang. I tillegg er vi takknemlige for Skatteetatens innspill til problemstilling, datamateriale og faglig og finansiell støtte. Spesielt vil vi takke Paul Gunnar Larssen i Skatt Vest som har hjulpet oss med uthenting av data. Arbeidet med utredningen har gitt oss høyt læringsutbytte, både med tanke på faglig innhold, innblikk i relevante forskningsmetoder og arbeid med en selvstendig utredning.

Bergen, 12. desember 2012

Ingeborg Andersen Reiersgård

Anita Røtvold

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
FIGUR-, TABELL- OG FORMELLISTE	7
1. INNLEDNING	10
2. TEORI	12
2.1 EN GJENNOMGANG AV SKATTESYSTEMET FOR UTBYTTE I NORGE	12
2.1.1 <i>Bakgrunnen for skattereformen 2004-2006</i>	12
2.1.2 <i>Skattesystemet etter 2006</i>	15
2.1.3 <i>Internasjonale beskatningsregler og kreditfradrag</i>	17
2.2 TEORI OG EMPIRI OM UTBYTTEBETALINGER	19
2.2.1 <i>Teorier om utbyttepolitikk</i>	19
2.2.2 <i>Trender i utbyttepolitikk</i>	25
2.2.3 <i>Effekten på utbyttepolitikk av skattereformen i USA i 2003</i>	26
2.2.4 <i>Alternativer til utbytte</i>	27
2.3 TEORI OG EMPIRI OM INTERNASJONALT EIERSKAP	28
2.3.1 <i>Politikk og rammeverk i Norge</i>	29
2.3.2 <i>Historiske utviklingstrekk og status i dag</i>	30
2.3.3 <i>Motiver for utenlandske direkteinvesteringer (UDI)</i>	31
2.3.4 <i>Skatt og utenlandske direkteinvesteringer</i>	32
2.4 OPPSUMMERING AV TEORI	33
3. DATA	34
3.1 SIFON OG BRØNNØYSUNDREGISTERET (1995-2003)	34
3.2 AKSJONÆRREGISTERET OG NÆRINGSOPPGAVEN (2004-2010)	35
3.3 VARIABLER FRA DATASETTENE	36

3.4	KRYSSJEKK AV DATASETTENE	36
4.	DESKRIPTIV STATISTIKK	38
4.1	AGGREGERTE REGNSKAPS Variabler OG UTBYTTE	38
4.2	UTBYTTER FORDELT ETTER REGION	40
4.3	UTBYTTER I ULIKE BRANSJER	44
4.4	UTBYTTER I ULIKE ALDERSGRUPPER	46
4.5	KILDESKATT	47
4.6	UTENLANDSK EIERSKAP OG INVESTERINGER	50
4.7	OPPSUMMERING AV DESKRIPTIV ANALYSE	53
5.	METODE.....	54
5.1	HYPOTESE.....	54
5.1.1	<i>Presisering av behandlings- og kontrollgruppe</i>	<i>54</i>
5.1.2	<i>Teoretisk grunnlag og hypotese.....</i>	<i>55</i>
5.2	METODEVALG.....	57
5.2.1	<i>Variabler.....</i>	<i>58</i>
5.2.2	<i>Beskrivelse av behandlings- og kontrollgruppe</i>	<i>59</i>
5.2.3	<i>Uvalgfiltrering</i>	<i>61</i>
5.3	REGRESJONER.....	62
5.4	REGRESJONSRESULTATER.....	64
5.5	ROBUSTHETSTESTER.....	67
6.	DISKUSJON.....	69
6.1	SKATTEREFORMENS EFFEKT PÅ UTBYTTEPOLITIKK	69
6.2	ANDRE RESULTATER.....	72
6.3	OPPSUMMERING AV DISKUSJON	75
7.	SVAKHETER VED ANALYSEN	76

7.1	SVAKHETER VED DATASETET	76
7.2	SVAKHETER VED METODE	77
7.3	VALIDITET OG RELIABILITET	79
7.4	OPPSUMMERING AV SVAKHETER	79
8.	KONKLUSJON	81
9.	LITTERATURLISTE	82
10.	APPENDIKS	88

Figur-, tabell- og formelliste

Figurliste

Figur 1	Direkteinvesteringer etter balansepost, fra land i og utenfor EØS	31
Figur 2	Driftsinntekter, MNOK, aggregert i Norge. Faste 2005-priser	39
Figur 3	Årsresultat, MNOK, aggregert i Norge. Faste 2005-priser	39
Figur 4	Aggregert avsatt utbytte for norske ikke-finansielle aksjeselskaper sammenstilt med BNP. Faste 2005-priser	40
Figur 5	Avsatt utbytte fordelt på eierregion, indeksert slik at utbytte til EØS-eiere i 2004=100	41
Figur 6	Andel utbyttebetalende selskaper etter eierregion for selskaper med stabilt eierskap på minst 60 %	43
Figur 7	Gjennomsnittlig utbytteandel etter eierregion for selskaper med stabilt eierskap på minst 60 %. Etter fjerning av ekstreme observasjoner	44
Figur 8	Andel utbyttebetalende selskaper etter bransje for hele utvalget i perioden 2004 til 2009	45
Figur 9	Gjennomsnittlig utbytteandel etter bransje for hele utvalget i perioden 2004 til 2009	46
Figur 10	Andel utbyttebetalende selskaper fordelt på selskapets alder for perioden 2003 til 2010	47
Figur 11	Aggregert beregnet kildeskatt på utbytte, før refusjon	48

Figur 12	Trend i beregnet kildeskatt på utbytte etter region, før refusjon. Indeksert med kildeskatt for ikke EØS=100 i 2005	49
Figur 13	Gjennomsnittlig beregnet kildeskatt delt på utbetalt utbytte etter region for perioden 2004-2010	50
Figur 14	Utvikling i eierandeler for utenlandske aksjonærer etter region for perioden 2004-2010	52
Figur 15	Utvikling i innskutt egenkapital til Norge fra utlandet etter region i perioden 1995-2010	96
Figur 16	Utvikling i reinvestert fortjeneste i Norge fra utlandet etter region i perioden 1995-2010	96
Figur 17	Utvikling i netto lånefordringer hos utlandet overfor Norge etter region i perioden 1995-2010	97
Figur 18	Utbetalte utbytter, 5 % største observasjoner, som andel av totale utbytter i utvalget med stabilt eierskap over 60 %, etter fjerning av ekstreme observasjoner	97

Tabelliste

Tabell 1	Oversikt over kildeskattesatser på utbytte før og etter skatteendringen i 2004 etter region, basert på analysens utvalg	55
Tabell 2	Oversikt over de mest aktuelle teoriene og tilhørende hypoteser	56
Tabell 3	Hovedregresjoner (1-10)	66
Tabell 4	Status skatteavtale før 2004 med tilhørende kildesats på utbytte og landets behandling av utenlandsk utbytte. Alle EØS-land	88
Tabell 5	Oversikt over bransjegruppering basert på NACE-koder etter systemene SN2002 og SN2007	89
Tabell 6	Kryssjekk på bransje mellom Aksjonærregisteret og SIFON i 2007	90
Tabell 7	Kryssjekk på alder mellom Aksjonærregisteret og SIFON i 2007	91
Tabell 8	Oversikt over EØS-medlemskap i ulike tidsperioder	92
Tabell 9	Oversikt over antall observasjoner i analysen	93
Tabell 10	Spesifikasjon av regresjoner (1-22)	94
Tabell 11	Robusthetsregresjoner I (11-17)	98
Tabell 12	Robusthetsregresjoner II (18-22)	99

Formelliste

Formel 1	Presisering av diff-in-diff-estimator	57
Formel 2	Testregresjon med diff-in-diff	57

1. Innledning

Norsk økonomi har blitt stadig sterkere integrert med den europeiske økonomien de siste tiårene, spesielt med inngåelsen av EØS-avtalen i 1994. Siden årtusenskiftet har også utenlandske eiere økt sine eierandeler innen nærmest samtlige bransjer i Norge (NOU 2012:2). Først og fremst er dette investeringer fra EU. Gjennom EØS-avtalen har Norge forpliktet seg til å behandle aksjonærene fra disse landene på lik linje med norske aksjonærer, men dette var ikke tilfelle før 2004. Da ila Norge utenlandske personlige aksjonærer kildeskatt på utbytte, mens norske personlige aksjonærer var fritatt for utbytteskatt. EØS-avtalen var derfor en av drivkreftene som førte frem til en norsk skattereform i 2004-2006. I 2004 ble kildeskatten på utbytte fra norske aksjeselskaper til selskapsaksjonærer hjemmehørende i EØS-land opphevet, samtidig som utbytteskatten for norske selskapsaksjonærer ble fjernet. Norske personlige aksjonærer måtte begynne å betale utbytteskatt i 2006. Det skjedde ingen endringer for aksjonærer utenfor EØS.

Denne utredningen undersøker om utbyttepolitikken for de EØS-eide aksjeselskapene i Norge endret seg i forhold til aksjeselskaper eid fra andre land enn EØS. Til dette benytter vi data fra SIFON-registeret, Brønnøysundregisteret, Aksjonærregisteret og Næringsoppgaven. Resultatene viser ingen sterkt signifikant endring i utbyttepolitikk som kan skyldes reformen, men vi kan heller ikke avkrefte at en faktisk endring fant sted. Vi finner imidlertid at selskaper med eierskap fra EØS generelt sett utbetaler mer i utbytte enn selskaper med eierskap fra andre land. I tillegg til å drøfte resultatene innenfor rammen av ulike teorier om utbyttepolitikk, trekker vi linjer til teori om utbytteskatt og investeringer. Dette kan være et steg på veien for å få mer detaljert forståelse også for utenlandske direkteinvesteringer i Norge og reformens effekt på norsk skatteproveny, selv om vårt hovedfokus er på utbyttepolitikk.

Den norske skattereformen i 2004-2006 er tidligere analysert i flere artikler med ulike innfallsvinkler. Alstadsæter og Fjærli (2008) undersøker ikke-børsnoterte selskapers utbyttepolitikk i løpet av årene 1999-2006, og ser på hvordan utbyttepolitikken ble endret etter at skattereformen ble annonsert. De fokuserer imidlertid mest på personlige aksjonærers tilpasning til reformen, der det var gevinster ved å ta ut store utbytter før det ble innført utbytteskatt for personlige aksjonærer i 2006. Finansdepartementet har også utført en evaluering av skattereformen på vegne av Stortinget. Hovedresultatene deres er at man i årene etter skattereformen fortsatt opplever høy verdiskapning og vekst, at det foregår

mindre skattetilpasning og økt likebehandling av virksomheter, og at man nå oppnår mer omfordeling der like inntekter skattlegges mer likt (Meld. St. 11, 2010-2011). Bø, Fjærli, Halvorsen og Thoresen (2011) tester om skattereformen har ført til større omfordeling av inntekter, og finner at det er tilfelle.

Vår analyse skiller seg fra tidligere undersøkelser ved at vi kun konsentrerer oss om selskaper med utenlandsk eierskap, og ser på hvordan reformen har påvirket utbyttepolitikken i selskaper eid fra EØS i forhold til selskaper eid fra land utenfor EØS. Dette er særlig interessant ettersom en av årsakene til at skattereformen ble utformet slik den ble, var for å tilpasse seg etter bestemmelsene i EØS-avtalen. Ettersom dette var et ønske fra aksjonærer i EØS vil det være interessant å undersøke hvordan aksjonærene fra EØS har respondert på reformen. I tillegg er utenlandske direkteinvesteringer i Norge stadig økende, og det er derfor av interesse å se på hva slags motiver de ulike aksjonærene har, og hvorvidt skattemotiver er avgjørende for selskapers utbyttepolitikk. Vi benytter det relativt nyetablerte Aksjonærregisteret i tillegg til data fra SIFON-registeret som en del av analysen.

Oppgaven er disponert som følger: I del 2 presenteres relevant teori. Først behandles skattereformen og dagens system for utbyttebeskatning, deretter ulike teorier om utbyttepolitikk og til sist teori og empiri om utenlandsk eierskap og investeringer. Del 3 og 4 presenterer henholdsvis datasettet vi benytter og deskriptiv statistikk knyttet til regnskapsdata, utbytter, kildeskatt og eierskap. Del 5 inneholder hypotese, metode og resultater, mens vi i del 6 diskuterer resultatene. Del 7 presenterer svakheter ved analysen, og del 8 konkluderer.

2. Teori

I denne delen vil vi presentere relevant teori som benyttes i den videre analysen. Den første delen konsentrerer seg om skattereformen og det norske systemet for beskatning av utbytte. Deretter vil vi presentere ulike teorier om utbyttepolitikk, før vi tilslutt går inn på teori om internasjonalt eierskap.

2.1 En gjennomgang av skattesystemet for utbytte i Norge

Siden 1990-tallet har det vært to omfattende skattereformer i Norge. Den første fant sted i 1992, og den siste i 2004-2006. Her vil vi først og fremst sammenligne utbyttebeskatningen i perioden før og etter skattereformen 2004-2006. Problemene med systemet før den siste reformen, og årsakene som førte til denne vil også bli diskutert. Behandlingen av skattesystemet vil hovedsakelig fokusere på beskatningen av utenlandske aksjonærer i norske selskaper.

2.1.1 Bakgrunnen for skattereformen 2004-2006

Motivasjonen bak skattereformen 2004-2006 var i stor grad å rette opp problemene ved skattesystemet som oppstod som følge av 1992-reformen. Skauge-utvalget ble i 2003 valgt til å evaluere skattesystemet og komme med forslag til endringer (NOU 2003:9). Noen av de største problemene gjaldt stor grad av inntektsskifting og vanskeligheter med å tilpasse seg EØS-lovverket. Dette vil omtales i avsnittene under.

1992-reformen

1992-reformen implementerte delingsmodellen, og skulle forebygge inntektsskifting fra arbeidssektoren til kapitalsektoren. Modellen tilsa en progressiv skatt på arbeidsinntekt, og en proporsjonal skatt på kapitalinntekt (28 %) (Alstadsæter og Fjærli, 2008). Delingsmodellen skulle hindre inntektsskifting hos aktive eiere ved at næringsinntekten ble inndelt i en kapitalinntektsdel og en personinntektsdel (Jacobsen og Schjelderup, 2012).

For å unngå dobbeltbeskatning ble godtgjørelsesmetoden anvendt på aksjeutbytte til norske personlige aksjonærer, noe som vil si at de fikk skattefritak for mottatt utbytte fra norske selskaper. Aksjonærer hjemmehørende i utlandet ble skattlagt for mottatt utbytte fra norske selskaper med en kildeskattesats på 25 % dersom det ikke forelå en skatteavtale mellom landene (Harboe, 1991). RISK-systemet ble innført for å hindre dobbeltbeskatning på aksjegevinster. Det ble hvert år kalkulert et RISK-beløp som kunne tillegges prisen aksjen ble kjøpt for. Dermed ville den skattbare gevinsten bli redusert med RISK-justert kostpris, og man unngikk dobbeltbeskatning (Klette, 2010).

Problemer med inntektsskiftning

I løpet av 1990-årene økte forskjellen mellom toppskattesatsen på arbeidsinntekt og skattesatsen på kapital. På det meste var den effektive forskjellen på 36,7 %, slik at insentivene for inntektsskiftning var sterke. Det ble også enklere å lovlig delta i inntektsskiftning (Alstadsæter og Fjærli, 2008). Delingsmodellen skulle fastsette hvor stor del av et selskaps avkastning som stammet fra en persons arbeidsinnsats og hvor stor del som skyldtes kapitalavkastning, men eiere i aksjeselskaper og deltakerlignede selskaper kunne ta inn proforma passive medeiere og på den måten unngå å bli klassifisert som aktive eiere (Alstadsæter, Fjærli og Thoresen, 2005). Indikasjoner på at inntektsskiftning fant sted er blant annet at man i 1992 så en betydelig økning i antall aksjeselskaper, da dette var en måte å få omklassifisert avkastningen på arbeidsinntekt til kapitalinntekt (Alstadsæter et al., 2005). Andelen delingspliktige aksjeselskaper gikk fra 55 % til 32 % i løpet av årene 1992-2000, noe som kan skyldes økt bruk av proforma passive medeiere (NOU 2003:9).

Løsningen på problemet med inntektsskiftning bygde på å utjevne de store skattesatsforskjellene på arbeids- og kapitalinntekt. Dette skulle gjøres ved å innføre aksjonærmodellen som blir beskrevet senere. Utbytte til aksjonæren ville nå bli inndelt i en skattefri og en skattepliktig del. Overskuddet var allerede beskattet med 28 %, og samlet skatt på utbyttet ville da bli 48,16 %. Høyeste marginalsats på lønn inkludert arbeidsgiveravgift, ble senket til fra 64,7 % i 2004 til 54,3 % i 2006 (Jønsberg, Grydeland, Busvold og Larsen, 2005). Slik nærmet skattesatsene på kapitalinntekt og arbeidsinntekt seg, noe som var et av formålene med skattereformen. Inntektsskiftning ble dermed mindre lønnsomt.

Regelverk i strid med EØS-avtalen

EØS-avtalen trådte i kraft 1. januar 1994 og var en utvidelse av EUs indre marked. I følge EØS-avtalens artikkel 1, ligger direkte og indirekte beskatning som politikkområde utenfor EØS-avtalens saklige virkeområde. Likevel må EØS-avtalens regler om ikke-diskriminering og fri bevegelse av varer, tjenester, personer og kapital overholdes. Det vil si at skattevedtak som strider mot EØS-lovens bestemmelser som hovedregel vil være ugyldige (Naas, Bruusgaard, Ilstad og Svensen, 2011). Skattereglene som kom som følge av reformen i 1992 la til grunn at norske personlige aksjonærer ikke betalte skatt på utbytte fra norske selskaper på grunn av godtgjørelsesmetoden. En utenlandsk personlig aksjonær med norske aksjer ble derimot ilagt kildeskatt (Jønsberg et al., 2005). Denne forskjellsbehandlingen gikk imot EØS-avtalens regler om ikke-diskriminering fordi skattereglene var mer gunstige for norske aksjonærer enn for aksjonærer fra EØS.

Forskjellsbehandlingen av innenlandske og utenlandske personlige aksjonærer førte til flere saker der kildeskatt ble forsøkt unndratt gjennom såkalt aksjeparkering. Aksjeparkering vil si at aksjer eid av utenlandske aksjonærer blir overdratt til norske aksjonærer rett før utbyttebeslutningen skulle vedtas. Selskapet unnlot derfor å trekke kildeskatt på utbyttet, og rett etter at utbyttet ble utbetalt ble aksjene solgt tilbake til de utenlandske eierne gjennom en tilbakekjøpsrett. Fokus Bank utførte aksjeparkeringsmetoden på utbytte utbetalt til sine aksjonærer hjemmehørende i Tyskland og England i 1997 og 1998. Likningsmyndighetene betegnet aksjeparkeringen som en transaksjon med eneste formål å spare skatt, og beskattet likevel de utenlandske aksjonærene med kildeskatt. Fokus Bank mente at kildeskatten gikk mot EØS-avtalens bestemmelser om ikke-diskriminering. Dette var Frostating Lagmannsrett enige i, og 18. mai 2005 ble det avgjort at de norske reglene om skatt på utbytte til aksjonærer bosatt i en annen EØS-stat var i strid med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen (Naas et al., 2011).

Med skattereformen 2004-2006 ville nå både norske og utenlandske personlige aksjonærer bli ilagt skatt på aksjeutbytte, mens selskapsaksjonærer hjemmehørende i Norge eller EØS kom under fritaksmetoden. Fritaksmetoden ble valgt for å unngå dobbeltbeskatning, noe som i 1992-reformen var sikret gjennom godtgjørelsesmetoden. Endringene sørget for at det nå ble lik behandling av norske og utenlandske aksjonærer, og utbyttebeskatning ville dermed ikke stride mot EØS-avtalens krav om ikke-diskriminering.

Norske personlige aksjonærers tilpasninger til skattereformen 2004-2006

Fritaksmetoden for aksjeinntekter mellom selskaper ble innført 26. mars 2004, mens aksjonærmodellen trådte i kraft fra 1. januar 2006. Dette åpnet for at norske personlige aksjonærer kunne gjøre tilpasninger for å begrense beskatningen som ville komme fra og med 2006. Tilpasningene skjedde i form av store utbyttebetalinger utført i årene før aksjonærmodellen trådte i kraft, som i stedet ble ført tilbake til bedriften i form av innbetaling av aksjekapital og overkurs. Denne innbetalingen kunne siden utdeles uten at utbytteskatt ville bli pålagt (Advokatfirmaet Steenstrup Stordrange DA, 2005). Alstadsæter og Fjærli (2008) fant at utbytte fra bedrifter økte med 82 % året før reformen, og ble redusert med 41 % året etter reformen, noe som viser at slike tilpasninger fant sted. Tilpasningene vil ikke være like aktuelle for de utenlandske selskapene, men det er mulig at disse utførte andre tilpasninger med hensyn på innføring av fritaksmetoden i 2004 dersom de kunne forutse endringen.

2.1.2 Skattesystemet etter 2006

Dette avsnittet skisserer dagens skattesystem for beskatning av utbytte fra norske selskaper etter 2006-reformen. Først beskrives regelverket for personlige aksjonærer, deretter for selskapsaksjonærer. Innenfor hver kategori vil det også skilles mellom norske og utenlandske aksjonærer.

Utbytteskatt for personlige aksjonærer

Norske personlige aksjonærers utbytte beskattes etter aksjonærmodellen, som ble innført i 2006. Aksjeinntekter som overstiger en risikofri avkastning på aksjeinvesteringen beskattes som kapitalinntekt på aksjonærens hånd (Jønsberg et al., 2005). Dette inngår i den personlige aksjonærens alminnelige inntekt og beskattes med 28 %. Den beregnede risikofrie avkastningen kalles skjermingsfradrag, og er ikke skattepliktig.

Utenlandske aksjonærer i norske aksjeselskaper omfattes som hovedregel ikke av aksjonærmodellen, men må svare kildeskatt på utbyttet. Hovedregelen er en kildeskatt på 25 % uten skjermingsfradrag. Både EØS-avtalen og en rekke bilaterale skatteavtaler gjør at unntak fra denne regelen ikke er uvanlig (Berge, Krogh og Tjølsen, 2011).

Skatteavtaler med andre land er basert på OECDs modellavtale, der utbyttespørsmål behandles under artikkel 10. Hovedregelen er at utbyttebeskatningen deles mellom

kildelandet og bostedslandet, og avtalen angir maksimale satser for kildeskatten (Naas et al., 2011). I de fleste tilfeller er kildeskatten for personlige aksjonærer satt ned til 15 % eller lavere. Det er det utdelende selskapet som har ansvar for å trekke kildeskatt på utbytte. Som regel må den utenlandske aksjonæren søke om skjermingsfradrag i etterkant hvis dette er aktuelt, og det vil da skje en refusjon av kildeskatt.

Personlige aksjonærer bosatt i EØS-land fikk etter reformen 2004-2006 rett på skjermingsfradrag på lik linje med norske personlige aksjonærer dersom 25 % kildeskatt benyttes (Jønsberg et al., 2005). Norge har imidlertid skatteavtale med samtlige EØS-land utenom Liechtenstein. Dersom skattesatsen er lavere i avtalen, skal alternativene 25 % sats med skjerming og skatteavtalesats uten skjerming sammenstilles, og laveste skatt benyttes. Da de fleste skatteavtaler har kildeskatt på 15 %, og dagens rentenivå er lavt, blir det som oftest ikke aktuelt å kreve skjermingsfradrag, og skatteavtalens sats uten skjermingsfradrag vil gjelde for personlige aksjonærer bosatt i EØS-land (Berge et al., 2011).

Utbytteskatt for selskapsaksjonærer

Hovedregelen for norske selskapsaksjonærer er fritaksmetoden, som innebærer at en ikke betaler skatt av utbytte og gevinster på sine aksjeinvesteringer. Samtidig har de heller ikke fradragrett for aksjetap (Jønsberg et al., 2005). Dette inkluderer alle investeringer i aksjer, deltakerlignede selskaper mv. både i Norge og i utlandet, med enkelte unntak.

Utenlandske selskaper som mottar utbytte fra norske selskaper omfattes ikke av fritaksmetoden, og vil måtte betale kildeskatt på 25 % av dette utbyttet (Berge et al., 2011). Imidlertid har Norge som nevnt inngått en rekke skatteavtaler som i mange tilfeller reduserer satsen på kildeskatt til å være lavere enn 25 %. Som regel vil det også være enda lavere satser for selskapsaksjonærer med en viss eierandel. Minstekravet om eierandel for å få ytterligere redusert sats er i de fleste tilfeller 25 % (Skattedirektoratet, 2012).

Selskapsaksjonærer hjemmehørende i EØS-land kom inn under fritaksmetoden i 2004 som følge av reformen, og kan dermed ta ut utbytte skattefritt fra norske aksjeselskaper uten å betale kildeskatt. Det er imidlertid krav om at selskapet må være reelt etablert og drive reell økonomisk aktivitet i EØS-landet, og at selskapet anses som reell eier av aksjene i selskapet.

Selv om selskapet omfattes av fritaksmetoden, må kildeskatt trekkes på forskudd, og selskapet må senere godtgjøre at det har krav på fritak. Kildeskatten refunderes deretter i etterkant. Det kan gås vekk fra kravet om forskuddstrekk hvis selskapsaksjonæren er kjent

for det utdelende selskapet og det er gjort rede for at det mottakende selskapet er reell eier av utbyttet og går inn under fritaksmetoden.

2.1.3 Internasjonale beskatningsregler og kreditfradrag

For å kunne undersøke den reelle endringen i skattebelastningen på utbytte fra norske selskaper til aksjonærer i EØS må det også tas hensyn til skattereglene i aksjonærenes hjemland. Spesielt er det nødvendig å klargjøre i hvilken grad en selskapsaksjonær i EØS fikk fradrag i sitt hjemland for kildeskatt betalt i Norge før reformen. St.meld. nr 29 "Om Skattereform" (2003-2004) forklarer at "Forutsatt at hjemlandet beskatter utbyttet med en sats som minst svarer til den norske kildeskattesatsen, og at hjemlandet ikke gir kreditfradrag for norsk beskatning av inntekten som ligger til grunn for utbyttet, vil ikke den norske kildebeskatningen påvirke den totale skattebelastningen på utbyttet." Uten en reell påvirkning av den totale skattebelastningen på utbyttet, ville det heller ikke være grunn til å forvente endrede beslutninger om verken utbyttepolitikk eller investeringer.

Videre gir vi først en overordnet skisse av prinsippene for skattlegging av internasjonal inntekt og metoder for å kompensere for dobbeltbeskatning. Deretter beskrives situasjonen mellom Norge og EØS-landene før reformen og hva dette kan si om endringen i den totale skattebelastningen på utbyttet. Skattlegging av internasjonal inntekt kan i hovedsak skje etter to prinsipper. Det ene er kildeprinsippet, som betyr at inntekt skattlegges der den er opptjent. Det andre er bostedsprinsippet eller globalitetsprinsippet, som betyr at inntekten skal skattlegges der personen eller selskapet (skattesubjektet) hører hjemme, uansett hvor inntekten er opptjent. Dersom et skattesubjekt hører hjemme i ett land hvor det skatter etter bostedsprinsippet, og opptjener inntekt i et annet land hvor det pålegges kildeskatt, kan dobbeltbeskatning oppstå. Dette er snakk om juridisk dobbeltbeskatning, som betyr at "én og samme inntekt beskattes for samme inntektsår hos samme skattesubjekt og med likeartede skatter i mer enn én stat" (NOU 2003:9). I følge NOU 2003:9 er det stort sett enighet om at det er ønskelig å unngå slik dobbeltbeskatning.

I hovedsak finnes tre metoder for å kompensere for dobbeltbeskatning. Disse er fordelingsmetoden, kreditmetoden og fradragsmetoden. Fordelingsmetoden betyr at inntekten bare er skattepliktig i ett av landene, og da må det avtales hvilket land dette er. Kreditmetoden betyr at inntekten kan beskattes begge steder, men da kan skattesubjektet kreve fradrag i hjemlandet for den skatten som er betalt der inntekten er opptjent. Dersom

skatten er høyere der inntekten er opptjent enn i hjemlandet, vil selskapet som regel likevel ikke få utbetalt differansen. Fradragsmetoden betyr at skatt betalt i Norge ses på som en kostnad som kommer til fradrag i grunnlaget for beskatningen i utlandet, og dette innebærer i realiteten en viss dobbeltbeskatning.

I skatteavtalene er beskatningsretten på utbytte ofte delt mellom statene, slik at både kildelandet og hjemlandet kan beskatte noe. De reduserte satsene i skatteavtalene er et uttrykk for dette. Hvis hjemlandet også velger å beskatte det samme utbyttet, må det gis kreditfradrag for den skatten som allerede er betalt til kildelandet.

Barrios, Huizinga, Laeven og Nicodème (2009) gir en oversikt over behandling av utenlandske utbytter og systemer for unngåelse av dobbeltbeskatning for selskapsaksjonærer i europeiske land i 2003, altså før skattereformen trådte i kraft. I vår analyse har vi bearbeidet informasjonen i Tabell 4 i Appendiks. Dette er en oversikt basert på Barrios et al. (2009), og ikke på detaljerte studier av hvert enkelt lands skattesystem. Norge hadde skatteavtale med alle EØS-landene utenom Liechtenstein før reformen trådte i kraft i 2004. Når kreditfradrag benyttes, vil reduksjon av kildeskatten i Norge kun ha reell effekt på total skattebelastning dersom kildeskatten i utgangspunktet overstiger skatten selskapet betaler i hjemlandet. Imidlertid må man skille mellom indirekte og direkte kreditfradrag. Indirekte kreditfradrag betyr at både selskapsskatten og kildeskatten på utbytte som er betalt i Norge krediteres av hjemlandets selskapsskatt. I dette tilfellet vil selskapets reelle skattebelastning være lik selskapsskatten i morselskapets hjemland dersom denne er høyere enn den totale beskatningen i Norge. Den totale beskatningen i Norge vil være:

$$28 \% \text{ selskapsskatt} + \text{kildeskatt på utbytte} - 28\% \text{ selskapsskatt} * \text{kildeskatt på utbytte}$$

Direkte kreditfradrag betyr at selskapet må betale skatt i hjemlandet dersom selskapsskatten i hjemlandet overstiger kildeskatten på utbytte i landet der datterselskapet hører hjemme.

Tabell 4 i Appendiks viser at det skjedde en reell endring i skattesats for selskaper eid fra 12 av i alt 27 EØS-land på reformtidspunktet. For alle land der selskaper ikke opplevde noen reell endring skyldtes dette at kildeskattesatsen på utbytte allerede var 0 % i henhold til gjeldende skatteavtale på reformtidspunktet, og ikke på grunn av kreditfradrag slik som kunne vært mulig. Likevel har kreditfradragene svekket effekten i noen tilfeller, fordi den reelle reduksjonen har blitt mindre enn den ellers ville vært.

2.2 Teori og empiri om utbyttebetalinger

En viktig del av vår analyse går ut på å belyse hvorfor selskaper ønsker å utbetale utbytte. Teoriene og undersøkelsene om rasjonale bak utbyttebetalinger er mange, varierte og til tider motstridende. Fisher Black uttalte i 1976 at ”The harder we look at the dividends picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just do not fit together” (Referert i Al-Malkawi, Rafferty og Pillai, 2010), og det er fortsatt ingen konsensus på området. I denne delen behandles først ulike teorier om utbyttepolitikk, og deretter faktisk utvikling og trender i utbyttebetaling. Til slutt går vi inn på skattereformen i USA i 2003 og dens effekt på utbyttepolitikk i amerikanske selskaper.

2.2.1 Teorier om utbyttepolitikk

Vi vil her trekke linjene fra bird-in-the-hand hypotesen via Miller og Modiglianis berømte irrelevanteorem til teorier om skatteeffekter, klientelleffekter, signaliseringshypotesen, hypotesen om agentkostnader og ”The new view”. Beskrivelsen bygger i stor grad på en oversiktsartikkel av Al-Malkawi et al. fra 2010. Videre ser vi mer spesifikt på utbyttebeslutninger i multinasjonale selskaper som er svært relevant da vi vil hovedsakelig fokusere på slike selskaper videre i analysen. I tillegg er dette også relevant for betraktningene rundt utenlandsk eierskap. Vi vil også se på empiriske undersøkelser om lederes syn på utbyttepolitikk.

«Bird-in-the-hand»-argumentet

Bird-in-the-hand-argumentet går ut på at økte utbyttebetalinger gir økte aksjekurser. Dette bygger på at investorer heller vil foretrekke sikre penger nå enn muligheten for å få dem senere. Dette skyldes usikkerhet og imperfekt informasjon. Denne teorien var i stor grad dominerende frem til 60-tallet, men den empiriske støtten er svært svak (Al-Malkawi et al., 2010).

Teorien om utbyttets irrelevans

Miller og Modiglianis utgivelse i 1961, som referert i Al-Malkawi et al. (2001), kan regnes som et vannskille i den teoretiske litteraturen om utbytte. Disse tok et oppgjør med ”Bird-in-the-hand”-argumentet ved å vise at under en rekke strenge forutsetninger om perfekte

kapitalmarkeder ville et selskaps utbyttepolitikk være irrelevant for selskapsverdien. Teorien bygger på forutsetninger om at det ikke skal være noen forskjell mellom skatt på utbytte og kapitalgevinster, ingen transaksjonskostnader, at alle aktører skal ha lik tilgang til informasjon, ingen interessekonflikter mellom eiere og ledelse og at alle markedsaktører er pristakere. Selv om disse forutsetningene ikke oppfylles i virkeligheten, er flere forsøk blitt gjort for å teste hypotesen, men med varierende grad av støtte.

«Tax-effect»-hypotesen

Denne hypotesen legger vekt på at utbytte i virkeligheten er skattepliktig, i motsetning til i Miller og Modiglianis perfekte kapitalmarkeder, og at investorer er opptatt av avkastning etter skatt. Lave utbytter vil da øke verdien av selskapet fordi det reduserer kapitalkostnaden (Al-Malkawi et al., 2010). Et slikt argument hviler på en antakelse om at utbytte er beskattet høyere enn kapitalgevinster, og at det i tillegg vil beskattes umiddelbart, mens kapitalgevinster ikke beskattes før aksjene er solgt. Dersom skattesatsen på utbytte reduseres, vil man forvente at utbyttene øker fordi denne forskjellen blir redusert. Resultatet av dette argumentet er altså det motsatte av «Bird-in-the-hand»-argumentet, og kontrasterer også med Miller og Modigliani, som ikke tar hensyn til skatt. Empiriske undersøkelser har verken bekreftet eller avkrefte hypotesen.

Signaliseringshypotesen

Signaliseringshypotesen bygger sitt argument på at det er asymmetrisk informasjon på innsiden og utsiden av selskapet, i motsetning til Miller og Modiglianis forutsetning om lik tilgang på informasjon for alle aktørene. Dette kan føre til at den virkelige verdien av selskapet vanskelig kan formidles til markedet. I denne sammenhengen kan ledelsen bruke utbyttet som et verktøy til å formidle informasjon om selskapets virkelige inntjeningssevne til markedet. Konsekvensen er at økte utbytter vil kunne tolkes som et positivt signal om selskapets lønnsomhet og fremtidsutsikter og således øke aksjekursen. Reduksjon i utbytte vil ha motsatt effekt. Dette henger sammen med Lintners klassiske undersøkelse fra 1956, referert til i Allen og Michaely (2002), som fant at selskapets inntjening var den viktigste faktoren i utbyttebeslutningen, og at selskaper har en sterk tendens til å glatte ut utbyttebetalingene over tid. Ledelsen vil nemlig øke utbyttene for mye fordi de vil unngå å redusere dem senere, siden dette vil tolkes som et dårlig signal. Derfor tenderer utbytter til å

være jevne over tid, og en økning i utbytte er da et sterkere signal fordi det kan antas å være relativt varig. På den andre siden kan det tenkes at årsaken til et utbyttekutt ikke direkte reflekterer redusert lønnsomhet og inntjeningspotensiale, men heller et økt behov for tilbakeholdte midler på grunn av gode investeringsmuligheter. Dette taler i mot signaliseringshypotesen. En annen kritikk til hypotesen er hvorfor selskaper skulle benytte utbytte til å formidle denne informasjonen når det kan finnes billigere måter å gjøre dette på. Når det gjelder utbytteskattens effekt på utbyttepolitikk, vil det på den ene siden bli billigere å signalisere med utbytte i forhold til andre metoder, men samtidig blir signalet svakere. Derfor er det uklart hvilken effekt redusert utbytteskatt vil ha på utbyttebetalingene i følge denne hypotesen.

Empirisk har det vist seg at aksjekursene faktisk øker når det annonseres økte utbytter og motsatt for utbyttekutt. Imidlertid har noen undersøkelser funnet at den faktiske informasjonsverdien i utbyttebetalingen for å forutsi fremtidig inntjening ikke er spesielt stor. Denis og Osobov (2007) dokumenterer høy utbyttekonsentrasjon blant store, lønnsomme selskaper. Dette er heller ikke konsistent med signaliseringshypotesen, ettersom at man vil anta at et stort, lønnsomt selskap vil ha lite behov for å signalisere at selskapet går bra.

Agentkostnader og fri kontantstrøm-hypotesen

I motsetning til Miller og Modiglianis forutsetninger, er det ikke alltid sammenfallende interesser mellom ledelse og eiere, og det kan oppstå et prinsipal-agent-problem. For eksempel kan ledelsen ønske å øke selskapets størrelse, selv om prosjekter skulle ha en negativ netto nåverdi. Hypotesen om agentkostnader går ut på at utbytter kan redusere kostnaden ved dette problemet fordi ledelsen får mindre fri kontantstrøm til disposisjon. Dersom skatt på utbytte reduseres, blir dette en billigere måte å kontrollere agentene på, og man kan forvente høyere utbytter. Her vil det være en avveining mellom lavere agentkostnader og god tilgang på intern finansiering. De empiriske resultatene knyttet til hypotesen om agentkostnader er blandet.

«The new view»

Under det tradisjonelle synet på utbytteskatt ("The old view") antas ofte ekstern egenkapital og gjeld å være marginale finansieringskilder. I kontrast til dette ble "The new view"-teorien utviklet av King (1974), Auerbach (1979) og Bradford (1981), som referert til i Alstadsæter

og Fjærli (2008). Teorien baserer seg på at tilbakeholdt kapital er den marginale finansieringskilden til selskaper, og at tilbakekjøp av aksjer ikke er mulig. Dette impliserer at kapitalkostnaden ikke påvirkes av utbytteskatt, men kun skatt på tilbakeholdt kapital (Sinn, 1991). Her er utbytteskatten derfor nøytral med tanke på den marginale investeringsbeslutningen i steady state. I steady state har selskapet nådd en modningsfase hvor størrelsen er stabil. Gitt at endringen i utbytteskatt forventes å være permanent vil den heller ikke ha effekt på utbyttepolitikken (Alstadsæter og Fjærli, 2008).

Det økonomiske rasjonale bak nøytraliteten til utbytteskatten, i følge Sinn (1991), er at myndighetene kan ses på som en stilltiende aksjonær uten stemmerett, kun med rett til sin del av utbyttet gjennom utbytteskatten. Imidlertid gir ikke dette aksjonærene insentiver til å stemme for en politikk fremfor en annen. Med dette synet kan en altså ikke forvente en endret utbyttepolitikk, og kun nyinvesteringer kan forventes å øke.

I stedet for å se på "The old view" og "The new view" som to helt motstridende syn, kan de brukes for å forstå hver sin type selskaper. I følge "The tax wedge theory" er det forskjellig kapitalkostnad i selskaper med og uten tilgang på intern finansiering. Modne selskaper med god tilgang på intern finansiering kan ses på som "new view"-selskaper, mens nyinvesteringer og selskaper i en tidlig fase som regel trenger ekstern finansiering, og kan ses på som "old-view"-selskaper. Eckbo og Kisser (under publisering) har anslått at kun 12 % av kontantfinansiering skjer eksternt i amerikanske børsnoterte industrielle foretak. Bare 1 % av selskapene står for en betydelig del av dette, og disse står også for en stor del av utbyttebetalingene. Dette kan på den ene siden tyde på at mange selskaper kan karakteriseres som "new view"-selskaper, mens en del av de med høyest utbytter kan passe bedre inn under "The old view". Undersøkelsen er utført på amerikanske data, som ikke nødvendigvis kan generaliseres til norske forhold. Becker, Jacob og Jacob (2012) finner støtte for at når utbytteskatten reduseres, vil selskaper som avhenger av ekstern finansiering ("The old view") investere mer i forhold til selskaper som benytter intern finansiering ("The new view"). Nyinvesteringene øker altså, og det skjer dermed en omallokering av investeringer.

Maturitetshypotesen

I følge maturitetshypotesen vil økte utbyttebetalinger være en del av prosessen et selskap gjennomgår når det beveger seg fra vekstfasen til en mer moden fase (Grullon, Michaely og Swaminathan, 2002). Når selskapet modnes vil investeringsmulighetene reduseres, og selskapene får kontantbeholdning som etter hvert vil bli utbetalt. Dette kan igjen knyttes opp

mot agentteori og fri kontantstrøm-hypotesen. Maturitetshypotesen impliserer at det kan være nyttig å kontrollere for selskapets alder i den empiriske testingen.

Hypotesen om klientelleffekter

Hypotesen om klientelleffekter går ut på at ulike investorer i praksis vil stå overfor ulike skattesatser og transaksjonskostnader, og dermed vil ha ulike preferanser for å investere i selskaper med høye eller lave utbyttebetalinger (Al-Malkawi et al., 2010). Vår oppgave tar utgangspunkt i multinasjonale selskaper med høy eierandel, slik at hypotesen om klientelleffekten ikke vil være særlig relevant da morselskapet selv kan bestemme datterselskapets utbyttepolitikk i stedet for å lete etter investeringsobjekter som passer deres behov for utbyttebetalinger.

Utbyttepolitikk i multinasjonale selskaper

Direkteinvesteringer utgjør en betydelig andel av utenlandske investeringer i Norge (Statistisk Sentralbyrå, 2012a). Ved internasjonale utbyttebetalinger vil derfor utbyttebeslutninger innad i multinasjonale selskaper være av betydning. Det følgende avsnittet bygger på en artikkel av Desai, Foley og Hines (2006) som ser på utbyttepolitikk i multinasjonale amerikanske selskaper. De ser blant annet på skatt på utbytte, finansierings- og investeringsbehov i det utenlandske morselskapet og agentproblematikk. Utbyttebetalingene ser ut til å være regelmessige, og justeres over tid etter endringer i inntjening. Interessant nok finner disse at skatteminimering ikke kan forklare en signifikant del av den observerte utbyttepolitikken innad i selskaper. Dette kan tale for å ikke forvente større endringer i utbyttebetalinger for multinasjonale selskaper med døtre i Norge etter skattereformen.

Desai et al. (2006) finner støtte for at mors finansieringsbehov er av betydning. Siden ekstern finansiering er kostbart, kan morselskapet foretrekke å hente utbytte fra sine utenlandske datterselskaper for eksempel for å betale utbytte til sine aksjonærer eller for å finansiere prosjekter. Morselskaper med gode investeringsmuligheter og samtidig høy gjeldsgrad, vil hente hjem mer utbytte fra utenlandske døtre enn andre. Høy gjeldsgrad brukes her som mål på at det vil være dyrere å hente ekstern kapital. Morselskaper med høye utbyttebetalinger til sine eiere henter også mer utbytte fra sine utenlandske datterselskaper enn andre.

I likhet med andre typer eiere kan utenlandske morselskaper stå overfor agentproblematikk fordi ledelsen i datterselskapene også kan ha egne interesser. De empiriske resultatene tyder på at multinasjonale selskaper i alle fall delvis benytter utbyttebetalinger for å disiplinere ledelsen i sine datterselskaper. Når eierandelen er under 100 % er utbetalingen hyppigere, noe som kan skyldes større agentproblemer.

I tillegg til agentproblemer og morselskapets investeringsmuligheter og finansieringsbehov har også datterselskapets inntjening betydning for utbyttepolitikken i multinasjonale selskaper. Desai et al. (2006) finner at disse faktorene har mer å si for utbyttepolitikken enn skattemotiver. Undersøkelsen antyder at man ikke kan forvente en stor effekt på utbyttebetalingene dersom skattesatsen på utbytte reduseres. Imidlertid er denne undersøkelsen kun utført på amerikanske morselskaper og kan kanskje ikke direkte overføres til europeiske forhold. Det kan derfor være interessant å ta dette videre til europeiske, multinasjonale selskaper i Norge.

Lederes syn på utbyttepolitikk

Baker, Powell og Veit (2002) undersøker lederes syn på utbytte og utbyttepolitikk, og årsaker til at utbytte blir utbetalt. Undersøkelsen tar utgangspunkt i fire årsaker til at utbytte blir utbetalt: signalisering, skattepreferanser, agentkostnader og «Bird-in-the-hand»-argumentet. Forfatterne ser deretter på om ledelsens meninger om utbytte sammenfaller med tidligere undersøkelser og teorier om hva som bestemmer et selskaps utbyttepolitikk.

I studier av Lintner (1956) og Baker, Farelly og Edelman (1985) finner man at selskapenes ledelse mente at stabile utbyttebetalinger er mest ønsket, som referert i Baker et al. (2002). Baker et al. (2002) bekrefter dette i sine undersøkelser der over 90 % av respondentene mente at selskapet bør unngå å øke utbyttebetalingen dersom man forventer at avgjørelsen blir reversert om et års tid. Mer enn 80 % mente at selskapet bør formulere en utbyttepolitikk som gir maksimal verdi for sine aksjonærer. Forfatterne konkluderer med at det er sterkest støtte blant ledelsen for at signaleffekten er en av de viktigste årsakene til å betale utbytte. Ledelsen er stort sett uenige i «Bird-in-the-hand» teorien. Det er lite eller ingen støtte for at skattepreferanser eller agentkostnader forklarer bedriftenes utbyttepolitikk. I likhet med Desai et al.(2006) kan dette tyde på at man kan forvente liten endring i selskapenes utbyttepolitikk ved en reduksjon i skattesatsen på utbytte.

Sammenligning av teorier

Hypotesene om hvorfor det utbetales utbytte er varierte. De kan noen ganger utfylle hverandre, andre ganger er de uforenelige. Empiriske undersøkelser gir generelt svært blandede resultater, og lite enighet er oppnådd på området. En artikkel av Gordon og Dietz (2006) sammenligner "The new view", agenthypotesen og signaliseringshypotesen med stiliserte fakta om utbyttebetalinger og finner at agentteorien er den som stemmer best av disse tre. I deres modellering av agenthypotesen er konsekvensen av økt skatt på utbytte en reduksjon i utbyttebetalinger, fordi dette blir en mer kostbar metode for å kontrollere eierne. Her vil redusert utbytteskatt også føre til reduserte reelle investeringer i eksisterende selskaper. Imidlertid vil investeringer i nye selskaper øke. Dette er i tråd med «The new view» ettersom redusert utbytteskatt gir lavere kapitalkostnad etter skatt som øker lønnsomheten av nye, eksternt finansierte prosjekter.

2.2.2 Trender i utbyttepolitikk

Dette avsnittet går inn på empiri om den generelle utviklingen i utbyttepolitikk, og årsaker til denne. Fama og French (2001) undersøkte utviklingen i bedrifter listet på NASDAQ, NYSE og AMEX som betalte utbytte over en periode fra 1972 til 1999. Spesielt etter 1978 er andelen utbyttebetalende selskaper nedadgående. I 1973 betalte 52,8 % av de børsnoterte bedriftene ut utbytte, mens i 1999 var andelen kun på 20,8 %. De finner ulike karakteristikk som går igjen hos selskapene som utbetaler og ikke utbetaler utbytte. Selskapene som har utbetalt utbytte tidligere, men som har sluttet, virker å være vanskeligstilte, med lav inntjening og små investeringer. Selskaper som aldri har betalt utbytte er mer lønnsomme, og har sterkere muligheter for vekst.

Undersøkelsen til Fama og French (2001) ble utvidet av DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2004), som påpekte at selv om andelen selskaper som betalte utbytte ble mindre, var likevel ikke størrelsen på utbyttebetalingene nedadgående. Summen av utbyttebetalinger økte i stedet i løpet av perioden 1978-2000, både i nominelle og reelle størrelser. Reelt utbytte økte med 22,7 %. DeAngelo et al. (2004) forklarer dette med at nedgangen i andelen utbyttebetalende selskaper skyldtes at mange, små selskaper ikke lenger utbetalte utbytte. Imidlertid var disse utbyttene så små at de ikke kunne veie opp for en økning blant de større selskapene. De 25 største selskapene som betalte utbytter i utvalget, stod for 54,9 % av aggregerte utbytter i 2000. Disse stod også for 51,4 % av aggregert fortjeneste. DeAngelo et

al. (2004) finner likevel at selv om 100 % av selskapene med mer enn 1 milliard dollar (inflasjonsjustert) i fortjeneste betalte utbytte i 1978, gjorde kun 85,7 % det i 2000. Likevel har de største selskaperes utbytter vokst så mye at også denne effekten blir oppslukt av de store utbyttebetalingene.

Denis og Osobov (2007) utvider undersøkelsen til Fama og French (2001) til å gjelde Canada, Storbritannia, Frankrike og Japan i tillegg til USA. De finner antydninger til en nedadgående tendens til å betale utbytte, men utenfor USA er nedgangen liten og resultatene er ikke særlig robuste. De finner også støtte for at sannsynligheten for utbyttebetaling er avhengig av selskapets størrelse, vekstmuligheter og lønnsomhet. I tillegg øker sannsynligheten for utbyttebetaling med graden av tilbakeholdt resultat som andel av total egenkapital.

Etter år 2000 fant Julio og Ikenberry (2004) en endring i den nedadgående utbyttetrenden i USA. Bunnpunktet for andelen selskaper som betalte utbytte ble nådd i 2001, men i 2004 hadde andelen steget til 20 %. For å forklare dette finner de mest støtte for maturitetshypotesen. I løpet av 90-tallet ble nesten 3000 selskaper notert på børsen i USA, og disse selskapene hadde på 2000-tallet nådd sin modningsfase med færre investeringsmuligheter. Skatteuttaket på utbytte under Bush-administrasjonen i 2003 blir også nevnt som en mulig årsak, selv om bevisene på dette er mer usikre. I tillegg fant de også støtte for at flere store selskapsskandaler, slik som Enron og WorldCom, kunne gi selskaper ønske om å signalisere tillit gjennom økte utbyttebetalinger.

2.2.3 Effekten på utbyttepolitikk av skattereformen i USA i 2003

For å vurdere hvilke effekter en kan forvente av den norske skattereformen, har vi sett på tidligere undersøkelser som er gjort på skattereformer i andre land. Her er spesielt reformen som ble gjennomført i USA i 2003, "The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003" (JGTRRA), aktuell for sammenligning. Skatteletten som ble innført på dette tidspunktet skulle gi en mer gunstig behandling av utbytteinntekter for individer, og førte til at utbytte ble skattlagt med 15 % i stedet for den vanlige progressive inntektsskatten med maksimal sats på 35 % (Chetty og Saez, 2004). Chetty og Saez (2004) undersøkte effekten av reformen på utbyttebetalinger i børsnoterte selskaper, og fant at utbyttebetalingene økte med 20 % i tiden etter den nye skatteregelen ble innført. Imidlertid var over halvparten av

utbyttene i utvalget utbetalt av de 20 største selskapene, noe som gjorde resultatene lite robuste.

Imidlertid økte også andelen selskaper som betalte utbytte fra 20 % i siste kvartal i 2002 til nesten 25 % i andre kvartal i 2004. Resultatene tar hensyn til selskapsspesifikke faktorer som lønnsomhetsnivå, eiendeler, kontantbeholdning, bransje og alder på selskapet. Chetty og Saez (2004) undersøkte også variasjonen i selskapene for å se hvilke selskaper som mest sannsynlig ville øke utbyttebetalingen. Her fant de at selskapenes respons til skatteendringer i stor grad ble påvirket av toppledelsens egne interesser. For eksempel ville selskaper der ledelsen har store eierandeler eller få utøvde aksjeopsjoner, ha større sannsynlighet for å initiere en utbyttebetaling.

Det ble også undersøkt hvordan forskjeller i lønnsomhetsvekst påvirket responsen på skatteletten. Selskaper med høy, forventet vekst i lønnsomhet ble ikke påvirket i det hele tatt, noe som kan forklares av at selskapene i større grad benyttet overskuddskapital til investeringsmuligheter. Dette støtter "The new view", som sier at skatt på utbytte ikke vil påvirke et selskaps investeringsbeslutninger da disse finansieres av tilbakeholdte resultater i stedet for utstedelse av nye aksjer (Chetty og Saez, 2004).

2.2.4 Alternativer til utbytte

Selskaper står ikke bare overfor valget mellom å holde tilbake overskudd eller utbetale utbytte. Det finnes også flere muligheter for å overføre kontanter til aksjonærer. Bruk av disse kan henge sammen med endret utbyttepolitikk i aksjeselskapene. Vi vil derfor gå igjennom noen av de vanligste alternativene til utbytter.

Tilbakekjøp av aksjer

En av Fama og French' (2001) forklaringer på den nedadgående andelen utbyttebetalende selskaper var at flere selskaper hadde gått over til å benytte seg av tilbakekjøp av aksjer i stedet for utbytte. Tilbakekjøp av aksjer vil si at selskapet bruker kontantbeholdningen til å kjøpe sine egne, utestående aksjer. Aksjene blir beholdt i selskapet, og kan bli solgt på nytt dersom selskapet får behov for å øke kontantbeholdningen i fremtiden (Berk og DeMarzo, 2011). Slik kan hver aksjonær selge den mengden aksjer som gir ham ønsket kontantutbetaling. Tilbakekjøp av aksjer kan i tillegg gi lavere skattebyrde for aksjonæren dersom skattesatsen på kapitalgevinst er lavere enn skattesatsen på utbytte (Bagwell og

Shoven, 1989). Dersom ledelsen har kjøpsopsjoner på selskapet, vil ikke opsjonene falle i verdi ved tilbakekjøp, slik som ved utbytte. Utviklingen i disse faktorene kan dermed også påvirke utbyttepolitikken.

Lån mellom datterselskap og morselskap

I stedet for egenkapital kan morselskaper finansiere datterselskaper med lån. Da vil morselskapets avkastning komme i form av renteinntekter i stedet for utbytte. Multinasjonale selskaper kan også bruke lån for å utnytte skatteforskjeller mellom land med den hensikt å flytte overskudd til lavskatteland. Morselskapet kan låne penger fra datterselskaper i lavskatteland, og låne penger til selskaper i høyskatteland. Slik kan det motta renteinntekter fra datterselskapet i land med høy skattesats, og dermed flytte overskudd (Buettner og Wamser, 2007). Desai, Foley og Hines Jr. (2004) finner at en 10 % høyere lokal skatterate er forbundet med 2,8 % høyere gjeldsgrad, og at interne lån er spesielt sensitive til skatt, noe som antyder at slik skattemotivert overskuddsflytting forekommer.

Internprising

Det er også mulig å flytte overskudd fra datterselskaper til morselskaper ved å bruke internprising. Dette kan gjøres ved å manipulere prisene på selskapsinterne transaksjoner, og dermed flytte overskudd fra et land til et annet. Slike avvik mellom markedsprisene og selskapets interne priser er ikke tillatt i henhold til retningslinjer fra OECD (Balsvik, Jensen, Møen og Tropina, 2009).

2.3 Teori og empiri om internasjonalt eierskap

Vår oppgave fokuserer hovedsakelig på endringer i utbyttepolitikk som følge av skattereformen hos internasjonalt eide selskaper. Derfor er det interessant å se på hvordan utviklingen i utenlandsk eierskap og investeringer har vært i Norge. I tillegg vil vi bruke dette senere i oppgaven for å diskutere mulige endringer i utenlandske investeringer etter reformen i lys av «The new view» og «The old view».

For å studere investeringer på tvers av landegrenser kan det være hensiktsmessig å skille mellom utenlandske direkteinvesteringer (UDI) på den ene siden og porteføljeinvesteringer på den andre. Direkteinvesteringer defineres av SSB som ”en

investering over landegrensen der investor har til hensikt å etablere en varig økonomisk forbindelse og utøve effektiv innflytelse på virksomheten i foretaket der investeringen skjer. Direkte investering defineres som en eierandel på minst 10 prosent av ordinære aksjer eller stemmeretter i direkteinvesteringsforetaket” (Nordby, 2000). En porteføljeinvestering gjøres med hensyn til avkastning innenfor gitte risiko- og tidshorisonter, og defineres ofte som en eierandel under 10 prosent.

Her gis det først en kort oversikt over politikk og rammeverk i Norge, etterfulgt av historiske utviklingstrekk og status for utenlandske direkteinvesteringer i dag. Videre behandles mulige motiver bak slike investeringer, også sett i sammenheng med skatt.

2.3.1 Politikk og rammeverk i Norge

Spørsmålet om utenlandsk eierskap har ikke vært ubestridt. På den ene siden hevdes det at utenlandske eiere vil begrense norske bedrifters utviklingsmuligheter, mens andre fremhever det positive bidraget med tilførsel av både kapital, kunnskap, teknologi og markedsadgang (St.meld. nr 40, 1997-1998). Et uttalt mål for Stoltenberg-regjeringen har vært å gjøre Norge attraktivt for investeringer både fra norske og utenlandske investorer (Knudsen, 2000).

Begrensninger på utenlandsk eierskap på Oslo Børs ble opphevet i 1993 (Hursti, 2006). Som nevnt tidligere forpliktet Norge seg til å behandle utenlandske investorer på lik linje med norske i det norske kapitalmarkedet da EØS-avtalen trådte i kraft i 1994. Til gjengjeld skal norske investorer i andre EØS-land behandles på lik linje med de hjemmehørende investorene i det aktuelle landet. Norge er i tillegg medlem av WTO og OECD som arbeider for liberalisering og ikke-diskriminering i landenes investeringsregimer (NOU 2012:2).

Flere sammenlignbare land opererer med aktive tiltak for å tiltrekke seg utenlandske investeringer, for eksempel ”Invest in Denmark” (Invest in Denmark, 2012) og ”Invest in Sweden Agency” (Invest in Sweden Agency, 2012). I statsbudsjettet for 2013 la regjeringen frem et ønske om å opprette ”Invest in Norway”, som skal være et profesjonelt koordinerende apparat for å tilrettelegge dialog mellom utenlandske selskaper som vurderer å etablere virksomhet i Norge, norske myndigheter og andre aktører (Nærings- og handelsdepartementet, 2012).

2.3.2 Historiske utviklingstrekk og status i dag

Det kan identifiseres flere drivere for den stadig større integrasjonen av internasjonale kapitalmarkeder. I tillegg til allerede nevnte liberaliseringer har både utviklingen av informasjonsteknologi og nye finansielle instrumenter gjort at kostnadene ved å flytte kapital mellom land har blitt redusert og kapitalen har blitt mer mobil (NOU 2012:2)

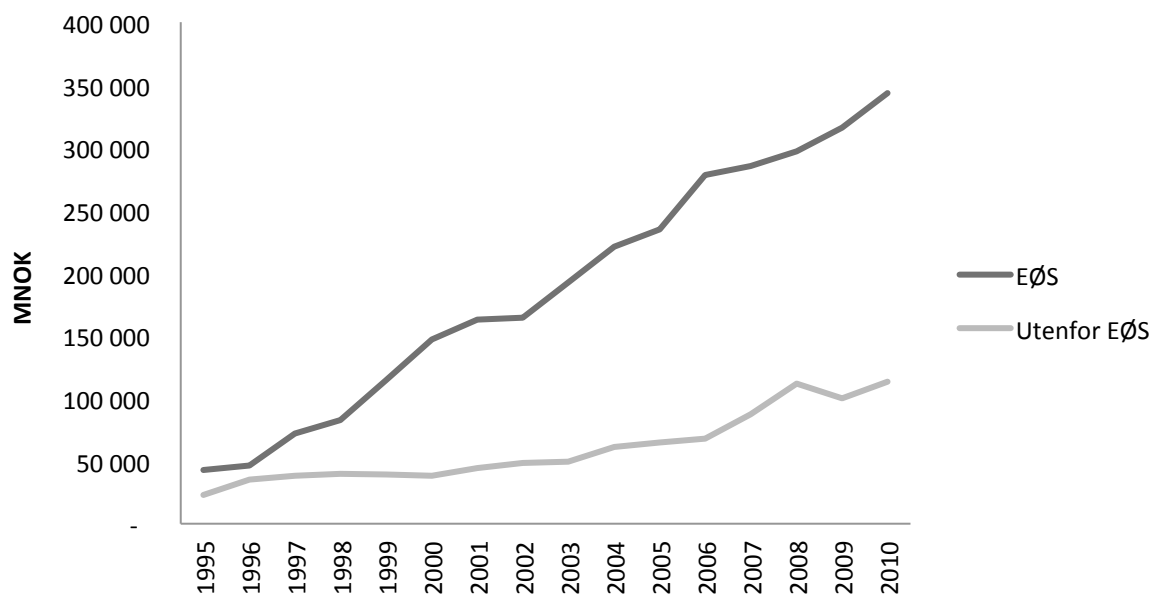
Utenlandske investeringer i Norge har vært svært betydningsfullt for utviklingen av ny norsk næringsvirksomhet i spesielt to perioder. Den første var industrialiseringen i begynnelsen av 1900-tallet og den andre var oppbyggingen av oljevirksomheten. Noen av de største investeringsprosjektene i norsk industrihistorie ville mest sannsynlig ikke vært mulig uten tilførsel av utenlandsk kapital (St.meld. nr 40, 1997-1998). Siden 60-tallet har store deler av utenlandske investeringer i norske selskaper vært knyttet til petroleumsvirksomhet, men utover 70- og 80-tallet ble de utenlandske investeringene mer diversifisert til også skjermede næringer.

Utenlandske investorer, i første rekke fra EU, har siden årtusenskiftet økt sine eierandeler i nærmest samtlige næringer i Norge. Olje- og gassnæringen, industrien og forretningsmessig og finansiell tjenesteyting har vært de bransjene med de største investeringene (NOU 2012:2). Karakteristisk for utenlandske investeringer i Norge er at de ofte skjer i store og kapitalintensive selskaper som ofte er knyttet til eksportindustrien. Oppkjøp er den dominerende formen for utenlandsk direkteinvestering i Norge, og en stor del av investeringene er kapitalstrømmer som går til selskaper som allerede er eid av mor (Benito, 2012).

Av utenlandskkontrollerte foretak, basert på ultimate eier, er de fleste kontrollert fra Sverige, etterfulgt av Danmark, Storbritannia og USA. USA-kontrollerte foretak bidrar imidlertid med hele 35 % av verdiskapningen, etterfulgt av Frankrike og Sverige med 14 % hver (Emberland, Totland og Tveita, 2009). EU står for over 50 % av de inngående utenlandske investeringene i Norge (NOU 2012:2). Selv om EU-landenes relative betydning for utenlandske direkteinvesteringer i Norge har hatt en svak nedgang de siste årene viser Figur 1 at både investeringene fra land i og utenfra EØS øker.

Likevel har veksten i de samlede investeringene over landegrensene innad i EU vært betydelig høyere enn veksten i investeringer mellom EU og Norge. Det kan skyldes at EØS-medlemskap ikke er det samme som fullt EU-medlemskap, samt at Norge er en liten, perifer del av det indre markedet, har hatt en sterk valuta og en særegen næringsstruktur, samt at det kan være manglende kunnskap og større usikkerhet rundt avtalens stabilitet (NOU 2012:2).

Figur 1: Direkteinvesteringer etter balansepost, fra land i og utenfor EØS



Kilde: Publisert statistikk fra ssb.no

2.3.3 Motiver for utenlandske direkteinvesteringer (UDI)

Det kan ligge flere ulike motiver bak et utenlandsk selskaps ønske om å etablere seg i Norge. De fire hovedkategoriene innenfor investeringer er markedsmotiverte investeringer, kostnads- og effektivitetsmotiverte investeringer, ressursmotiverte investeringer og diversifiseringsmotiverte investeringer. I Norge har det historisk sett vært tilgangen på ressurser som har vært hovedmotivet bak utenlandske direkteinvesteringer (Benito, 2012). En kan argumentere for at dette fortsatt er dominerende, da begrepet ressurser kan utvides også til kunnskap og kompetanse. Kostnads- og diversifiseringsmotiver har spilt en mindre rolle for investeringer i Norge, mens markedsmotiverte investeringer har vært viktige, spesielt innen handel og finans. Infrastruktur, politisk og økonomisk stabilitet, lave styringskostnader, kostnadsnivå, skattenivå og arbeidsmarkedets fleksibilitet regnes som noen av de viktigste rammevilkårene (Benito, 2012). Skatt er altså bare én av mange variabler i selskapets beslutningsgrunnlag.

Som referert til i Emberland et al. (2009) kan en bruke det såkalte OLI-rammeverket til John Dunning (1977) for å forklare hvilke faktorer som må være til stede for at en utenlandsk direkteinvestering skal skje. Selskapet bør for det første ha en eierspesifikk

fordel, som for eksempel varemerke eller teknologi. For det andre bør det være fordeler ved å lokalisere seg akkurat i vertslandet, som markedsadgang, innsatsfaktorer eller investeringsinsentiver. Det tredje kriteriet er at det må være fordelaktig å organisere aktiviteten internt i samme konsern i steder for alternativer som eksport (NOU 1996:17).

2.3.4 Skatt og utenlandske direkteinvesteringer

Økt internasjonal kapitalmobilitet og internasjonalisering av selskaper har gitt store økninger innenfor både utenlandske direkteinvesteringer (UDI) og porteføljeinvesteringer. Som beskrevet i teoridelen om utbyttepolitikk, vil de ulike utbytteteorier ha implikasjoner for utbytteskattens forventede påvirkning på direkteinvesteringer. Her vil vi beskrive noen empiriske undersøkelser som ser på sammenhengen mellom skatt og direkteinvesteringer. Litteraturen om utbytteskattens påvirkning på investeringer er begrenset, derfor vil vi i stedet betrakte noen av undersøkelsene som dreier seg om selskapsskatt. Det er viktig å ha i bakhodet at utbytteskatten kan gi andre implikasjoner for investeringene enn selskapsskatten, spesielt når det gjelder skillet mellom eksternt og internt finansierte prosjekter.

De ulike kategoriene av utenlandske direkteinvesteringer vil ofte respondere forskjellig på skatteendringer. For eksempel kan det avhenge av om UDI er direkte nettooverføringer fra morselskapet til et utenlandsk datterselskap eller reinvestert profitt av et utenlandsk datterselskap, og om det er investeringer i realkapital eller finansiell kapitalflyt (Ederveen og de Mooij, 2003). Desai et al. (2004) finner støtte for at lokalisering av utenlandske filialer eller datterselskaper i stor grad blir påvirket av landenes skattesatser, og at høyere skattesatser vil redusere utenlandske direkteinvesteringer. Her vil det for øvrig være forskjeller innenfor hva slags skattetype det er snakk om. Ederveen og de Mooij (2003) sammenligner 25 empiriske studier om hvordan selskapsskatt påvirker allokeringen av UDI, og finner en medianverdi for skatteelastisitet på -3,3. Det vil si at 1 % redusert skatt vil øke UDI i landet med 3,3 %.

Utbytteskatt kan påvirke selskapenes beslutning om de skal ta ut utbytte fra sine utenlandske datterselskaper eller la det bli reinvestert i utlandet. Hartman sin hypotese fra 1985 (ref. i Devereux og Maffini, 2006) går ut på at skatt på utbytte fra utenlandske filialer ikke bør påvirke investeringsbeslutninger i filialene når investeringene er finansiert av tilbakeholdt overskudd. Så lenge skattesatsen på utbytte ikke forventes å bli endret, vil det være uvesentlig om utbyttet betales ut nå eller i fremtiden. Hypotesen er forsøkt testet flere

ganger, og både Altschuler, Newlon og Randolp (1995) og Grubert (1998) finner resultater som er konsistente med hypotesen (Devereux og Maffini, 2006). Dette er i tråd med teorien om «The new view» om at utbytteskatten er nøytral.

Effekter på investeringer etter skattereformen i USA i 2003

Tidligere har vi beskrevet undersøkelser som omhandler «The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act 2003» (JGTRRA) og effekten på utbyttepolitikk. Desai og Dharmapala (2008) undersøker hvordan denne reformen påvirket utenlandske investeringer for amerikanske investorer. JGTRRA gjaldt utbytter fra alle innenlands aksjer, og for aksjer fra land som USA hadde en skatteavtale med. Analysen gir en signifikant økning i amerikansk egenkapital hos avtaleland relativt til ikke-avtaleland. Dette tyder på økte investeringer i avtalelandene som følge av redusert utbytteskatt.

2.4 Oppsummering av teori

Denne teoridelen har tatt for seg tre forskjellige hovedtemaer. Temaene inkluderer utforming av det norske skattesystemet for utbyttebeskatning, teori og empiri om utbyttepolitikk i tillegg til teori og empiri om internasjonalt eierskap. Teorien legger grunnlaget for å kunne gjøre en analyse av om utbyttepolitikken til norske selskaper med internasjonalt eierskap har endret seg i årene etter skattereformen 2004-2006. I den videre analysen vil teoriene om utbyttepolitikk benyttes til å utforme og underbygge en hypotese, og deretter knyttes om mot de ulike resultatene vi finner. Teori om internasjonalt eierskap og investeringer vil hovedsakelig anvendes i diskusjonsdelen.

3. Data

For å kunne utføre den empiriske analysen er vi avhengige av data fra norske aksjeselskaper med internasjonalt eierskap. I denne delen vil vi forklare hvordan datasettet vårt er satt sammen, hvor vi har hentet dataene fra og hvilke variabler vi benytter.

Vårt samlede datasett strekker seg fra 1995 til 2009. En betydelig svakhet ved data er at det ikke har vært mulig å få ett sammenhengende datasett som strekker seg langt nok tilbake i tid før reformen og samtidig langt nok frem etter reformen. Dette er løst ved å sette sammen to forskjellige datasett, men gjør analysene mer usikre enn de ellers ville vært, fordi variablene og målingene ikke vil være helt samsvarende. Vi vil derfor foreta en kryssjekk mellom datasettene for å undersøke hvor alvorlig dette problemet er.

3.1 SIFON og Brønnøysundregisteret (1995-2003)

Datasettet vi har brukt for årene 1995-2003 består av regnskaps- og foretaksinformasjon fra Brønnøysundregisteret sammenkoblet på selskapsnivå med eierskapsinformasjon fra SIFON-registeret. Settene inkluderer egentlig data helt fram til 2007, men vi benytter kun dataene til og med 2003 på grunn av mangelfull informasjon i 2004 og 2006.

SIFON står for Statistikk over Internasjonale Foretaksetableringer og Næringsvirksomhet, og registrerer norske aksjeselskaper der minst en del av aksjekapitalen er utenlandskeid, filialer av utenlandske foretak i Norge og datterselskaper i disse to gruppene (Statistisk Sentralbyrå, 2000). Variabler vi har hentet fra dette registeret er aidentifisert foretaksnummer, årstall, bransjekode, største utenlandske eierandel i prosent og landkode for den aktuelle eierposten. Oppdatering av data i SIFON skjedde som en del av den årlige finanstillingen for direkte utenlandskeide selskaper frem til 2004. Da ble finanstillingen lagt ned, og i dag er undersøkelsen som dekker det samme området kun en utvalgsundersøkelse (Statistisk Sentralbyrå, 2012b). Finanstillingen var i prinsippet en totaltelling, men i praksis manglet noen enheter, og svarprosenten var normalt på 96-98 % (Statistisk Sentralbyrå, 2009). SIFON-registeret har tidligere vært sammenlignet med Brønnøysundregisteret, med kun små avvik.

Fra Brønnøysundregisteret er det benyttet data både fra Foretaksregisteret og Regnskapsregisteret. Data står her oppført med samme aidentifiserte foretaksnummer som i

SIFON-registeret, noe som har tillatt oss å koble sammen data fra disse tre settene. Foretaksregisteret registrerer alle norske og utenlandske foretak i Norge. Herfra har vi hentet aidentifiserte foretaksnummer, årstall og stiftelsesår. Regnskapsregisteret inneholder årsregnskap for alle innsendingspliktige enheter i norsk næringsliv (Brønnøysundregistrene, 2012). Herfra har vi hentet aidentifisert foretaksnummer, årstall, driftsinntekter, årsresultat, sum eiendeler i balansen og avsatt utbytte. Regnskapsvariablene er oppnevnt i hele tusen kroner (Mjøs og Øksnes, 2012) og skaleres derfor opp slik at de samsvarer med data fra Aksjonærregisteret.

Det sammensatte settet fra SIFON og Brønnøysundregisteret for årene 1995 til 2003 inneholder 30 394 observasjoner. Heretter er dette datasettet kalt SIFON.

3.2 Aksjonærregisteret og Næringsoppgaven (2004-2010)

Det andre datasettet er mottatt fra Skatteetaten og består av sammenkoblede data fra Aksjonærregisteret og Næringsoppgaven. Her har vi hatt tilgang til et utvalg på 30 % av selskapene som har hatt utenlandske aksjonærer ett eller flere av de aktuelle årene. Selskapet er da inkludert hvert år de finnes i datamaterialet, uavhengig av om de har utenlandske aksjonærer dette året eller ikke.

Aksjonærregisteret er et register hos Skatteetaten som inneholder data om alle hendelser og transaksjoner i aksjeselskaper (Skatteetaten, 2012). Data vi har hentet herfra er aidentifisert foretaksnummer, årstall, utbetalt utbytte, samt alle aksjeposter per land per selskap for hvert år med tilhørende utbytte, skjermingsfradrag og kildeskatt. Det presiseres at en linje her er en sammenslåing av alle aksjonærer fra samme land, slik at det ikke er mulig å skille ut eierposter for en enkelt aksjonær. Informasjonen om betalt kildeskatt og skjermingsfradrag er kun brukt i de deskriptive analysene. Aksjonærregisteret ble opprettet i 2004, og Skatteetaten har selv stilt seg tvilende til kvaliteten på de første årene med data, spesielt 2004 og 2005.

Næringsoppgaven leveres hvert år inn av alle aksjeselskaper som utarbeider årsregnskap etter regnskapsloven eller IFRS. Disse dataene har vi hatt mulighet til å koble på Aksjonærregisteret. Variablene vi har tatt med er driftsinntekter, årsresultat, sum eiendeler i balansen og næringskode.

Datasettet inneholder totalt 33 376 observasjoner for årene 2004 til 2010. Dette inkluderer alle de ulike landenes eierposter i hvert selskap per år. Dersom man kun

inkluderer største utenlandske eier per selskap, inneholder datasettet 9 534 observasjoner. Heretter er dette datasettet kalt Aksjonærregisteret.

3.3 Variabler fra datasettene

Driftsinntekter, årsresultat, sum eiendeler i balansen og utbytte er deflatert med konsumprisindeksen for det aktuelle året. Når det gjelder utbytte er det viktig å ta hensyn til at vi i SIFON tar utgangspunkt i avsatt utbytte i regnskapet, som ennå ikke er utbetalt, mens vi i Aksjonærregisteret får oppgitt utbetalt utbytte. Vi ønsker å se utbytte i sammenheng med de andre regnskapsvariablene det året utbyttet ble avsatt, altså året før det ble utbetalt. Vi har tatt hensyn til dette ved å forskyve utbyttene ett år tilbake i tid for Aksjonærregisteret. Dette fører til at vi må fjerne 2010, som er det siste året i dataserien, da vi ikke har fått oppgitt utbetalt utbytte i 2011. I praksis må avsatt utbytte godkjennes på generalforsamling. Dette kan føre til at avsatt utbytte kan avvike fra det som faktisk utbetales, men vi finner ingen grunn til å anta at dette skulle føre til systematiske avvik som kan påvirke resultatene våre.

Kildeskatt som er oppgitt i datasettet viser beregnet kildeskatt på utbytte, før en eventuell refusjon. Dette betyr at kildeskatten kan reduseres i ettertid dersom dokumentasjon for refusjon kan fremlegges. Oppgitt kildeskatt i vårt datasett er derfor ikke nødvendigvis lik det faktiske skatteproveny til Norge fra kildeskatt på utbytte.

Som næringskode benyttes femsifrede NACE-koder, som er næringsstandard i SSB. Datasettet vårt inneholder to systemer for NACE-koder, henholdsvis SN2002 og SN2007. Vi bruker seksjoner som er en gruppering av lignende bransjer. Seksjonene i disse to systemene er ikke helt samsvarende. På grunn av dette har vi omgruppert noen av seksjonene til en inndeling med 16 grupper, som dermed kan brukes gjennom hele tidsperioden. Inndelingen er ikke perfekt, men lar oss likevel utnytte informasjonen som finnes i bransjekodingen. Se Tabell 5 i Appendiks for en oversikt over hvordan seksjonene i de ulike systemene er inndelt i nye grupper.

3.4 Kryssjekk av datasettene

På grunn av problemene med å måtte koble to datasett over tid, ønsker vi å foreta en kryssjekk av datasettene for å se om de er samstemte og egnet for analyse. Vi har valgt å

gjøre dette for år 2007, da dataene fra 2004 og 2005 i Aksjonærregisteret er av svært dårlig kvalitet, og fordi 2004 og 2006 har mangelfull data i SIFON. Vi har sjekket antall selskapsobservasjoner i hvert register og fordelingen av selskaper på bransje og alder.

For å kryssjekke antall selskapsobservasjoner har vi valgt å fjerne indirekte eide selskaper i SIFON, da disse ikke er inkludert i aksjonærregisteret. Da inneholder SIFON 7 121 selskapsobservasjoner i 2007. Hvis vi også tar bort de med usikker selskapstype, er antallet observasjoner 6 741. I Aksjonærregisteret er antallet foretak det aktuelle året 6 447, når vi oppskalerer vårt tilfeldige utvalg på 30 % til 100 %. Da vil det altså være registrert 294 selskaper flere i SIFON enn i Aksjonærregisteret.

Ved kryssjekk på bransje er det relativt godt samsvar i de to datasettene. Imidlertid er det noe variasjon innenfor bransjene ”Varehandel, reparasjon av motorvogner” (21 % i Aksjonærregisteret og 32 % i SIFON) og ”Eiendom, faglig og forretningsmessig tjenesteyting” (40 % i Aksjonærregisteret og 32 % i SIFON). En oversikt finnes i Tabell 6 i Appendiks. En kryssjekk på andelen selskaper i ulike aldersgrupper gir heller ingen perfekt match, selv om begge datasettene viser samme mønster med størst andeler i de yngre aldersgruppene. Kryssjekk for aldersgrupper er presentert i Tabell 7 i Appendiks.

En sammenligning av summert utbytte for 2007 gir ca. 176 milliarder NOK i Aksjonærregisteret, mot ca. 116 milliarder NOK i SIFON. Datasettet vi bruker fra og med 2004 har da altså et høyere summert utbytte enn det vi bruker før 2004. Dette bør tas hensyn til i tolkningen av resultatene.

Alt i alt er det et visst samsvar mellom datasettene, men fortsatt med betydelige avvik. Noe av dette kan skyldes at Aksjonærregisteret kun er et 30 % tilfeldig utvalg av selskaper som har hatt utenlandske eierandeler i ett av datasettets år, og dette kan gjøre kryssjekken unøyaktig og noen tilfeldige observasjoner kan gi store utslag. Dette reflekterer også en svakhet ved analysen generelt.

Videre vil vi bruke datasettene i den deskriptive statistikken og i regresjonsanalysen, og vi vil da ta hensyn til disse svakhetene i tolkningen av resultatene.

4. Deskriptiv statistikk

Den deskriptive statistikken kan gi et bilde på hvordan utbyttene har utviklet seg i løpet av tidsperioden vi studerer, og dermed gi et inntrykk av hva vi kan forvente av resultater. I dette kapittelet vil vi først beskrive utviklingen i aggregerte regnskapsvariabler og utbytte. Deretter ser vi på utbyttebetaling fordelt etter region, bransje og alder, før vi til slutt viser utviklingen i kildeskatt og utenlandsk eierskap og investeringer.

For å utarbeide den deskriptive statistikken, konsentrerer vi oss om Aksjonærregisteret, samt aggregerte tall hentet fra SSBs statistikkbank. Årsaken til at vi ikke inkluderer årene med SIFON-tall er at vi ikke får oppgitt alle eierandeler for hvert land i hvert selskap i SIFON-settet, kun største utenlandske eierpost. I tillegg har vi ikke informasjon om betalt kildeskatt i SIFON-settet, og vi får dermed ikke informasjon om fordelingen mellom utbytte og kildeskatt mellom EØS og ikke-EØS. Vi vil imidlertid utvide med SIFON-settet der det er mulig. Dette gjelder Figur 6 som viser andel utbyttebetalende selskaper etter eierregion og Figur 7 som viser gjennomsnittlig utbytteandel etter eierregion. Som nevnt tidligere er ikke dataene fra årene 2004 og 2005 av særlig god kvalitet, og resultatene fra disse årene må tolkes med forsiktighet.

4.1 Aggregerte regnskapsvariabler og utbytte

Her viser vi utviklingen i regnskapsvariablene i våre data, her hentet ut fra Statistisk Sentralbyrå, aggregert for alle norske selskaper.

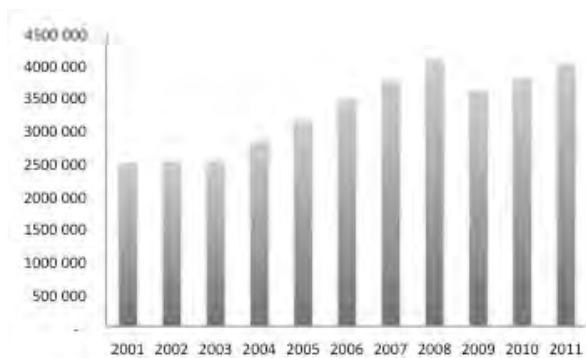
Driftsinntekter og årsresultat

I Figur 2 ser vi de aggregerte driftsinntektene til norske aksjeselskaper viser en jevn oppgang fra 2001 til 2008. Deretter inntreffer konjunkturedgangen i forbindelse med finanskrisen og vi får en nedgang i 2009. Mellom 2009 og 2011 økte igjen de aggregerte driftsinntektene.

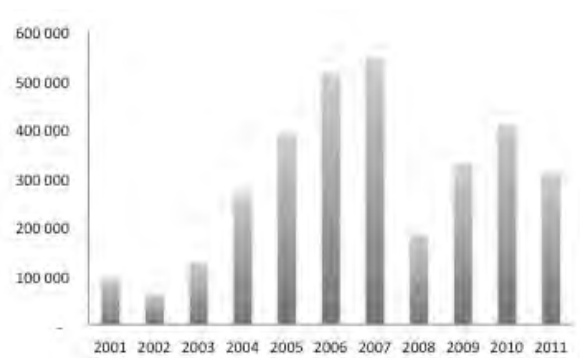
Aggregert årsresultat som vist i Figur 3, ser ut til å være mer konjunkturavhengig og varierende enn driftsinntektene. Økningen frem til og med 2007 er sterkere, men fallet i 2008 er også desto større. Som nevnt i teoridelen er datterselskapets inntjening en av faktorene som bestemmer utbyttebetalingene til utenlandske morselskap, i følge Desai et al. (2006).

Derfor kan det tenkes at dette vil være av betydning for utbyttepolitikken til selskapene, noe som bør tas hensyn til i den økonometriske undersøkelsen av effekten av skattereformen.

Figur 2: Driftsinntekter, MNOK, aggregert i Norge. Faste 2005-priser



Figur 3: Årsresultat, MNOK, aggregert i Norge. Faste 2005-priser

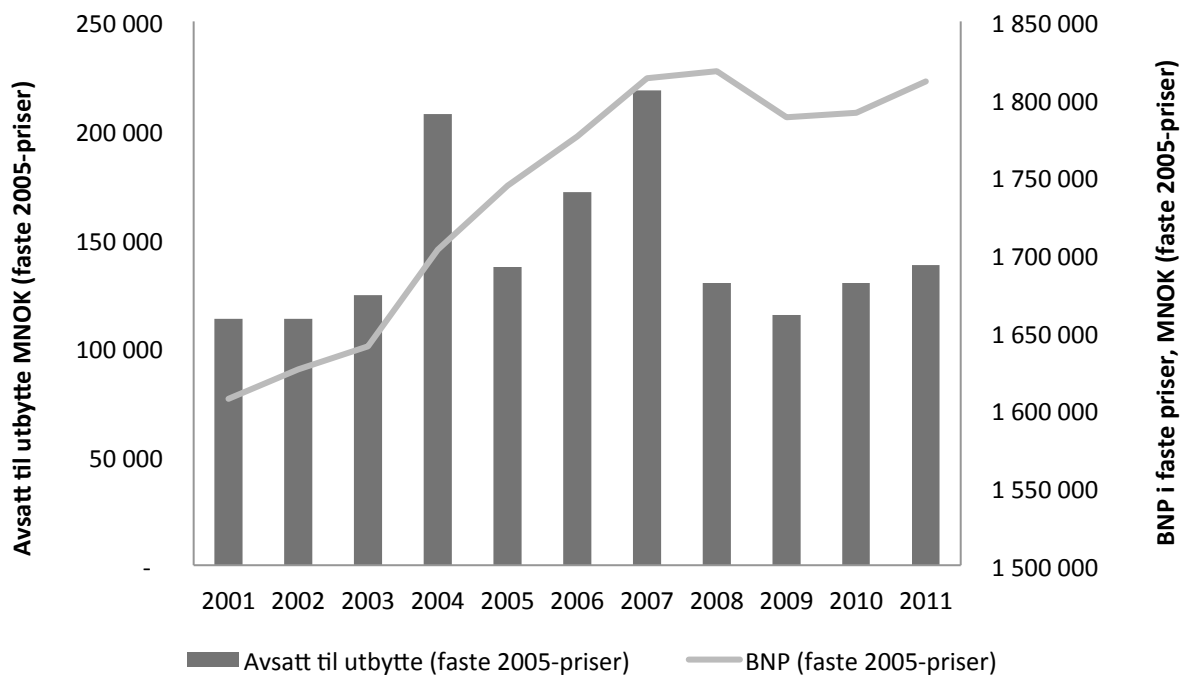


Kilde: Publisert statistikk på ssb.no

Avsatt til utbytte

Aggregert avsatt utbytte i regnskapet er også hentet fra regnskapsstatistikken til SSB. Utviklingen vises i Figur 4. Vi ser en sterk økning fra 2003 til 2004, noe som stemmer godt overens med at det var da endringene i utbytteskatt ble vedtatt, og da vinduet for skattefri utbetaling til personlige aksjonærer samtidig med fritaksmetoden åpnet seg. Det store avsatte utbyttet i 2007 og det påfølgende drastiske fallet kan henge sammen med konjunkturutviklingen på det aktuelle tidspunktet, men det kan også tenkes at det har vært andre faktorer som har spilt inn.

Figur 4: Aggregert avsatt utbytte for norske ikke-finansielle aksjeselskaper sammenstilt med BNP i faste 2005-priser



Kilde: Publisert statistikk på ssb.no

4.2 Utbytter fordelt etter region

Avsatte utbytter fordelt mellom eiere i EØS og utenfor EØS

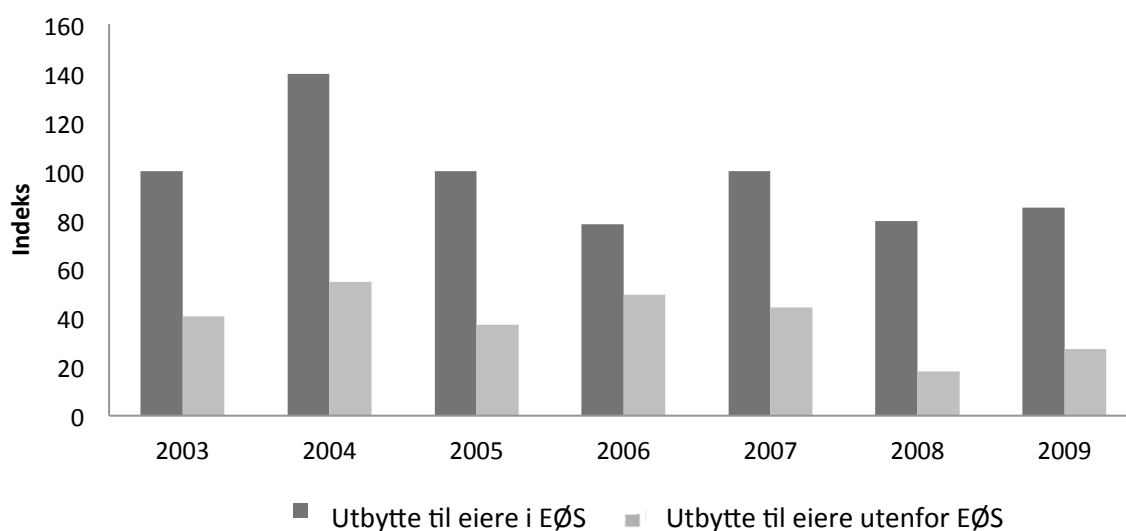
Det er også interessant å se på utbyttebetalingene i norske aksjeselskaper fordelt på aksjonærer i EØS og utenfor EØS. Figur 5 er basert på data fra Aksjonærregisteret og viser utviklingen i avsatt utbytte til eiere i land tilhørende henholdsvis EØS-gruppen og ikke-EØS-gruppen. På grunn av et økende antall observasjoner over tid i dette datasettet er tallene oppskalert til antallet observasjoner i 2009 for å gjøre årene mest mulig sammenlignbare. Siden det i tillegg bare er et 30 % utvalg, ville ikke tallene i kroner vært spesielt betydningsfulle, og vi presenterer derfor kun en indeksert graf for å vise utviklingen over tid og forholdet mellom EØS-gruppen og ikke-EØS-gruppen.

I Figur 5 er det tydelig at aksjonærer fra EØS-land mottar mer utbytte enn aksjonærer fra land utenfor EØS. Det er en økning i avsatte utbytter fra 2003 til 2004 for begge gruppene. Økningen er noe større for EØS-eierne enn ikke-EØS-eierne. Forskjellen er likevel ikke svært markant, og kan også ha sammenheng med andre faktorer, som økt eierskap fra EØS-land eller at flere land har blitt medlem i EØS. Derfor er det ønskelig å

gjøre økonometriske analyser som kan kontrollere for slike effekter for å se om endringen er signifikant og kan ha sammenheng med reformen i 2004.

I dataene er det hovedsakelig de samme landene som over tid mottar mest utbytte fra Norge. Fra år 2003 til 2009 er det eiere fra Storbritannia og USA som har mottatt mest i utbytte fra norske aksjeselskaper. Kypros mottok ikke noe utbytte før år 2007 i vårt datasett, men var i år 2010 på tredjeplass for størst mottatt utbytte. I tillegg mottar også Belgia, Danmark, Frankrike, Luxembourg og Sverige noen av de største utbyttebeløpene hvert år.

Figur 5: Avsatt utbytte fordelt på region, indeksert slik at utbytte fra EØS i 2004=100



Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

Andel utbyttebetalende selskaper over tid etter eierregion

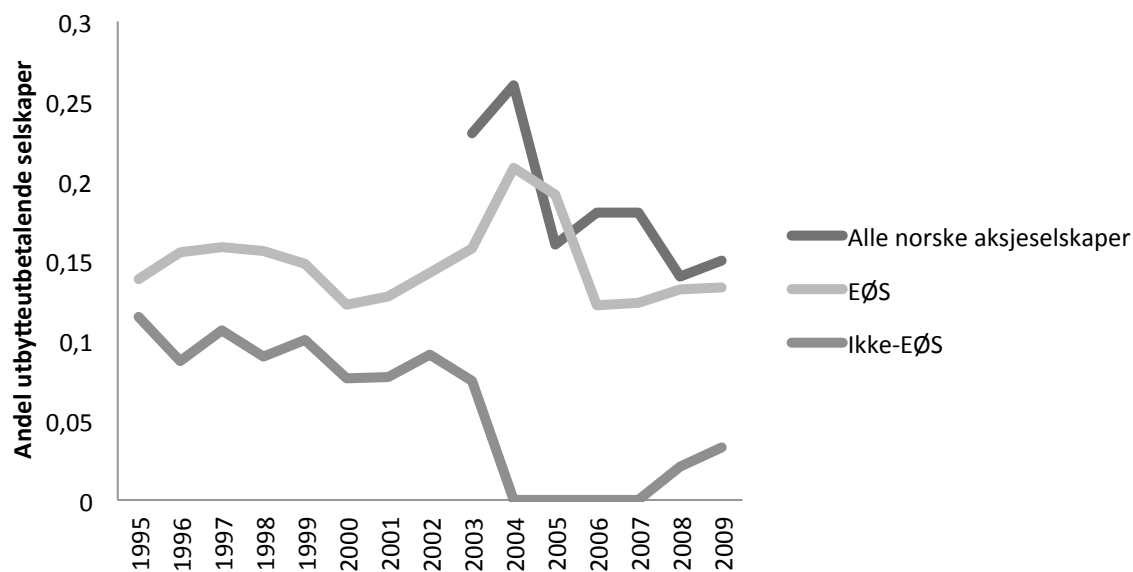
Figur 6 sammenligner andelen utbyttebetalende selskaper blant norske aksjeselskaper generelt og norske aksjeselskaper som er eid fra henholdsvis EØS og andre utenlandske land. Det aktuelle året er det året utbyttet ble avsatt, altså året før det ble utbetalt. For norske selskaper generelt er beregningene basert på et 5 % utvalg av alle norske aksjeselskaper i perioden. Her har vi bare tilgjengelig data fra og med 2003 fordi Aksjonærregisteret ikke går lenger tilbake i tid. For EØS- og ikke-EØS-gruppen er beregningene basert på et 30 % utvalg av alle norske aksjeselskaper med utenlandske aksjonærer i perioden, og med stabilt eierskap på minst 60 % fra den aktuelle gruppen. Selskaper eid fra EØS-land med manglende koding i SIFON er sortert ut.

Gjennomsnittlig andel selskaper som utbetaler utbytte i perioden mellom 2003 og 2009 var 19 % for norske aksjeselskaper generelt. Gjennomsnittlig andel i perioden mellom 1995 og 2009 var 14 % for EØS-gruppen og 7 % for ikke-EØS-gruppen. Generelt tyder grafen på at det er en større andel selskaper eid fra EØS som utbetaler utbytte enn for selskaper i ikke-EØS-gruppen. Nivået for norske aksjeselskaper generelt ser ut til å kunne ligge enda høyere enn dette igjen.

De skarpe endringene i grafene for EØS og ikke-EØS i 2004 kan skyldes sammenkoblingen av to forskjellige datasett, der vi bruker Aksjonærregisteret fra og med 2004. De første årene i Aksjonærregisteret har betydelig færre observasjoner enn datasettet ellers, og er av dårlig kvalitet. En økning i andel utbyttebetalende selskaper i EØS-gruppen i 2004 er det man kunne forvente etter en reduksjon i skattesatsene for utbytte til disse landene. Imidlertid ser vi samme år ser en drastisk endring også for selskapene i ikke-EØS-gruppen. Dersom det ikke skjedde noen andre hendelser på samme tidspunkt som skulle tilsi at andel utbyttebetalende selskaper i ikke-EØS-gruppen ble redusert, kan det indikere at det her er datasettet som skaper bruddet, uten at det kan fastslås med sikkerhet. Det understrekes også at det spesielt i årene 2004 og 2005 er helt ned i 7 observasjoner per år i ikke-EØS-gruppen, noe som gjør det svært usikkert å tolke slike deskriptive grafer.

For norske aksjeselskaper generelt viser grafen en relativt høy andel utbyttebetalende selskaper i 2003 og 2004, etterfulgt av en drastisk nedgang i avsetningene i 2005 for utbetaling i 2006, da 28 % skatt på aksjeutbytter til personlige aksjonærer ble innført i Norge. Det relativt høye nivået før 2006 i forhold til senere kan skyldes timingeffekten i forbindelse med skattereformen, som dokumentert av Alstadsæter og Fjærli (2008). I følge disse startet utbyttene å øke allerede i 2001, da det ble annonsert en mulig skattereform. Mest sannsynlig ville andelen utbyttebetalende selskaper i årene rett før 2006 ikke ville vært like høyt dersom reformen ikke hadde funnet sted. Nivået etter 2006 er derfor trolig noe lavere enn det ville vært uten reformen. En del av utbyttene ble i stedet tatt ut på forhånd og skutt inn som ny egenkapital, som senere kan tas ut skattefritt. Dette gjelder kun for norske personlige aksjonærer, men fenomenet illustrerer hvordan en timingeffekt potensielt kan skape en sterkere endring akkurat i årene rett før og rett etter en reform, uten at dette trenger å være varig. Hvis aksjonærene fra EØS hadde forutsett reformen, og dermed hadde hatt insentiv til å utsette utbyttebetalinger til etter 2004, kunne en forvente en nedgang i utbytter i årene før reformen. Dataene viser imidlertid en økning i andel utbyttebetalende selskaper, og også i gjennomsnittlig utbytteandel for selskapene som er eid fra EØS, som vist senere i Figur 7. Dette taler altså ikke for en sterk timingeffekt som kunne forsterket resultatene.

Figur 6: Andel utbyttebetalende selskaper etter eierregion, for selskaper med stabilt eierskap på minst 60 %



Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

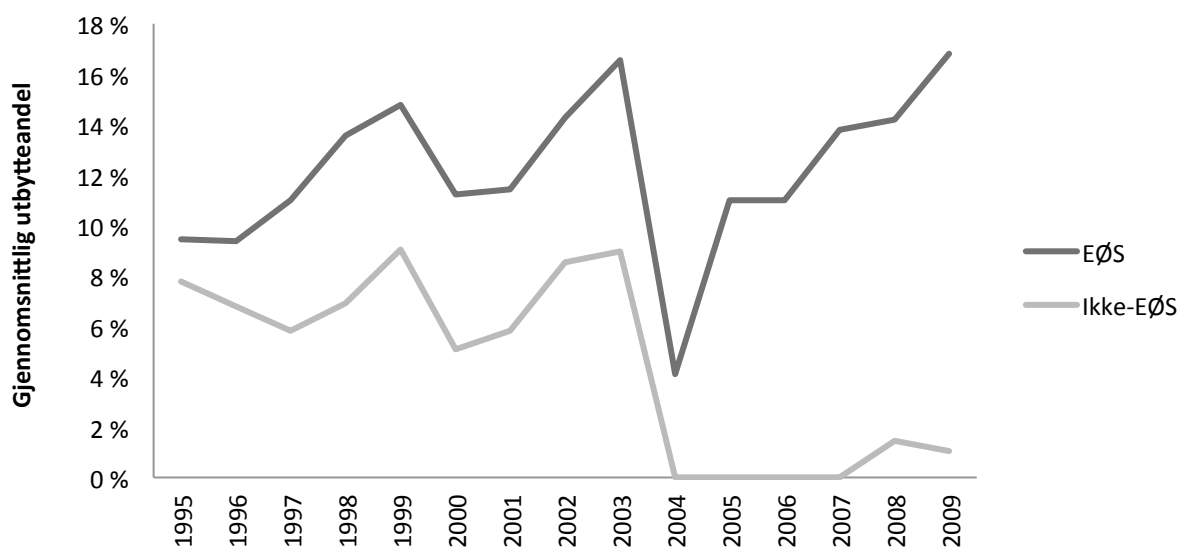
Gjennomsnittlig utbytteandel over tid etter eierregion

Figur 7 viser utviklingen i gjennomsnittlig utbytteandel over tid for selskapene i henholdsvis EØS- og ikke-EØS-gruppen. Utbytteandel er målt som avsatt utbytte delt på årsresultat. Her er 5 % av de største observasjonene, slik at maksimal utbytteandel er 415 %. Tilsvarende er alle observasjoner under -415 % fjernet. Dette er gjort for å redusere effekten av svært ekstreme observasjoner.

Gjennomsnittlig utbytteandel i perioden mellom 1995 og 2009 for alle observasjonene i de to gruppene samlet var 12 %. Gjennomsnittet i EØS-gruppen var 13 %, og 7 % for ikke-EØS-gruppen. Dette samsvarer med at en høyere andel av selskapene i EØS-gruppen utbetaler utbytte enn i ikke-EØS-gruppen. Også her vises et skarpt skille i 2004. I motsetning til for andel selskaper som betaler utbytte, faller gjennomsnittlig utbytteandel for både EØS-gruppen og ikke-EØS-gruppen i 2004. Det kan se ut til at utbytteandelen har økt for selskapene i EØS-gruppen fra 1995 til 2009, mens den har falt for ikke-EØS-gruppen. Det kan imidlertid heller ikke her utelukkes forskjeller som skyldes datasettene. Grafen viser også en nedgang i gjennomsnittlig utbytteandel i 2000 og 2001 som kan ha hatt sammenheng med nedgangskonjunktur. For finanskrisen i 2008-2009 synes umiddelbart ikke noen lignende effekt. Forskjellen kan ha sammenheng med at nedgangskonjunktorene har hatt forskjellig effekt på ulike regioner, med påfølgende ulike insentiver for å kanalisere likvider

til morselskapet eller beholde dem i datterselskapet. Også denne grafen lider under et dårlig datasett som gjør det vanskelig å tolke den kraftige endringen i 2004.

Figur 7: Gjennomsnittlig utbytteandel etter eierregion for selskaper med stabilt eierskap på minst 60 %. Etter fjerning av ekstreme observasjoner



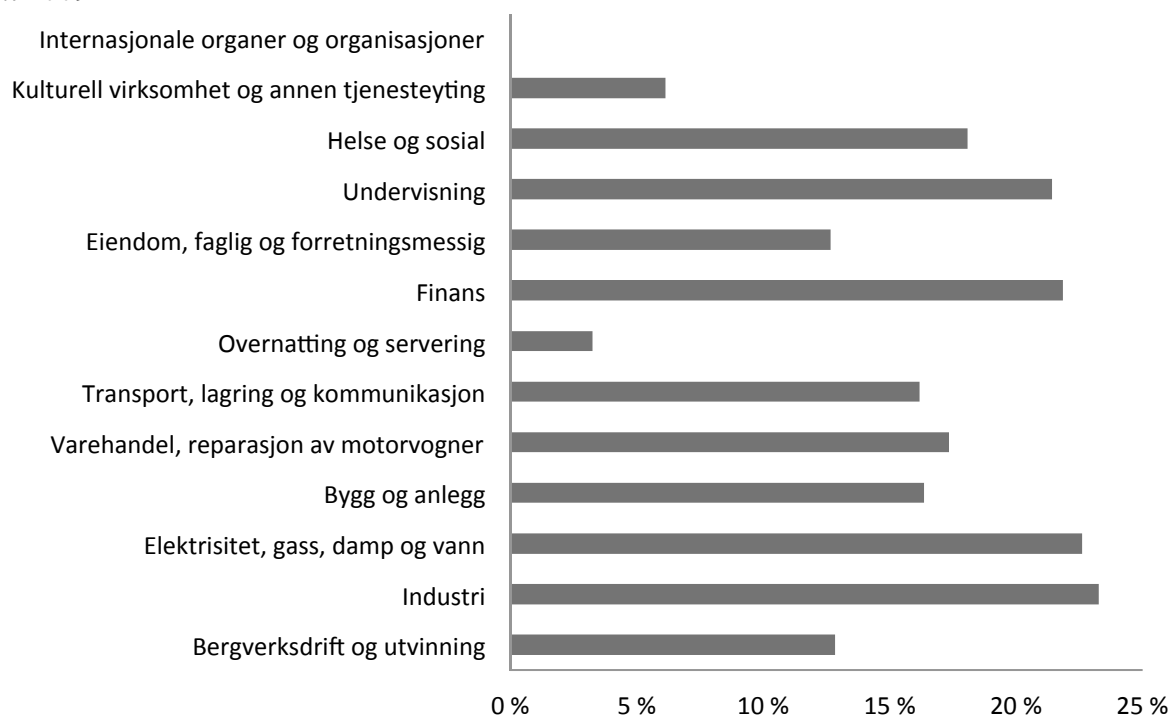
Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret og SIFON

4.3 Utbytter i ulike bransjer

Andel utbyttebetalende selskaper fordelt etter bransje

Figur 8 viser gjennomsnittlig andel selskaper som avsatte utbytte i 2003-2009, fordelt på bransje. Oversikt over bransjeinndelingen finnes i Tabell 5 i Appendiks. Det er relativt stor variasjon mellom bransjene. Høyest andel utbyttebetalende selskaper finner vi innen bransjene «Elektrisitet, gass, damp og vann» og «Industri». De laveste andelenene er innen «Overnatting og servering» og «Kulturell virksomhet og annen tjenesteyting». For «Internasjonale organer og organisasjoner» finnes ingen observasjoner i vårt datasett.

Figur 8: Andel utbyttebetalende selskaper etter bransje for hele utvalget i perioden 2003 til 2009



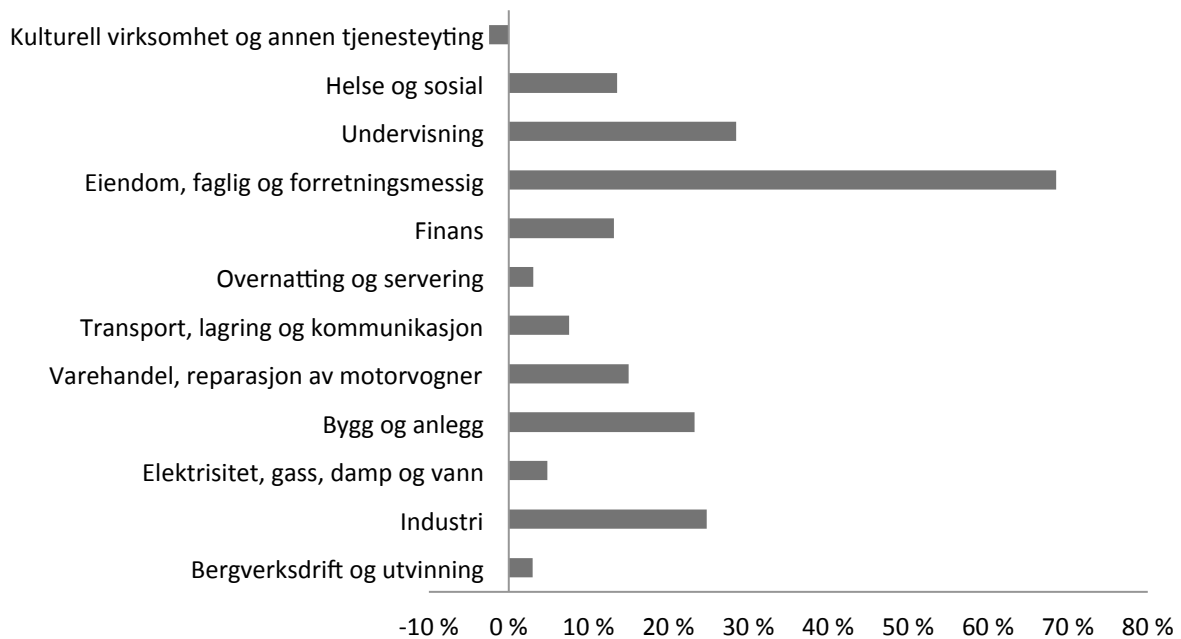
Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

Utbytteandel i ulike bransjer

I tillegg til andel utbyttebetalende selskaper er det interessant å se på ulike bransjers gjennomsnittlige utbytteandel. Ved beregning av utbytteandelen for alle selskaper og alle år, finner vi som nevnt en gjennomsnittlig utbytteandel på 12 %, men utbyttepolitikken er imidlertid svært varierende for de ulike bransjene. Figur 9 viser utbytteandelen i ulike bransjer i datasettet fra Aksjonærregisteret som gjennomsnitt for alle år. Her varierer utbytteandelen fra -2 % for selskaper innen «Kulturell virksomhet og annen tjenesteyting» til 69 % for selskaper innenfor «Eiendom, faglig og forretningsmessig tjenesteyting». «Undervisning» er bransjen med nest høyest utbytteandel og har til sammenligning en utbytteandel på 28 %.

På grunn av tydelige bransjeforskjeller kan bransjedummyer være relevante kontrollvariabler i den økonometriske analysen. Dersom det investeres i ulike bransjer fra EØS og ikke-EØS kan det dermed kontrolleres for.

Figur 9: Gjennomsnittlig utbytteandel etter bransje for hele utvalget i perioden 2004 til 2009.



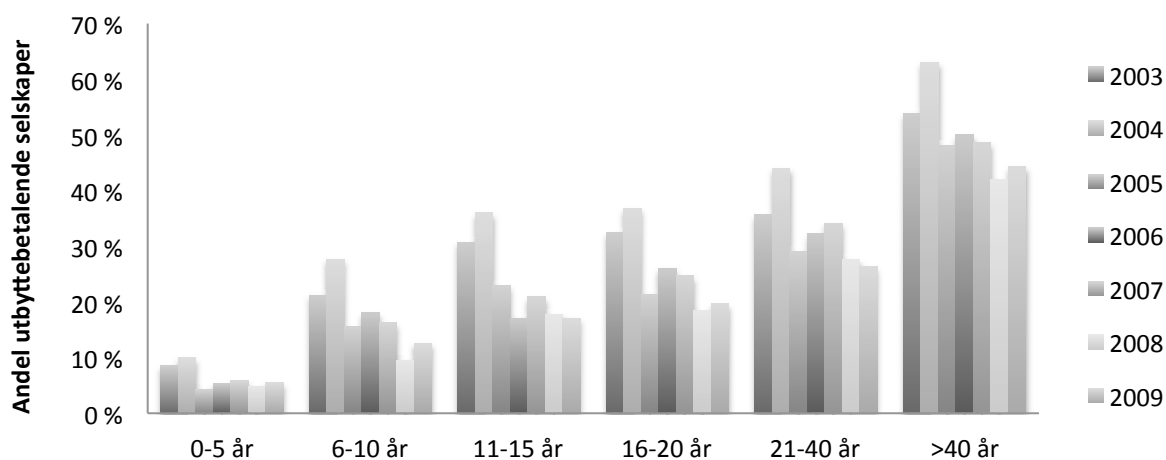
Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

4.4 Utbytter i ulike aldersgrupper

Andel utbyttebetalende selskaper fordelt på alder over tid

Denne statistikken tar utgangspunkt i alle norske aksjeselskaper med utenlandske eierposter, og måler andelen av selskapene innenfor hver alderskategori som har avsatt utbytte, se Figur 10. Det er en klar tendens til at jo eldre selskapet er, jo større andel utbetaler utbytte. Trenden stemmer godt overens med maturitetshypotesen, og indikerer at alder kan være en nyttig kontrollvariabel i senere analyser. Innenfor hver kategori er det også en klar trend mot færre utbyttebetalende selskaper over tid. Dette er konsistent med resultatene Fama og French (2001) fant for amerikanske selskaper.

Figur 10: Andel utbyttebetalende selskaper fordelt på selskapets alder for perioden 2003 til 2009



Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

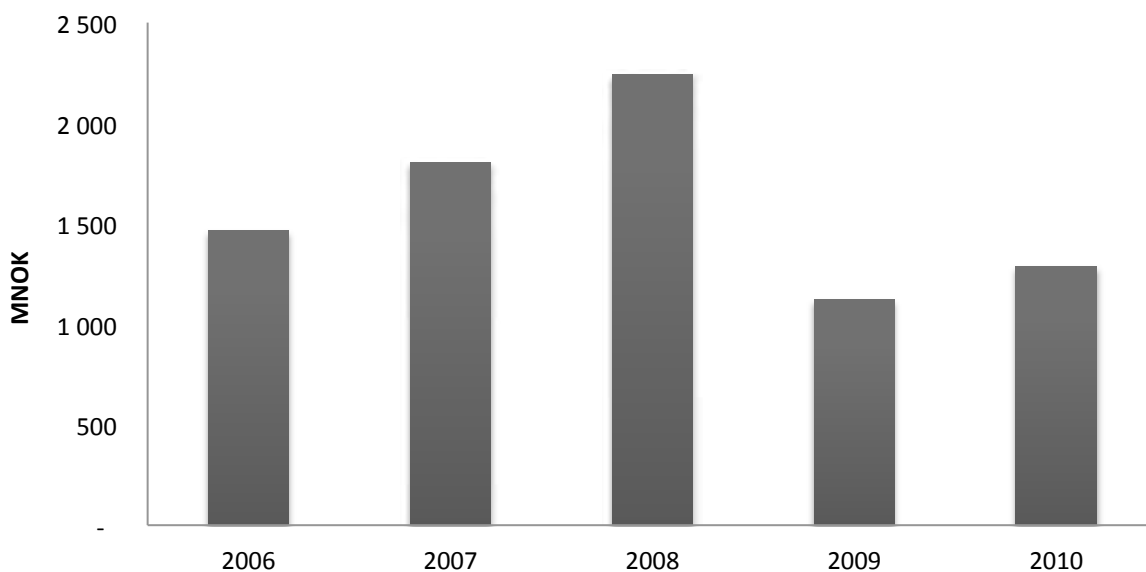
4.5 Kildeskatt

Aggregert kildeskatt

Samlet beregnet kildeskatt i femårsperioden mellom 2006 og 2010 var på rundt 7,9 milliarder norske kroner, altså et gjennomsnitt på rundt 1,6 milliarder norske kroner per år. Data fra 2004 og 2005 er trolig svært underrapportert for denne variabelen, slik at vi kun velger å ta dem med i en bearbeidet, indeksert graf senere.

Vi ser av Figur 11 at det er en jevn økning i aggregert beregnet kildeskatt frem til og med 2008. Det er usikkert om dette også reflekterer mer komplette data, eller om det er en reell utvikling. Beregnet kildeskatt ble imidlertid halvert mellom 2008 og 2009, for deretter å øke svakt fra 2009 til 2010. Det er naturlig å anta at dette kan henge sammen med finanskrisen og de lavere utbyttebetalingene som er beskrevet tidligere.

Figur 11: Aggregert kildeskatt på utbytte beregnet av Skatteetaten, før refusjon

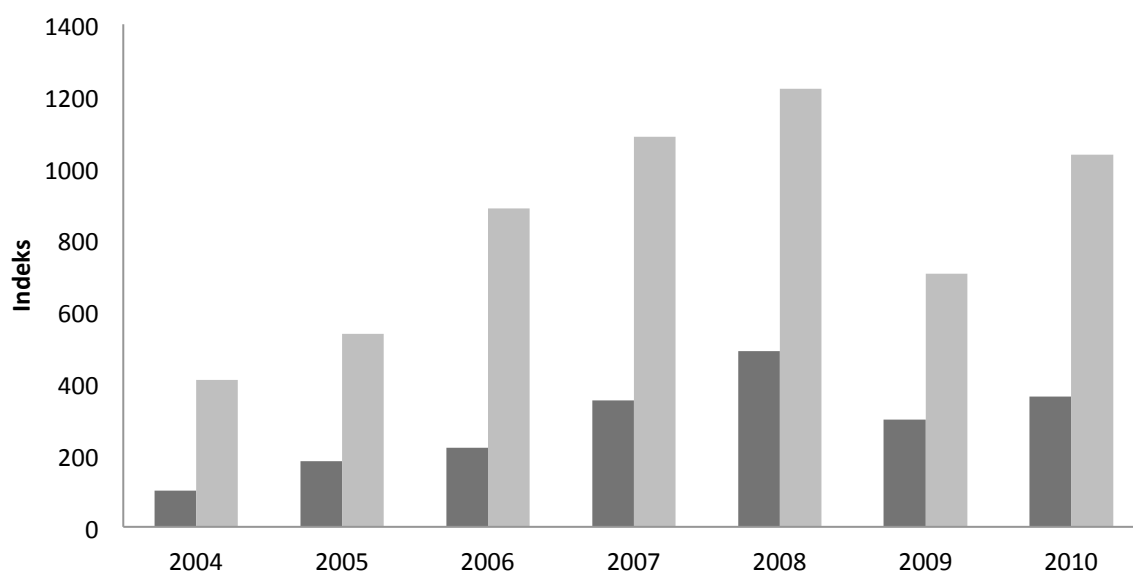


Kilde: Aksjonærregisteret

Kildeskatt fordelt på region

På grunn av at datautvalget vårt er et tilfeldig utvalg selskaper, kan vi ikke si sikkert hvor mye aggregert kildeskatt i norske kroner eiere fra henholdsvis EØS og utenfor EØS har fått beregnet. De aggregerte tallene fra SSB er ikke mulige å splitte opp. Imidlertid illustrerer vi den forholdsmessige fordelingen mellom kildeskatt betalt av eiere fra EØS og utenfor EØS, og vi kan se på utviklingen over tid, med utgangspunkt i utvalget vi har. I Figur 12 ser vi at eiere fra EØS står for størstedelen av den betalte kildeskatten på utbytte, og at de to følger en relativt lignende utvikling over tid. Det er en stigning i beregnet kildeskatt frem til 2008. Dette kan også ha sammenheng med stadig bedre rapportering i Aksjonærregisteret. Nedgangen i 2009 kan ha hatt sammenheng med nedgangskonjunktur og lavere utbetalte utbytter.

Figur 12: Utvikling i kildeskatt på utbytte etter region, beregnet av Skatteetaten, før refusjon. Indeksert med kildeskatt for ikke-EØS=100 i 2005

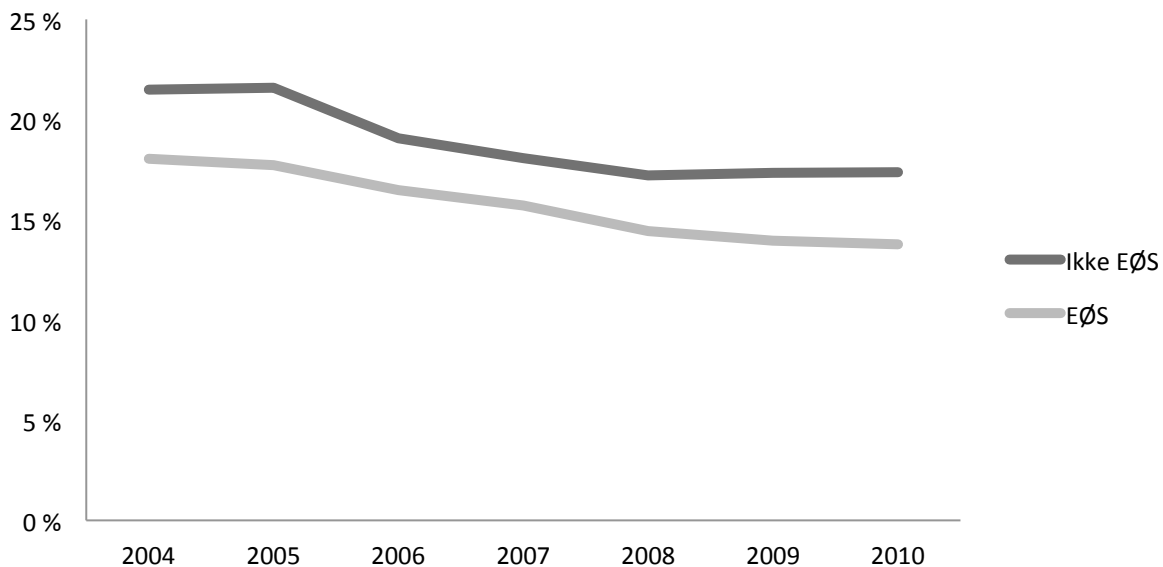


Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

Kildeskatt som andel av utbytte

Innenfor gruppen eiere fra EØS og utenfor EØS finnes det en rekke ulike kildeskattesatser. Dette avhenger av land, skatteavtale og type aksjonær. Figur 13 viser at gjennomsnittlig sats er høyere for eiere utenfor EØS enn for eiere innenfor EØS. Gjennomsnittlig sats er også synkende over tid. Dette kan komme av en endret komposisjon av utbyttebetalende selskaper og deres aksjonærer eller endringer i lovverk og skatteavtaler. Noen grunner til synkende sats kan for eksempel være økende andel utbytter til multinasjonale selskaper med høye eierandeler. Disse står overfor lavere satser i følge skatteavtalene. Det kan også ha sammenheng med mer utbytte til selskapsaksjonærer i forhold til personlige aksjonærer. Selskapsaksjonærer har som regel lavere satser i følge skatteavtalene eller kommer inn under fritaksmetoden i følge EØS-regelverket.

Figur 13: Gjennomsnittlig kildeskatt delt på utbetalt utbytte etter region for perioden 2004-2010



Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

4.6 Utenlandsk eierskap og investeringer

Når kildeskattesatsen på utbytte for internasjonale aksjeeiere reduseres, kan det føre til at utenlandske investorer ser på norske aksjer som mer attraktive enn tidligere. Imidlertid er økt internasjonalisering en trend som gjelder over hele verden. I teoridelen om utenlandske direkteinvesteringer beskrev vi at direkteinvesteringene fra EØS har økt mer enn fra land utenfor EØS i årene etter 2004 (se Figur 1), og det er derfor interessant å se på utviklingen i eierandelene i årene etter skattereformen. Desai og Dharmapala (2008) fant at ved en reduksjon i utbytteskatten for amerikanske aksjeeiere, økte amerikanske investeringer signifikant i land hvor reduksjonen var gjeldende, i forhold til i land skattereduksjonen ikke gjaldt for. Den deskriptive statistikken i dette avsnittet illustrerer utviklingen i Norge mellom 2004 og 2010.

Ved beregning av eierandeler har vi tatt hensyn til alle eierandeler, både porteføljeinvesteringer og direkteinvesteringer. Alle eierandeler i et selskap blir summert ut i fra hvilken region landet tilhører. Eierandelene blir vektet ut fra selskapets balanseverdi, slik at eierandeler fra et lite selskap vil ha mindre å si på den totale eierandelen enn for et større

selskap. For å sjekke om vektingen virker fornuftig har vi også vektet ut fra selskapenes driftsinntekter. Disse beregningene viser de samme trendene.

Eierandeler fordelt på norske og utenlandske aksjeeiere

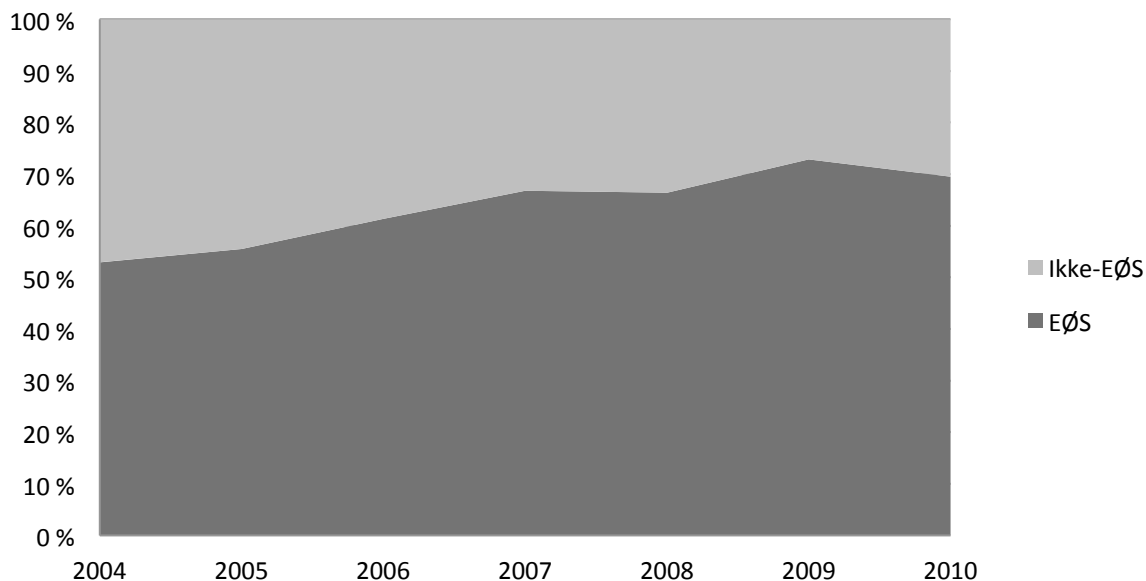
For å beregne eierandelene fordelt på norske og utenlandske aksjonærer, benytter vi et datasett som gjelder for et tilfeldig utvalg på 5 % av alle norske aksjeselskaper. Norske aksjonærers eierandel har holdt seg relativt stabil over hele perioden, og har variert mellom 88 % i 2007 og 92 % i 2004. I 2010 var den norske eierandelen oppe på 91 % igjen. Imidlertid er som nevnt dataene fra år 2004 og 2005 usikre.

Eierandeler fordelt på aksjeeiere fra EØS og utenfor EØS

I tillegg til å sammenligne utviklingen i eierskap fra Norge og utlandet, er det også interessant å se på fordelingen mellom EØS og ikke-EØS. Eierskapet fra ikke-EØS domineres av amerikanske aksjonærer. I Figur 14 ser vi at eierandelen fra EØS økte i forhold til fra ikke-EØS gjennom perioden, og i 2010 var eierskapet fra EØS klart størst. Det kunne vært interessant om denne utviklingen ble påvirket av skattereformen, men dette er ikke noe vi kan svare på med vårt datagrunnlag. Mellom år 2004 og 2010 ble EØS også utvidet én gang, da Bulgaria og Romania ble medlem av EU i 2007. I datasettet fra Aksjonærregisteret har Romania og Bulgaria kun eierposter i seks forskjellige selskaper, der de har svært små eierposter for hvert selskap. Det er derfor lite trolig at den økte eierandelen fra EØS skyldes utvidelsen av EØS.

Det er fremdeles viktig å huske på at dataene fra 2004 og 2005 er usikre, og de egentlige eierandelene disse årene kan være annerledes enn det de fremstår som i vårt datasett. Det er likevel tydelig at investorer fra EØS-land står for en større andel av investeringer i Norge enn aksjonærer fra andre land utenfor EØS.

Figur 14: Utvikling i eierandeler for utenlandske aksjonærer etter region for perioden 2004-2010



Kilde: Egne beregninger basert på data fra Aksjonærregisteret

Aggregerte utenlandske direkteinvesteringer (UDI) i Norge

Det kunne vært interessant med deskriptiv statistikk for aggregerte i UDI i Norge for å sammenligne med våre undersøkelser om utbyttepolitikk etter skattereformen. Dersom UDI hadde økt betraktelig mer fra land i EØS etter reformen kunne det vært et tegn på at aksjonærer i EØS hadde opplevd Norge som et mer gunstig land å investere i på grunn av skattereduksjonen. Aggregerte tall fra SSB deler strømningsvariabler for UDI inn i henholdsvis innskutt egenkapital, reinvestert fortjeneste og netto lånefordringer. Dette kunne vært brukt som indikasjon på utviklingen i henholdsvis internt og eksternt finansierte investeringer, som er sentralt i skillet mellom «The new view» og «The old view». Grafene er vist i Figur 15-17 i Appendiks. Dessverre er de aggregerte tallene fra SSB svært volatile og uten klare trender. Kvaliteten på data er i følge SSB heller ikke særlig god (SSB, 2012c), og det er dermed begrenset hvor mye vi kan tolke ut fra grafene.

4.7 Oppsummering av deskriptiv analyse

Den deskriptive statistikken viser at selskapenes utbyttepolitikk ser ut til å avhenge av hvilken region selskapet er eid fra. Både gjennomsnittlig utbytteandel og andel utbyttebetalende selskaper er høyere for selskaper i EØS-gruppen enn for ikke-EØS-gruppen for alle årene. Ut fra de deskriptive statistikkene er det vanskelig å se om forskjellen mellom utbyttepolitikken i de to regionene endret seg etter reformen. En regresjonsanalyse kan kanskje vise dette bedre.

Det kan se ut som at både bransje, alder og år kan være nyttig å ha med som kontrollvariabler i den videre analysen på grunn av relativt stor variasjon mellom de ulike gruppene. I tillegg ser vi at utbetalte utbytter til en viss grad ser ut til å følge konjunktursvingningene, uten at det er et helt klart mønster for de utenlandskeide selskapene. Timingeffekten for de norskeide selskapene ser sterk ut, men vi finner ingen indikasjoner på en lignende timingeffekt for de EØS-eide selskapene. Det er også en fallende trend i utbytteandel for alle aldersgrupper.

Den deskriptive statistikken tydeliggjør også problemet med det begrensede datasettet. Spesielt problematisk er det at vi ikke har noen selskaper som er eid fra land utenfor EØS som utbetaler utbytte i årene 2004 til 2007. Det er derfor viktig å være varsom med tolkningen av figurene, da noen få, tilfeldige observasjoner kan gi store utslag i grafene. Disse problemene vil også gjelde for regresjonsanalysen, noe vi kommer tilbake til.

5. Metode

I teoridelen gikk vi inn på hva som påvirker selskapers utbyttepolitikk i følge ulike teorier og empiriske undersøkelser. Den deskriptive statistikken viser tegn på at det er forskjeller i utbyttepolitikken mellom land i og utenfor EØS. Vi ønsker å teste om endringen i kildeskatt på utbytte i 2004 kan ha hatt en effekt på utbyttepolitikken i selskaper eid fra EØS. I tillegg vil vi også undersøke hvilke andre faktorer som kan ha påvirkning på utbyttepolitikk i de utenlandske selskapene. I denne delen av oppgaven vil vi utforme en hypotese på bakgrunn av teorien som er beskrevet tidligere, og deretter beskrive hva slags metode vi har benyttet for å undersøke problemstillingen. Til slutt følger resultater og robusthetstester.

5.1 Hypotese

Her klargjøres først hva vi vil betrakte som behandlings- og kontrollgruppe. Deretter oppsummerer vi hvilke effekter vi kan vente av reformen på behandlingsgruppen ut fra de ulike teoriene om utbyttepolitikk. På bakgrunn av dette formulerer vi så en hypotese som senere vil testes med økonometriske metoder.

5.1.1 Presisering av behandlings- og kontrollgruppe

Fra Tabell 1 ser vi at innenfor EØS er det kun selskapsaksjonærer og ikke personlige aksjonærer som opplevde en endring etter at skattereformen ble iverksatt. En svakhet ved vårt datasett er at vi ikke har mulighet til å skille mellom selskapsaksjonærer og personlige aksjonærer for de utenlandske aksjonærene. Imidlertid har personlige aksjonærer fra EØS ikke opplevd noen endring, slik at aksjonærene fra EØS i sum har fått lavere kildeskatt på utbytte. Aksjonærer utenfor EØS har ikke blitt påvirket av reformen, og disse landene fungerer derfor som en kontrollgruppe.

For å gjøre undersøkelsene mer stabile, er det noen land vi har valgt å ikke inkludere i utvalget. Dette gjelder land som mangler spesifisering i SIFON og nye medlemsland i EØS i perioden, og forklares under avsnittet om metodevalg. En oversikt over de aktuelle landene finnes i Tabell 4 i Appendiks. Norge hadde skatteavtale med alle EØS-land i vårt datautvalg,

og satsene for disse vises i samme tabell. Vi ser at skattesatsen for selskapsaksjonærer fra EØS i vårt utvalg før reformen varierte mellom 0 % og 15 %. At skattesatsene for noen land var helt ned mot 0 % skyldes at utenlandske aksjonærer i følge skatteavtalene får redusert sine kildeskattesatser ved store eierandeler. Alle inkluderte eierposter i vårt datasett har store eierandeler, slik at disse satsene vil gjelde. At satsene var lave svekker selvsagt effekten av reformen, da den for noen eierland ikke hadde noen reell effekt i det hele tatt.

Tabell 1: Oversikt over kildeskattesatser på utbytte før og etter skatteendringen i 2004 etter region, basert på analysens utvalg

		Før reform	Etter reform
Utvalg av EØS-land	Personlig	15 %	15 %
	Selskap	0-15 %	0 %
Ikke-EØS	Avtale	15 %, men lavere for selskaper med store eierandeler for enkelte land	
	Ikke avtale	25 %	

Kilde: Finansdepartementet (2012)

5.1.2 Teoretisk grunnlag og hypotese

Flere ulike teorier om utbyttepolitikk og deres empiriske støtte er oppsummert i teoridelen. Et utvalg teorier vises i Tabell 2 nedenfor, sammen med ventet effekt på utbyttepolitikken til norske aksjeselskaper eid fra EØS-land etter skattereformen i Norge.

Tabell 2: Oversikt over de mest aktuelle teoriene og tilhørende hypoteser

Teori	Forklaring	Hypotese ved redusert utbytteskatt
«Tax effects»	Høye utbytter reduserer verdien av selskapet på grunn av skattebyrde. Forventer økte utbytter da skattebyrden reduseres	Økte utbytter
Signalisering	Utbytte brukes til å signalisere verdi på tross av skattekostnad. Billigere å signalisere, men svakere signal	Uklar effekt
Agentkostnader	Utbytter brukes til å disiplinere ledelsen. Forventer økte utbytter fordi det blir en relativt billigere måte å redusere agentkostnaden på	Økte utbytter
”The new view”	Utbytteskatten er nøytral overfor utbyttepolitikk i selskaper med intern finansiering	Ingen effekt

Mer utfyllende beskrivelser og sentrale referanser finnes i teoridelen

På den ene siden kan man ut fra teorien om «Tax effects» og agentkostnader forvente økte utbytter for de EØS-eide selskapene som følge av reformen. Etter 2003-reformen i USA økte også utbyttene etter skattereduksjonen. Signaliseringshypotesen gir ingen klare forventninger, og ut fra «The new view» skulle man ikke forvente noen effekt. Desai et al. (2006) fant også at i multinasjonale selskaper er det datterselskapets inntjening, agentproblematikk og morselskapets investeringsmuligheter og finansieringsbehov som er av størst betydning fremfor skattehensyn. Dette kan altså på den andre siden tilsi at en ikke trenger forvente signifikante resultater i noen retning. Basert på teoriene ønsker vi å teste en hypotese om at skatteendringen i 2004 førte til en større økning i utbytter fra de EØS-eide selskapene etter reformen i forhold til selskaper eid fra andre land.

5.2 Metodevalg

Det er blitt gjort lignende tester tidligere for å analysere effekten av skattereformer. Vårt metodevalg er spesielt inspirert av Desai og Dharmapalas (2008) undersøkelse av responser på skatteendringen i USA i 2003 for investeringer i ulike land. Denne undersøkelsen tok for seg responsen i utenlandske porteføljeinvesteringer, men selve metoden lar seg generalisere til å studere endringer i utbyttepolitikk. Vi ønsker ikke bare å se på forskjellen i utbyttepolitikk mellom selskaper eid fra EØS og andre land, men om det ble noen *endring* i denne forskjellen etter reformen. Siden eiere fra andre land ikke ble påvirket av reformen, og dermed kan fungere som en kontrollgruppe, kan vi undersøke om det er grunn til å tro at reformen påvirket utbyttepolitikken i selskapene som er eid fra EØS. For å undersøke dette bruker vi minste kvadraters metode (OLS) og en difference-in-differences-estimator (diff-in-diff). Det er betydelige fordeler med dette i forhold til en enkel analyse av utbytter før og etter reformen for EØS-eide selskaper uten noen kontrollgruppe. Diff-in-diff-estimatoren for effekten av skattereformen på utbyttepolitikken i selskaper i EØS-gruppen blir da:

$$\delta_1 = (\overline{utbytte}_{pre,eos} - \overline{utbytte}_{pre,noneos}) - (\overline{utbytte}_{post,eos} - \overline{utbytte}_{post,noneos}) \quad (1)$$

Der ”pre” står for før reformen og ”post” for etter reformen, ”eos” betyr et norsk aksjeselskap eid fra EØS, og ”noneos” betyr et norsk aksjeselskap eid fra land utenfor EØS. Regresjonen vi bruker for å teste om denne er signifikant er som følger

$$utbytte = \beta_0 + \delta_0 reform + \beta_1 eos + \delta_1 eos * reform + kontrollvariabler + u \quad (2)$$

β_0 er et konstantledd. δ_0 fanger endringer som skjedde for *alle* typer selskaper etter reformen. Denne kontrollerer dermed for andre hendelser som kan ha skjedd samtidig og som kan ha hatt effekt på utbytteandelen. β_1 måler effekten på utbyttet ved å være eid fra EØS fremfor andre land, uavhengig av om det er før eller etter reformen. δ_1 måler effekten av skattereformen på EØS-selskapene, som beskrevet i (1). Kontrollvariablene skal ta hensyn til andre forhold som kan påvirke utbyttepolitikken, og u er et feilledd.

5.2.1 Variabler

Nedenfor følger en kort beskrivelse av de ulike variablene som er benyttet i regresjonen.

Avhengig variabel

Vi ønsker å teste om utbyttepolitikken har endret seg. Det finnes flere mulige mål på utbyttepolitikk, og vi har både benyttet utbytte i kroner og utbytteandel som avhengige variabler. Utbytteandel vil si avsatt utbytte som andel av årsresultat. Valget mellom disse diskuteres mer i detalj senere.

Dummys for EØS, reform og interaksjonsdummy

EØS-dummys skiller mellom selskaper som har et stabilt eierskap på minst 60 % fra vårt utvalg av EØS-land og selskaper som har et stabilt eierskap på minst 60 % fra andre land. For å kunne skille mellom årene før og etter reformen i diff-in-diff-testen har vi generert en dummy for årene etter reformen, det vil si fra 2004-2009. Denne kalles reformdummy. Det er også generert en interaksjonsdummy for observasjoner tilhørende selskaper i EØS-gruppen etter reformen. Det er denne som lar oss undersøke om endringen var forskjellig etter reformen for de to gruppene, og det er koeffisienten på dette interaksjonsleddet som er estimatoren vi bruker til å teste vår hypotese.

Årsdummys

For å kontrollere for makroøkonomiske forhold gjeldende for hvert enkelt år, har vi tatt med en årsdummy per år. Dersom for eksempel finanskrisen har hatt innvirkninger på land over hele verden og dermed kan ha påvirket selskapenes utbyttepolitikk, vil dette bli tatt høyde for i årsdummysene.

Selskapsspesifikke kontrollvariabler

Hvert selskaps mulighet for å kunne utbetale utbytte kan påvirkes av selskapsspesifikke effekter. Ideelt sett hadde det vært ønskelig å benytte paneldata for å kunne inkludere faste effekter, men selskapsspesifikke kontrollvariabler kan til en viss grad bøte på dette. Driftsinntekter, årsresultat, sum eiendeler, bransjekode og stiftelsesår er inkludert for å kontrollere for dette. Årsresultatet kan gi tegn på lønnsomheten, og driftsinntekter og sum

eiendeler sier noe om selskapets type og størrelse. I den deskriptive statistikken har vi også sett at utbyttepolitikk kan være forskjellig mellom ulike bransjer.

I følge maturitetshypotesen kan en forvente at modne selskaper vil utbetale mer utbytte. Dette antydes også for våre data i Figur 10, som vist i den deskriptive statistikken, noe som gjør det naturlig å inkludere alder som kontrollvariabel. Stiftelsesåret blir benyttet til å beregne en aldersvariabel ut i fra det gjeldende året for hver observasjon. Selskapsobservasjonene blir så tildelt en aldersdummy etter hvilken aldersgruppe de tilhører. Vi kan anta at effekten av alder vil kunne avta etter at selskapet har nådd en viss alder. Derfor har vi satt alle selskaper som er eldre enn 40 år innenfor den samme gruppen, men brukt en finere inndeling for de yngre selskapene. Et selskaps alder kan til dels også være tilfeldig, for eksempel på grunn av fusjoner. Vi ser imidlertid ingen grunn til at dette skulle føre til systematiske avvik.

5.2.2 Beskrivelse av behandlings- og kontrollgruppe

I datasettet fra SIFON finnes noen eierposter klassifisert som "Europa ellers", noe som gjør det umulig å avgjøre om posten er eid fra et EØS-land eller ikke. For å unngå dette problemet velger vi å kun inkludere de EØS-landene som har egen kode i SIFON. Vi har derfor sortert ut alle selskaper som går under "Europa ellers" både i det første datasettet basert på SIFON og Brønnøysundregisteret, og i det andre datasettet basert på Aksjonærregisteret og Næringsoppgaven. Landene som ekskluderes fra utvalget er en blanding av land som har vært med i EØS hele eller deler av tiden og land utenfor EØS. Dette fører til at vi fjerner 2 101 observasjoner.

I EØS-gruppen har vi kun valgt å inkludere selskaper eid fra land som har vært med i EØS i hele perioden, for å unngå å blande inn en mulig effekt av endret EØS-medlemskap. Dette kaller vi videre for stabilt medlemskap. En oversikt over når de ulike landene ble medlem av EØS finnes i Tabell 8 i Appendiks. Dette gjør også at vi velger å ikke inkludere 1994 selv om vi har data for dette året, slik at vi kan inkludere Østerrike, Finland og Sverige, som ble med i EU fra og med 1. januar 1995. Det er stor overlapp mellom landene med ustabil medlemskap i EØS og landene med manglende data i SIFON. Polen er det eneste landet som blir sortert ut på grunn av ustabil medlemskap fordi de andre landene dette gjelder allerede er fjernet på grunn av manglende landkode. Landene som inkluderes i EØS-gruppen, det vil si har egen kode i datasettet og som har vært med i EØS i hele perioden fra

1995 til 2010, er da Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Luxemburg, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sverige, Tyskland og Østerrike.

I analysen ser vi kun på selskaper med stabilt utenlandsk eierskap på minst 60 %, altså ingen selskaper som er majoritetseid fra Norge. Da antar vi at den aktuelle eiergruppen vil ha bestemmende innflytelse på utbyttepolitikken i selskapet. Dette gjør også at vi unngår problemet med at vi ikke har fullstendig eierskapsfordeling for hvert selskap i SIFON-settet. Selskapene er sortert i to analysegrupper, den ene kalt behandlingsgruppen og den andre kontrollgruppen. Behandlingsgruppen er selskaper som har hatt et *stabilt* eierskap på minst 60 % fra land i EØS. Vi har valgt at selskapet må ha hatt et slikt eierskap for alle årene det forekommer i datasettet, enten i SIFON eller Aksjonærregisteret, og fjerner derfor alle observasjoner for samme selskap dersom andelen har vært lavere ett av årene. Dette er gjort for å minske effekten av endringer i eierskap innen samme selskap. Vi kunne brukt en høyere eierandel, men ville da mistet en stor del observasjoner. Med 60 % eierandel sikrer vi likevel at eierskapet er dominerende.

Kontrollgruppen er selskaper med et stabilt utenlandsk eierskap på minst 60 % fra land som har vært utenfor EØS i hele perioden. Disse ble ikke påvirket av skatteendringen i 2004. Her oppstår ikke problemer med manglende koder og ustabil medlemskap som for EØS-landene, da vi ikke trenger spesifikk landinformasjon så lenge vi vet at selskapet er eid fra et land utenfor Europa.

Kravet om stabilt eierskap på minst 60 % fra samme region fører til at vi fjerner 19 548 observasjoner, og det totale datasettet for årene 1995 til 2010 inneholder da 24 586 observasjoner. Som forklart tidligere må vi forskyve utbyttet ett år fram i Aksjonærregisteret, slik at vi ikke har avsatt utbytte for 2010. Etter at vi fjerner dette året sitter vi igjen med 23 207 observasjoner. En oversikt over antall observasjoner for hvert år finnes i Tabell 9 i Appendiks.

Det er kun i SIFON-registeret vi kan påvise et mor-datterforhold, da eierpostene innenfor hvert land ikke er oppsplittet i Aksjonærregisteret. Likevel vil vi diskutere også selskaper fra Aksjonærregisteret ut fra en antagelse om at også disse hovedsakelig er datterselskaper av utenlandske foretak, ettersom det kan være grunn til å anta at de fleste store utenlandske eierandelene i et selskap kan stamme fra samme eier. Selv om dette ikke gjelder for alle selskapene, antar vi likevel at dette ikke vil ha en stor effekt på hovedkonklusjonene.

5.2.3 Utvalgsfiltrering

For å gjøre utvalget mest mulig representativt vil vi utføre noen filtreringer på datasettet. I SIFON-settet fjernes alle observasjoner der største utenlandske eierandel eller landkode mangler. Selskapene er markert med en kode for hva slags tilstand selskapet befinner seg i, og vi har kun beholdt selskapene som er definert som aktive. I datasettet fra Aksjonærregisteret har vi fjernet eierposter med ukjent landkode. I begge datasettene har vi fjernet observasjoner med eierandeler over 100 % og negative totale inntekter, negative sum eiendeler eller negative utbytter. I løpet av årene 1995 til 2009 har vi da totalt 23 207 observasjoner. Antall selskaper varierer mellom 79 og 2 543 per år, der vi finner det laveste antallet i år 2004 og det høyeste i 2003. En oversikt er presentert i Tabell 9 i Appendiks. Den store variasjonen i antall selskaper per år er en av svakhetene ved analysen.

For å hindre ekstreme utslag i utbyttevariabelen har vi gjort ulike korrigeringer avhengig av om vi ser på totalt utbytte eller utbytteandel. I analyser der vi ser på totalt utbytte i kroner har vi fjernet alle observasjoner over 99-persentilen, noe som utgjør 31 observasjoner. Dette gjør vi for at ikke noen få, svært høye observasjoner skal føre til feilaktige signifikante resultater.

I analyser der vi bruker utbytteandel fjerner vi både de mest ekstreme positive og negative utbytteandelene. Her velger vi å fjerne 5 % av de høyeste positive andelene i stedet for 1 %, fordi beregnede andeler kan bli svært ekstreme dersom nevneren er liten. Dette utgjør 146 observasjoner, og maksimal utbytteandel blir da 415 %. For de negative utbytteandelene har vi kun 135 observasjoner, men mange av disse er svært ekstreme. Dette kan skyldes at dersom et selskap betaler utbytte selv om årsresultatet er negativt, vil det negative årsresultatet gjerne være lite. Dermed kan utbytteandelen bli et svært stort, negativt tall. Derfor har vi valgt en minimal utbytteandel tilsvarende den maksimale utbytteandelen, på minussiden. Vi fjerner derfor alle observasjoner som har lavere utbytteandel enn -415 %. Dette fører til fjerning av ytterligere 46 observasjoner. Totalt antall observasjoner med utbytteandel utgjør da 23 015, og varierer mellom 79 og 2 520 selskaper per år.

5.3 Regresjoner

For å spesifisere en regresjon som best mulig måler endringer i utbyttepolitikk, har vi fulgt fremgangsmåten til to undersøkelser som testet effekten av den nevnte 2003-reformen i USA. Dette er Blouin, Raedy og Shackelford (2004) og Chetty og Saez (2004). På grunn av ulike situasjoner og datasett har vi måttet justere fremgangsmåten til en viss grad. For å ta hensyn til mulig heteroskedastisitet og cluster-effekter korrigerer vi for dette ved hjelp av en cluster-kommando i alle regresjonene. Cluster-kommandoen er innebygd i statistikkprogrammet Stata. Regresjonsresultatene finnes i Tabell 3 på side 66, og en nærmere spesifisering av regresjonene finnes i Tabell 10 i Appendiks.

Et viktig spørsmål er hva som best mulig kan brukes for å teste utbyttepolitikk, altså hva den avhengige variabelen bør være. Blouin et al. (2004) benyttet flere ulike regresjoner for å teste effekten av 2003-reformen i USA, med utbytte, utbytte per aksje og endring i utbytte innad i samme selskap som avhengig variabel. Chetty og Saez (2004) brukte i sin undersøkelse først en regresjon med selskapets utbytte i dollar som avhengig variabel. Imidlertid var det stor konsentrasjon av utbytter blant noen få selskaper. Disse ble da vektet svært mye, og det ble vanskelig å oppnå robuste resultater. De konkluderte med at å bruke nivået på utbyttebetalingene er for ustabil, og kritiserte også Blouin et al. (2004) for å bruke dette som avhengig variabel.

For å undersøke om problemet med å bruke utbytte i kroner også er gjeldende i vår analyse, tester vi først en enkel regresjon med utbytte i kroner som avhengig variabel. Vi velger å bruke denne på log-form fordi dette ofte oppfyller forutsetningen om en lineær sammenheng bedre når variabelen kun har positive kroneverdier. Dette kan også dempe problemer med uteliggende verdier. Vi inkluderer først kun dummyene *eos*, *reform* og *eosreform* uten noen kontrollvariabler (Regresjon 1). Dette gir en negativ og ikke signifikant koeffisient for *eosreform* $\hat{\delta}_1 = -0,195$. Videre inkluderer vi årsresultat som kontrollvariabel, og får $\hat{\delta}_1 = -0,736$ som er signifikant på 1 % signifikansnivå (Regresjon 2). Inkluderer vi både årsresultat og logaritmen av eiendelene i balansen, får vi en ikke signifikant koeffisient på $\hat{\delta}_1 = -0,035$ (Regresjon 3). Dette viser at estimatene for δ_1 er relativt følsomme overfor inkluderingen av to kontrollvariabler. Vi stiller også spørsmålsteget til negative koeffisienter for *eosreform* da dette ikke virker økonomisk rasjonelt ettersom det betyr at en skattereduksjon har ført til lavere utbyttebetalinger. Imidlertid kan den negative effekten også tenkes å skyldes andre forhold som ikke er inkludert i regresjonen og som har hatt

påvirkning på selskapenes utbyttepolitikk. For alle regresjonene blir koeffisienten til *reform* positiv, med varierende signifikans.

Chetty og Saez (2004) begrunner sine ustabile resultater med høy konsentrasjon av utbyttebetalinger blant noen få selskaper, og vi gjør derfor tilsvarende sjekk på våre datasett. For hvert år undersøker vi hvor stor andel av det totale utbyttet i datasettet som utbetales av de 5 % største observasjonene. Stort sett ligger andelen over 90 %, bortsett fra mellom 2004-2007, men da er det også mange færre observasjoner. I 2005 er andelen lavest, men fortsatt på hele 64 %, se også Figur 18 i Appendiks. Dette kan tyde på at det kan være tilsvarende problemer med høy konsentrasjon i vårt datasett.

For å bøte på problemet med stor konsentrasjon av utbytter bruker Chetty og Saez (2004) først dividend yield som avhengig variabel, altså utbyttebetalinger delt på markedsverdi av selskapet, for å vekte de store utbyttene mindre. Deretter ser de på frekvensen av selskaper som initierte og avsluttet utbyttebetalinger før og etter reformen. Siden vi ikke har børsnotert markedsverdi for alle våre selskaper, kan vi ikke finne dividend yield, og på grunn av manglende paneldataegenskaper kan vi heller ikke analysere initiering og avslutning av utbyttebetalinger, da vi ikke kan følge et selskap over hele tidsperioden. I stedet for å bruke dividend yield for å vekte de store utbyttene mindre, forsøker vi å bruke utbytte som andel av årsresultat. Her kan imidlertid motsatt problem oppstå, ved at de små selskapene kan bli for høyt vektet i forhold til sin betydning. I tolkningen av utbytteandel er det viktig å ta hensyn til at kan utbytteandelen kan bli negativ som følge av negative årsresultater. Utbytteandelen kan altså gå fra å være positiv til negativ, uten at utbyttebeløpet egentlig har endret seg.

Med utbytteandel følger vi samme metode som for utbytte i kroner, og begynner med en enkel regresjon kun med dummyene *eos*, *reform* og *eosreform* (Regresjon 4). Dette gir $\hat{\delta}_1 = 8,55$, altså en positiv og signifikant koeffisient på 1 % signifikansnivå. Koeffisienten for *reform* er her negativ og signifikant på 1 % signifikansnivå. Det er verdt å legge merke til at koeffisientene har forskjellig fortegn fra regresjonen med log av utbytte i kroner. Forklaringsgraden er nær null, noe som taler for å inkludere flere forklaringsvariabler. Vi inkluderer først årsresultatet som kontrollvariabel (Regresjon 5). Resultatene gir nå $\hat{\delta}_1 = 8,05$ og igjen signifikans på 1 % signifikansnivå. Resultatet er altså relativt stabilt. Koeffisientene til *eos* og *reform* har heller ikke endret seg i særlig grad. I Tabell 3 og senere for robusthetstestene er koeffisienten for årsresultatet multiplisert med en million, fordi de første desimalene som regel viser null. Det vil si at med utbytteandel som avhengig variabel vil effekten av en økning i årsresultatet på én million tilsvare en endring i utbytteandelen i

prosentpoeng lik koeffisienten. Årsresultatet er signifikant på 1 % signifikansnivå med en positiv koeffisient. Vi legger til log av eiendeler i balansen for å sjekke om koeffisientene fortsatt er stabile (Regresjon 6). Resultatet er $\hat{\delta}_1 = 5,77$ og signifikans på 5 % signifikansnivå.

Som vi ser av disse resultatene gir regresjoner med utbytteandel som avhengig variabel mye mer stabile resultater enn log av utbytte i kroner, og koeffisientene virker i større grad økonomisk rasjonelle. Dette taler for å benytte utbytteandel som avhengig variabel, og vi velger derfor å gå videre med dette. Forklaringsgraden er likevel fremdeles svært lav på 2,2 %, og vi fortsetter med å inkludere flere kontrollvariabler.

Både årsresultat og eiendeler inkluderes som kontrollvariabler i Chetty og Saez' (2004) undersøkelser, mens bransje og størrelse inkluderes av Blouin et al. (2004). Ved å inkludere dummyer for år, bransje og alder, endrer ikke koeffisientene eller signifikansnivået seg nevneverdig. Forklaringsgraden øker noe, men er fortsatt lav på 5 %. Vi inkluderer ulike kombinasjoner av regnskapsvariablene årsresultat, log av driftsinntekter og log av sum eiendeler (Regresjon 7-10). Det er disse vi vil legge mest vekt på i tolkningen da de inkluderer relevante kontrollvariabler. Resultatene fra disse regresjonene oppsummeres i neste avsnitt.

5.4 Regresjonsresultater

Denne oppsummeringen vil ta utgangspunkt i regresjonene med utbytteandel som avhengig variabel, som inkluderer ulike kombinasjoner av år-, bransje- og aldersdummyer, samt regnskapsvariabler (Regresjon 7-10). *eosreform* har en relativt stabil og positiv koeffisient på mellom 4,62 og 5,23, det vil si en økning i forskjellen mellom utbytteandelene i EØS- og ikke-EØS-selskaper på mellom 4,62 og 5,23 prosentpoeng etter reformen. Resultatene ser ut til å være økonomisk signifikante, men den statistiske signifikansen er ikke spesielt sterk, kun på 10 %. Dette antyder at reformen kan ha hatt en effekt på de EØS-eide selskapene, men siden signifikansen er såpass svak er det stor usikkerhet rundt dette. Resultatene kan altså antyde en effekt, uten at vi har noe godt grunnlag for å hevde at dette faktisk fant sted. Resultatene må også tolkes med forsiktighet, da spesielt datagrunnlaget er av begrenset kvalitet. Robusthet og svakheter drøftes i mer detalj nedenfor.

eos har en positiv koeffisient på mellom 6,3 til 8,2, alltid med et signifikansnivå på 1 %. Resultatene antyder at EØS-eide selskaper i gjennomsnitt har en utbytteandel som er 6,3-8,2 prosentpoeng høyere enn kontrollgruppen. *reform* har koeffisient på mellom -11,14

og -4,06, men er kun signifikant på 10 % signifikansnivå i ett av tilfellene. En del av denne effekten kan tenkes at fanges opp med årsummyene.

Årsresultat i millioner har en koeffisient på mellom 0,05 til 0,11 og er signifikant på 1 % signifikansnivå. Dette betyr at effekten av en økning i årsresultatet på ti millioner tilsvarer en økning i utbytteandelen på mellom 0,5 og 1,1 prosentpoeng. Vi ser at det må en betydelig forskjell til i årsresultatet for at det skal ha en økonomisk signifikant betydning for utbytteandelen. Log av driftsinntekter er også stabilt signifikant for Regresjon 9 og 10, men en positiv koeffisient på mellom 1,67 og 1,80. Det vil si at dersom driftsinntektene øker med 1 % vil utbytteandelen øke med ca. 0,017 prosentpoeng. Den reelle effekten er dermed relativt liten. Log av sum eiendeler har varierende signifikansnivå og koeffisientestimer, noe som diskuteres i del 6.

Forklaringsgraden varierer mellom ca. 4,4 % og 5,0 %. Det er som forventet at forklaringsgraden ikke er spesielt stor, da det er mange andre faktorer som bestemmer et selskaps utbyttepolitikk. Hadde vi hatt paneldata, kunne vi kontrollert for selskapsspesifikke effekter gjennom faste effekter. For eksempel har vi ikke informasjon om et selskaps lønnsomhet, investerings- og finansieringsmuligheter eller agentproblematikk for selskapet selv eller for eieren i utlandet.

Tabell 3: Hovedregresjoner (1-10)

	Reg1	Reg2	Reg3	Reg4	Reg5	Reg6	Reg7	Reg8	Reg9	Reg10
EØS*Reform	-0.195 (0.765)	-0.736 (0.739)	-0.035 (0.865)	8.551*** (2.416)	8.047*** (2.410)	5.765** (2.504)	4.825* (2.475)	4.624* (2.495)	5.230* (2.800)	4.623* (2.787)
Reform	0.728 (0.754)	1.059 (0.730)	0.283 (0.863)	-6.291*** (1.928)	-5.918*** (1.924)	-4.809** (2.032)	-8.969 (14.070)	-4.065* (2.085)	-9.026 (16.408)	-11.140 (16.086)
EØS	0.370 (0.232)	0.564*** (0.174)	0.452*** (0.160)	5.410*** (1.180)	5.599*** (1.154)	6.822*** (1.185)	6.324*** (1.142)	6.475*** (1.138)	7.868*** (1.210)	8.202*** (1.190)
Års/1 000 000		0.028*** (0.004)	0.005*** (0.002)		0.064*** (0.020)	0.058*** (0.018)	0.055*** (0.017)	0.054*** (0.017)		0.113*** (0.020)
Driftsinnt. (log)			0.038 (0.032)						1.801*** (0.326)	1.668*** (0.326)
Sum eiend. (log)			0.775*** (0.033)			2.069*** (0.158)	1.648*** (0.152)	1.666*** (0.151)	0.224 (0.355)	0.205 (0.353)
Constant	14.010*** (0.224)	13.617*** (0.170)	0.403 (0.352)	7.203*** (1.054)	6.981*** (1.025)	-26.035*** (2.696)	-21.356*** (4.331)	-18.164*** (4.235)	-17.503** (7.434)	-16.299** (7.322)
Adjusted R-sq.	0.012	0.209	0.697	0.003	0.008	0.022	0.045	0.044	0.044	0.050
Observations	3115	3030	2747	21362	21362	21272	21272	21272	17600	17600

Alle tall er KPI-justert til 1998-kroner etter tall fra SSB

*p < 0.10; **p < 0.05; ***p < 0.01

Standardavvik i parentes

Reg7-10 inkluderer i tillegg års-, bransje og aldersdummyer

5.5 Robusthetstester

Formålet med robusthetstester er å undersøke i hvilken grad resultatene endrer seg dersom vi endrer noen av spesifikasjonene i datasettet eller regresjonen, og dermed si i hvilken grad vi kan stole på resultatene. For å gjøre analysen mer robust har vi allerede fjernet uteliggende observasjoner, og enkeltobservasjoner med avgjørende effekt på resultatene tas hensyn til med cluster-kommandoen. Cluster-kommandoen er gjort med hensyn på foretaks-ID for å ta hensyn til at feilleddene innenfor hvert selskap kan korrelere. Kommandoen håndterer da korrelasjonsstrukturene innenfor hvert selskap, men pålegger ikke homoskedastisitet (Donald og Lang, 2007).

I det følgende vil vi modifisere datautvalget og analysen på ulike måter for å undersøke om resultatene fortsatt er stabile. Fra før har vi gjort en regresjon med log av utbytte i kroner som avhengig variabel, som viste seg å gi ustabile resultater. Dette førte til at vi gikk videre med utbytteandel som avhengig variabel. Likevel viser allerede dette at resultatene kan endres drastisk med en annen spesifikasjon av regresjonen, noe som kan reise tvil om robustheten i resultatene. Imidlertid viste resultatene seg å være relativt stabile uavhengig av inkluderte kontrollvariabler når utbytteandel ble benyttet. Resultatene fra robusthetstestene er oppsummert i Tabell 11 og 12 i Appendiks.

For alle robusthetstestene tar vi utgangspunkt i Regresjon 10 med utbytteandel som avhengig variabel, og gjør én endring av gangen. Først undersøker vi om resultatene endres ved å endre andelen ekstreme observasjoner som fjernes fra 5 % til 10 % (Regresjon 11). Dette gjør at den maksimale utbytteandelen går fra 415 % til 229 %. Tilsvarende fjernes alle observasjoner under -229 % i stedet for de under -415 %. Dette fører til at $\hat{\delta}_1$ går fra 4,62 til 1,52, men resultatet er ikke signifikant, heller ikke på 10 % signifikansnivå. Forklaringsgraden øker noe, men er fortsatt lav på rundt 6 %. Vi ser at punkttestimatet ikke lenger er stabilt, noe som taler imot robustheten i den opprinnelige regresjonen.

Vi kjører også regresjoner ved å dele inn selskaper i en behandlings- og kontrollgruppe etter minst 90 % eierandel i stedet for minst 60 % (Regresjon 12). $\hat{\delta}_1$ går da fra 4,62 til 5,34 og er nå fortsatt signifikant kun på 10 % signifikansnivå. Forklaringsgraden er fremdeles lav. Vi ser altså ingen drastiske endringer her.

Deretter deler vi inn gruppene etter største eierandel. Her pålegger vi ikke noe krav om eierskap på over 60 %, men at selskapet skal ha hatt stabilt største eierskap fra enten EØS eller ikke-EØS (Regresjon 13). Dette øker antall observasjoner til 25 388 etter fjerning av ekstreme verdier. $\hat{\delta}_1$ reduseres fra 4,62 til 1,92, og er ikke signifikant.

Vi gjør en annen test der vi deler alle observasjonene inn i kvartiler basert på sum eiendeler i balansen som et mål på størrelse. Vi kjører egne regresjoner innenfor hver av disse gruppene (Regresjon 14-17), der den første gruppen er de minste selskapene. Dette gir varierende punkttestimater for interaksjonsleddet, der de minste selskapene har de høyeste koeffisientene. Her er kun Regresjon 15 signifikant på 10 % signifikansnivå. En tilsvarende analyse for de ulike aldersgruppene (Regresjon 18-21) gir varierende punkttestimater for eosreform, og kun Regresjon 18 er signifikant på 10 % signifikansnivå.

Som en siste robusthetstest forsøker vi å holde årene 2008 og 2009 utenfor analysen for å se om finanskrisen påvirker resultatene i stor grad (Regresjon 22). Punkttestimatet for $\hat{\delta}_1$ blir her 7,51, og er signifikant på 5 % signifikansnivå. De andre resultatene endrer seg ikke i særlig grad. Imidlertid er det bare disse to siste årene som har positiv utbytteandel for selskaper utenfor EØS, kanskje som et resultat av dårlig rapportering i Aksjonærregisteret i årene fra 2004-2007. Derfor velger vi ikke å legge altfor stor vekt på dette resultatet.

Robusthetstestene viser at interaksjonsleddet stort sett har ustabile koeffisientestimater som ikke er signifikante. Både lav signifikans og lite robuste resultater taler derfor for at vi ikke har noe sterkt grunnlag for å uttale oss om effekten av skattereformen på utbyttepolitikken i selskaper eid fra EØS. Dummyen for *eos* har vært signifikant positiv for nesten alle regresjonene (Regresjon 1-22), og har relativt stabile koeffisientestimater for hovedregresjonene (Regresjon 1-10). Det er derfor støtte for at norske selskaper med dominerende eiere fra EØS i gjennomsnitt utbetaler mer i utbytte enn andre selskaper med dominerende utenlandske eiere. Videre følger en diskusjon av resultatene og sammenheng med tidligere presentert teori.

6. Diskusjon

Diskusjonsdelen bygger på resultatene fra regresjonene, og konsentrerer seg først om skattereformens effekt på utbyttepolitikk sett i lys av teoriene i del 2. Vi vil også belyse mulige effekter på investeringer. Deretter vil vi diskutere andre resultater som kan trekkes fra analysedelen, før vi oppsummerer diskusjonene.

6.1 Skattereformens effekt på utbyttepolitikk

Som vist i forrige kapittel har vi ikke noe sterkt grunnlag for å si at utbyttepolitikken endret seg i retning økte utbytter i selskapene eid av morselskaper fra EØS i forhold til selskaper eid av morselskaper fra andre land. Dette betyr imidlertid ikke at vi kan avkrefte at utbyttepolitikken endret seg. Som forklart tidligere er det mange og ofte motstridende teorier og empiriske resultater om selskapers utbyttepolitikk. Her vil vi se på våre resultater i lys av disse.

Tidligere empiri om utbyttepolitikk i multinasjonale selskaper

Desai et al. (2006) fant at skattemotiver var en mindre viktig del av grunnlaget for multinasjonale selskapers utbyttepolitikk. Ut fra denne undersøkelsen skulle en derfor ikke forvente at skattereformen ville hatt en betydelig effekt på utbyttepolitikken hos selskapene som er eid fra EØS. Dette er i tråd med våre resultater, da vi ikke har noe godt grunnlag for å påvise en effekt. Vi kan imidlertid ikke si sikkert at reformen ikke hadde en effekt, spesielt siden vi ser visse antydninger til at interaksjonsleddet kan være signifikant. Med et bedre datasett kunne vi fått mer presise estimater, og muligens funnet ut om denne antydningen skyldtes tilfeldigheter eller en faktisk effekt.

Det kan også tenkes at endringen i skattesatsene rett og slett ikke var stor nok til at det ble noen synlige endringer i utbyttepolitikken. Som vist før var det flere av landene som gjennom sine skatteavtaler allerede hadde svært lave skattesatser eller ingen skatt på utbytter til aksjonærer med store eierandeler. Dette var spesielt tilfelle for mange av landene i vår utvalgsgruppe. En timingeffekt som følge av at reformen kunne forutses ville ført til at

utbytter ble utsatt før reformen, og desto mer ble utbetalt etterpå. Dette er ikke noe vi ser tegn til, noe som kan peke i retning av at effekten av reformen trolig var liten.

Det kan også hende at utbyttepolitikken ville endret seg som følge av reformen alt annet likt, men at andre faktorer på samme tidspunkt dro i en annen retning. For det første kan det ha skjedd endringer i morselskapets ønske eller behov for utbytte. Som Desai et al. (2006) konkluderte, kan det utenlandske morselskapets investeringsmuligheter og finansieringsbehov, samt deres ultimate eieres ønske om utbyttebetalinger til seg selv, også være viktig for datterselskapets utbyttepolitikk. Det kan tenkes at for eksempel konjunkturutviklingen i henholdsvis EØS og de andre landene var ulik. En negativ konjunkturutvikling i morselskapets hjemland kan begrense interessante investeringsmuligheter for mor, men samtidig henge sammen med dyr ekstern finansiering. Her kan det altså tenkes at likvider går dit i det internasjonale konsernet der de trengs mest, og det er ikke umiddelbart åpenbart hvilken retning utbyttene eventuelt vil gå i en slik sammenheng.

For det andre er det interessant å se på de norske datterselskapenes situasjon. På den ene siden vil det være naturlig å anta at det er interessant å holde tilbake mer av overskuddslikviditeten i de norske datterselskapene for å reinvestere dersom det finnes gode investeringsmuligheter i Norge. På den andre siden begrenses utbyttene av datterselskapenes overskuddslikviditet som kan være lav i perioder med dårlig lønnsomhet. Heller ikke her er det klart hvilken retning eventuelle konjunktursvingninger vil virke. Det kan tenkes at datterselskapets kontantbeholdning og mål på investeringsmuligheter kunne vært interessante variabler å inkludere i regresjonene for å undersøke dette.

Som forklart i teoridelen finnes også andre alternativer for å flytte likviditet mellom enheter. For eksempel er tilbakekjøp av aksjer og netto låneopptak beslutninger som henger nøye sammen med utbyttepolitikken. Bruk av internprising for overføring av overskudd mellom land kan også forekomme i multinasjonale selskaper, og kan redusere utbyttebetalingene. Utbyttepolitikk henger altså sammen med andre beslutninger i multinasjonale selskaper.

Agentproblematikk og signalisering

Ut fra teorien om agentproblematikk, skulle lavere skatt på utbytte gjøre det billigere for eierne å bruke utbytte til å disiplinere ledelsen. Dersom økte utbytter ikke var tilfelle, kan det for det første hende at agentproblematikken ikke er en begrunnelse for utbyttebetalinger for

disse selskapene. Eventuelt er agentproblematikk så viktig for selskapene det gjelder at de vil utbetale utbytte uavhengig av den skatteendringen som fant sted, eller så finnes det fra før billigere måter å disiplinere ledelsen på selv om utbytteskatten er redusert. Selv om agentproblematikk skulle finne sted, trenger det altså ikke være en bestemmende faktor for endringer i utbyttepolitikken.

Utbyttebetalingene kan også fungere for å signalisere verdi til eierne, som kan være enten morselskap eller andre minoritetseiere. På den ene siden blir det billigere å signalisere med utbytte i forhold til andre metoder, noe som kan øke utbyttene, men på den andre siden blir signalet mindre effektivt fordi det ikke er like kostbart å utbetale lenger. I følge empirien er trolig agentproblematikk et viktigere hensyn spesielt i multinasjonale selskaper, støttet av både Desai et al. (2006) og Gordon og Dietz (2006). For å studere utbyttepolitikk i norske selskaper nøyere kunne det vært interessant å se på mål for agentproblematikk i selskapene, som ledelsens eierandel, ledelsens opsjoner og sammensetningen av aksjonærer. Chetty og Saez (2004) undersøkte den amerikanske reformen i 2003, og fant at dette hadde betydning for hvorvidt selskapene initierte utbytte etter skattereduksjonen eller ikke.

"The New View": Utbytte og investeringer

Testene våre som ikke kan påvise noen sterkt signifikant effekt av skattereformen på selskapenes utbyttepolitikk er det man kunne forvente med "The new view". I denne teorien anses utbytteskatten som nøytral overfor selskapenes beslutninger. Det er fortsatt ingen bekræftelse på at "The new view" er den riktige teorien, men kan være en indikasjon på at dette kan være interessant å undersøke videre.

Forskjellen mellom "The old view" og "The new view" er også egnet for å diskutere utbytteskattens eventuelle påvirkning på internasjonale investeringer. Dette er en integrert del av de multinasjonale selskapenes beslutninger sammen med blant annet finansierings- og utbyttepolitikk. Spesielt interessant kunne det vært å studere sammenhengen mellom utbytteskatt, utbyttepolitikk og utenlandske direkteinvesteringer. I følge Becker et al. (2012) er imidlertid investeringer en mye mer krevende avhengig variabel å undersøke enn utbytte. Dette kan skyldes imperfekte målinger i regnskapsdata, at investeringer kan være immaterielle og at dette trolig er endringer som tar lenger tid enn endringer i utbytte. Her har vi manglet mikrodata på investeringer for å kunne gjøre empiriske tester, og høy volatilitet i aggregerte data fra SSB gjør det vanskelig å se eventuelle trender eller skift i de deskriptive statistikkene. Vi nøyer oss derfor med en overordnet diskusjon.

I følge "The new view" er utbytteskatten nøytral med tanke på den marginale investeringsbeslutningen i modne selskaper som kan sies å være i "steady state". Dette skyldes at den marginale finansieringskilden til disse selskapene er tilbakeholdt kapital. Imidlertid vil redusert utbytteskatt kunne øke nyinvesteringer, siden kapitalkostnaden til eieren etter skatt reduseres ved innskudd av ny kapital. Derfor kunne det vært interessant å teste en hypotese om at nyinvesteringer fra EØS-land økte som følge av redusert kildeskatt på utbytte i 2004. En kunne i så fall også over tid vente en omallokering av kapital mot bransjer med mye nyinvesteringer i forhold til modnere bransjer. I denne sammenheng kunne en også undersøkt om det var forskjeller mellom de EØS-eide selskapene som kan karakteriseres som "old view"-selskaper, det vil si de som er avhengige av ekstern kapital, og de som kan karakteriseres som "new view"-selskaper, det vil si de som har tilstrekkelig intern finansiering. Dette kunne for eksempel vært gjort etter samme metode som Becker et al. (2012) som inkluderer kontantbeholdning og kontantstrøm som mål på interne finansieringsmuligheter.

6.2 Andre resultater

Kontrollvariablene er inkludert i regresjonene for å kunne forklare selskapets utbyttepolitikk i størst mulig grad og kontrollere for andre forhold enn de vi er mest interessert i. Oppgavens formål er å undersøke om EØS-eide selskaper har hatt en økning i sine utbytter etter innføringen av skattereformen, men det er også interessant å se på om kontrollvariablene kan gi annen informasjon som kan være med på å forklare forskjeller i selskapenes utbyttepolitikk.

EØS- og reformdummy

Til tross for at interaksjonsleddet ikke er sterkt signifikant, ser EØS-dummyen ut til å være signifikant på 1 % signifikansnivå i de aller fleste regresjonene vi utfører. Dette kan tilsi at selv om ikke forskjellen har økt mellom EØS-land og land utenfor EØS etter reformen, finnes det en signifikant forskjell mellom utbyttepolitikken i selskaper eid fra de ulike regionene. Koeffisienten til dummyen er positiv, noe som kan tyde på at selskaper som er eid fra EØS utbetaler en større andel av årsresultatet sitt i utbytte enn selskaper som er eid fra land utenfor EØS. En mulig årsak til dette kan være at alle EØS-landene har hatt

skatteavtaler med Norge tidligere, og har dermed fra før hatt kildeskatt på maksimalt 15 %. Selv om Norge har skatteavtale med mange land også utenfor EØS, er det likevel noen vi ikke har skatteavtale med. I Figur 13 i den deskriptive statistikken viste vi at gjennomsnittlig kildeskatt dividert på utbytte er høyere for land utenfor EØS enn for EØS-land. Dette viser at land utenfor EØS i gjennomsnitt har måttet betale høyere kildeskatt enn land i EØS, noe som kan ha ført til at aksjonærer utenfor EØS ikke har ønsket å ta ut store utbytter tidligere. Aksjonærer fra USA utgjør en betydelig andel av aksjonærer fra land utenfor EØS, og før den amerikanske skattereformen i 2003 ble utbytter skattlagt som vanlig progressiv inntektsskatt med en toppsats på 35 % (Chetty og Saez, 2004). For å unngå store skattebyrder, kan dette kan ha ført til at amerikanske aksjonærer ikke har ønsket å ta ut særlig store utbytter fra Norge. Imidlertid ble skattesatsen redusert til 15 % i perioden 2003 (Desai og Dharmapala, 2008).

Som beskrevet i teoridelen fant Desai et al. (2006) at datterselskapets inntjening, agentproblemer og morselskapets investeringsmuligheter og finansieringsbehov har mer å si for selskapets utbyttepolitikk enn skattemotiver. At EØS-selskaper utbetaler en større utbytteandel enn andre selskaper, kan derfor også skyldes at morselskaper fra EØS kan ha andre egenskaper enn morselskapene utenfor EØS. Det kan også være mulig at morselskaper i de forskjellige regionene har ulike behov for å kontrollere ledelsen i sine datterselskaper.

Reformdummyen er sjeldent signifikant i våre regresjoner, og har en ustabil koeffisient som varierer mye. Dette skyldes mest sannsynlig det lave antall observasjoner i årene 2004-2009, og at effekten kan ha bli plukket opp av årsummyene. Vi kan derfor ikke tolke eller trekke noen konklusjoner fra denne forklaringsvariabelen.

Regnskapsvariabler

I Regresjon 5-10 benytter vi utbytteandel som avhengig variabel, og varierer hvilke regnskapsvariabler som inkluderes. Årsresultat er signifikant positivt på 1 % signifikansnivå for alle regresjonene, noe som kan tyde på at årsresultatet påvirker utbytteandelen. Som nevnt under regresjonsresultater skal det imidlertid en betydelig økning til for at utbytteandelen skal endres i særlig grad.

Dersom vi inkluderer både log av sum eiendeler og log av totale driftsinntekter i regresjonen, vil kun én av variablene være signifikant på 1 % signifikansnivå. Begge er et uttrykk for størrelsen til selskapet, og korrelasjonen mellom variablene er 0,79. Effekten kan derfor bli plukket opp i den ene variabelen, og gjør den andre ikke signifikant. Vi inkluderer

likevel begge variablene da dette øker forklaringsgraden. Den av variablene som blir signifikant er signifikant på 1 % signifikansnivå, og har en ganske stabil, positiv koeffisient. Der log av driftsinntektene er signifikant, ligger koeffisienten på 1,67 og 1,80. Det vil si at 1 % økning i driftsinntektene, øker utbytteandelen med ca. 0,017 prosentpoeng. Der log av sum eiendeler er signifikant, ligger koeffisienten på 1,65 og 1,67. Altså vil 1 % økning i sum eiendeler også her føre til at utbytteandelen øker med ca. 0,017 prosentpoeng. Log av driftsinntekter og sum eiendeler er derfor statistisk signifikant, men ikke særlig økonomisk signifikant. Dette kan tyde på at størrelsen på selskapet kun har en viss betydning for utbyttepolitikken. Imidlertid kan størrelse også korrelere med selskapets alder, og noe av effekten kan derfor ha blitt plukket opp i aldersdummyene.

Resultater fra andre kontrollvariabler

For alle regresjonene der bransjedummyene er inkludert (Regresjon 7-10), er det de samme bransjene som er positive og signifikante på 1 % signifikansnivå. Dette gjelder bransjene «Industri», «Bygg og anlegg», «Varehandel, reparasjon av motorvogner», «Transport, lagring og kommunikasjon» og «Eiendom, faglig og forretningsmessig tjenesteyting». I robusthetstestene er resultatene mindre stabile. De signifikante bransjene er de desidert største bransjegruppene, noe som kan være hovedårsaken til at nettopp disse gruppene blir signifikante, og ikke de andre. Vi ønsker derfor ikke å legge for stor vekt på å tolke koeffisientene til bransjegruppene, da resultatene er relativt ustabile.

Også aldersdummyene er inkludert i Regresjon 7-10, og gir de samme resultatene i alle regresjonene. Dummyen for aldersgruppen over 40 år er utelatt i regresjonen, slik at resultatene må tolkes i forhold til denne. Her er koeffisientene til aldersgruppene 0-6 år, 6-10 år og 11-15 år signifikant negative på 1 % signifikansnivå, mens aldersgruppe 16-20 år er negativ på 10 % signifikansnivå. Aldersgruppe 21-40 er ikke signifikant forskjellig fra den eldste aldersgruppen. Dette kan tyde på at effekten av økt alder allerede har avtatt for denne aldersgruppen. Disse resultatene støtter maturitetshypotesen om at selskaper i større grad utbetaler utbytte når de blir eldre. Den negative koeffisienten blir mindre og mindre negativ etter hvert som selskapene blir eldre, altså utbetaler de yngre selskapene i gjennomsnitt mindre utbytter enn de eldre. Resultatene er relativt stabile i robusthetstestene (Regresjon 11-13 og 22).

Årsdummyene er inkludert i Regresjon 7-10, og er i liten grad signifikante. Med unntak av år 1998 og 1999 som er signifikante på 1 % signifikansnivå, gjelder ikke dette for noen av de andre årene. Vi går derfor ikke inn på en videre tolkning av disse koeffisientene.

6.3 Oppsummering av diskusjon

I diskusjonsdelen har vi oppsummert våre resultater, både effekten av skattereformen på utbyttepolitikken i EØS-eide selskaper og andre faktorer som kan se ut til å ha hatt påvirkning på selskapenes utbyttepolitikk. Analysene våre kan ikke påvise noen sterkt signifikant effekt av skattereformen på utbyttepolitikken. Dette er i tråd med undersøkelsene til Desai et al. (2006) og hva man skulle forvente ut fra teorien om «The new view». Andre faktorer kan også ha hatt påvirkning på utbyttepolitikken. Vi kan ikke avkrefte at skattereformen faktisk hadde en effekt på EØS-selskapenes utbyttepolitikk, og skulle gjerne hatt bedre data for å kunne oppnå mer presise estimater.

Andre resultater er at EØS-eide selskaper ser ut til å ha høyere utbytteandeler enn selskaper eid utenfra EØS. I tillegg ser selskapets årsresultat, størrelse og alder ut til å ha signifikant positiv effekt på utbytteandelen. Enkelte bransjer fremstår også som signifikante.

For videre forskning kan det være nyttig å inkludere flere kontrollvariabler for å kontrollere for det norske datterselskapets økonomiske situasjon, andre kontantstrømmer mellom selskapene, agentproblematikk og for å skille mellom selskaper som kan karakteriseres som henholdsvis «new view»- og «old-view»-selskaper. I tillegg vil det være interessant å undersøke skattereformens effekt på utenlandske investeringer i Norge.

7. Svakheter ved analysen

Noen av svakheter ved oppgaven er allerede nevnt underveis. I denne delen vil vi mer detaljert gå inn på svakheter ved datasettet og metoden og konsekvenser av dette. Til slutt oppsummeres analysenes validitet og reliabilitet.

7.1 Svakheter ved datasettet

En svakhet ved analysen er usikker kvalitet på datasettene. Som forklart tidligere blir datasettet satt sammen av to opprinnelige datasett, ett fra SIFON og ett fra Aksjonærregisteret. Finanstillingen som ble brukt i SIFON-registeret ble lagt ned i 2004, altså midt i vår tidsperiode. I tillegg skjer overgangen akkurat samme år som skattereformen blir innført, og forskjellene mellom de to periodene kan derfor skyldes forskjeller i datasettene i stedet for faktiske forskjeller på grunn av skattereformen. Datasettet fra Aksjonærregisteret er kun et 30 % tilfeldig utvalg, mens vi i datasettet fra SIFON har et totalt utvalg. I tillegg har sammenkoblingen gjort at datasettene har mistet sine paneldataegenskaper, da selskapene er kodet på ulik måte. Da har det heller ikke vært mulig å bruke faste effekter, som til en viss grad kunne blitt brukt for å ta høyde for en del selskapsspesifikke effekter som nå er utelatt.

En annen svakhet er antall observasjoner fra Aksjonærregisteret. De første årene var rapporteringen til registeret dårlig, så vi har i virkeligheten kun 30 % av et allerede lite utvalg norske aksjeselskaper med utenlandske eiere. Det er også mulig at det er en viss type selskaper det er underrapportert mest for, noe som kan være med på å gi skjeve resultater. Derfor har vi ingen selskaper med eiere fra utenfor EØS som faktisk har utbetalt utbytte i årene 2004 til 2007. Den gjennomsnittlige utbytteandelen for disse selskapene i disse årene blir derfor 0 %. Vi stiller oss tvilende til at dette faktisk var tilfelle, og at det i stedet skyldes det lave antallet observasjoner som er registrert.

Manglende spesifikasjoner

Noen ytterligere spesifikasjoner i dataene kunne bedret analysen. I datasettet er det for eksempel ikke mulig å se om en utenlandsk aksjonær er et selskap eller en person. Det hadde vært nyttig å kunne skille mellom disse, da skattereglene for de to gruppene er ulike.

En annen svakhet er at eierpostene i datasettet fra Aksjonærregisteret ikke spesifiserer enkelteiere innenfor hvert eierland. Som nevnt har vi likevel valgt å behandle dette datasettet likt som SIFON, og hovedsakelig se på de aggregerte eierpostene for hvert land innenfor et selskap som egne eierposter. I hvor stor grad dette faktisk er tilfelle er usikkert, noe som kan til en viss grad svekke tolkningen av resultatene, som er basert på at dataene i de to settene hovedsakelig samsvarer.

7.2 Svakheter ved metode

Svakheter ved valg av behandlings- og kontrollgruppe

Ideelt sett kunne en ønske en mer finkornet koding av landene i SIFON-registeret slik at man kunne beholdt flere land i datasettet. Utvalget av EØS-land som er med i behandlingsgruppen er ikke tilfeldig, da det er en overrepresentasjon av store, vest-europeiske land som har fått en egen kode i SIFON. I Tabell 4 i Appendiks kan en se at det var en større andel av de landene som ikke er med som faktisk hadde en reell skatteendring enn i behandlingsgruppen. Derfor kan det tenkes at effekten i EØS faktisk var sterkere enn det utvalget har kunnet vise. I tillegg kan det ha vært andre karakteristika ved landene og investeringene i disse to gruppene som kan ha påvirket resultatet til ikke å være representativt for EØS som helhet.

Utelatte variabler

Andre faktorer kan ha endret seg systematisk forskjellig i henholdsvis EØS-gruppen og kontrollgruppen i perioden. De kan for eksempel ha blitt påvirket ulikt av konjunkturer og andre makroøkonomiske faktorer, i den grad forhold i eierlandet påvirker det norske selskapets utbyttepolitikk. Som Desai et al. (2006) undersøkte, var også finansierings- og investeringsbehov i morselskapet av betydning for utbyttepolitikken i det utenlandske datterselskapet. I den deskriptive statistikken har vi i første omgang ikke sett noen klar sammenheng mellom konjunkturerne i Norge og utbyttepolitikken, for eksempel var det ikke

noe klart sammenfallende mønster i 2000-2001 og 2008-2009, som vist i Figur 7. Vi har ikke analysert rammevilkår eller konjunkturer i morselskapets hjemland, selv om dette også kunne hatt betydning. For en del av eierpostene utenfor EØS er det uklart akkurat hvilket land det dreier seg om, ettersom SIFON mangler spesifiserte landkoder. Kontrollgruppen kan tenkes å til en viss grad domineres av endringer i USA, som er det landet som mottar størst utbyttebetalinger fra Norge utenfor EØS.

Basert på teoridelen er det også klart at det er en rekke andre variabler som er med på å bestemme utbyttepolitikken i et selskap. For eksempel gjelder dette toppledelsens interesser og styresammensetning, som kunne vært inkludert for å ta høyde for agentproblematikk (Chetty og Saez, 2004). Det er ikke utenkelig at det er systematiske forskjeller her mellom morselskaper i og utenfor EØS, men dette vil fanges opp i EØS-dummyen. Det vil derfor kun påvirke resultatene av effekten av reformen dersom det *endret* seg ulikt over tid i de to gruppene. Vi har ingen umiddelbar mistanke om at dette er tilfelle, og tror derfor det i større grad er ulik makroøkonomisk utvikling i regionene som kan spille inn på resultatet. Resultatene fra alle våre regresjoner gir svært lav forklaringsgrad, og det er tydelig at det er mye av selskapenes utbyttepolitikk vi ikke kan forklare med kun de variablene vi har inkludert.

Endogenitetsproblemer

Endogenitetsproblemer kan oppstå dersom en av forklaringsvariablene er korrelert med feilleddet. En spesiell form for dette er simultanitet, der en av forklaringsvariablene bestemmes sammen med den avhengige variabelen (Woolridge, 2006). Perez-Gonzalez (2002) har i sin undersøkelse av utbyttepolitikk i USA beskrevet hvordan eierskap også kan avhenge av utbyttepolitikk. Dette er i tråd med teorien om klientelleffekter, der selskaper med en viss type utbyttepolitikk tiltrekker seg visse eiertyper. Vi vurderer at denne problematikken ikke er betydelig i vår analyse da vi ikke ser på porteføljeinvesteringer, men på eierskap over 60 %. Da vil i prinsippet eierskap ikke avhenge utbyttepolitikk, fordi utbyttepolitikken kan styres av de kontrollerende eierne gjennom styret.

7.3 Validitet og reliabilitet

Oppgavens validitet og reliabilitet vurderes på bakgrunn av oppgavens svakheter beskrevet ovenfor. Validitet kan defineres som ”I hvilken grad man ut fra resultatene av et forsøk eller en studie kan trekke gyldige slutninger om det man har satt seg som formål å undersøke” (Validitet, 2012). Det handler altså om resultatene er gyldige, både for det utvalget vi har testet, og dersom resultatene overføres til et annet utvalg utenfor testgruppene. Som diskutert under avsnittet om svakheter ved valg av behandlings- og kontrollgruppe, kan den ytre validiteten svekkes av at utvalget EØS-land ikke er tilfeldig, slik at om en utførte samme tester for hele utvalget kunne resultatene vært annerledes. Når det gjelder den indre validiteten kan det være usikkerhet om de valgte forklaringsvariablene på en god måte gjenspeiler utbyttepolitikken i selskapene, som er det vi har til hensikt å måle. Som nevnt finnes det svakheter ved både utbytte i kroner og utbytteandel. Vi har tidligere forklart at årsresultatet er svært volatil, og endret utbytteandel kan derfor også være et resultat av endret årsresultat framfor endret utbyttepolitikk. En metode som benytter en annen avhengig variabel enn utbytteandel, for eksempel dividend yield, kan derfor gi andre resultater.

Hvorvidt undersøkelsen har høy reliabilitet går ut på om studien har høy målesikkerhet eller pålitelighet, det vil si ”i hvilken grad man får samme resultater når en måling eller undersøkelse gjentas under identiske forhold” (Reliabilitet, 2012). Dette gjelder både hvis den samme metoden benyttes på nytt, og hvis man benytter en annen metode for å måle det samme. Som nevnt er det til tider stor usikkerhet rundt spesielt datasettet basert på Aksjonærregisteret som er brukt fra 2004. I tillegg gjør sammenkoblingen av to forskjellige datasett akkurat i reformåret at målesikkerheten blir ytterligere svekket. Kryssjekkene mellom datasettene viste delvis, men langt fra perfekt samsvar. En sammenhengende dataserie med god kvalitet for hele perioden ville hevet reliabiliteten i undersøkelsen betraktelig.

7.4 Oppsummering av svakheter

Den største svakheten ved analysen er at datasettene er av begrenset kvalitet, noe som også har tvunget oss til å ta enkelte uheldige metodevalg for å kunne gjennomføre analysen. Vi kunne også fått en rikere og mer presis analyse ved å inkludere flere relevante variabler.

Det er altså visse svakheter ved validiteten i oppgaven, men vi vurderer reliabiliteten som det største problemet på grunn av tvil rundt datasettet som ligger til grunn for testene. For fremtidig forskning på området ville det være ønskelig med kvalitetssikrede og sammenhengende dataserier for å kunne undersøke effekten av endrede skattesatser og andre forhold med større reliabilitet.

8. Konklusjon

I 2004 ble reglene for kildeskatt på utbytte endret for selskapsaksjonærer fra EØS, mens aksjonærer hjemmehørende utenfor EØS ikke opplevde noen endring. I denne utredningen har vi ønsket å undersøke om dette kan ha hatt en effekt på utbyttepolitikken i norske selskaper som er majoritetseid fra EØS. Bakgrunnen for problemstillingen er at en av årsakene til utformingen av skattereformen var å tilpasse seg krav fra EØS-avtalen om ikke-diskriminering av aksjonærer.

For å utføre testene har vi benyttet regresjonsanalyse med en difference-in-difference-estimator. Vi finner ingen sterkt signifikante resultater for at endringen i kildeskattesatsen på utbytte hadde effekt på de EØS-eide selskapenes utbyttepolitikk, men vi kan heller ikke avkrefte en endring. Resultatene strider ikke imot tidligere empiriske undersøkelser for utbytteskattens påvirkning på multinasjonale selskaper eller teorien om «The new view». Likevel er resultatene på grensen til å være signifikante, og et mer komplett datasett kunne gitt mer presise og robuste konklusjoner. I tillegg kunne inkludering av andre variabler belyst reformens effekt på utenlandske investeringer.

Andre resultater er at norske selskaper eid fra EØS ser ut til å utbetale en høyere andel av årsresultatet i utbytte enn selskapene eid fra andre land. USA som et stort eierland kan tenkes å ha betydelig innflytelse på dette resultatet, spesielt i perioden før 2003 da amerikanske aksjonærers utbytte ble tungt beskattet. Vi finner også støtte for at eldre selskaper har høyere utbytteandeler enn yngre, i tråd med maturitetshypotesen. I tillegg finner vi støtte for at størrelse og bransje er av betydning for selskapenes utbyttepolitikk.

9. Litteraturliste

Advokatfirmaet Steenstrup Stordrange DA. (2005). Skattereform 2004-2006. Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS.

Al-Malkawi, H.-A. N., Rafferty, M., og Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, ss. 171-200.

Allen, F., og Michaely, R. (2002). Payout Policy. *Working Paper Series*. The Wharton Financial Institutions Center.

Alstadsæter, A., Fjærli, E., og Thoresen, T. (2005). Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen i 2006. *Inntekt, skatt og overføringer 2005*. Hentet fra www.ssb.no/emner/05/01/sa_iso/arkiv/sa77/kap4.pdf.

Alstadsæter, A., og Fjærli, E. (2008). Neutral taxation of shareholder income. *CESifo Working Paper Series, nr 2530*.

Altschuler, R., Grubert, H., og Newlon, T. S. (2000). Has US Investment Abroad Become More Sensitive to Tax Rates. I J. James R. Hines (Red.), *International Taxation and Multinational Activity* (ss. 9-38). University of Chicago Press.

Bagwell, L. S., og Shoven, J. B. (1989). Cash Distributions to Shareholders. *Journal of Economic Perspectives, Volume 3*, ss. 129-140.

Baker, H. K., Powell, G. E., og Veit, E. T. (2002). Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *Journal of Economics and Finance*, 2(3), ss. 267-283.

Balsvik, R., Jensen, S., Møen, J., Tropina, J. (2009). *Kunnskapsstatus for hva økonomisk forskning har avdekket om flernasjonale selskapers internprising i Norge*. SNF prosjekt nr 1374. Bergen: Samfunns- og næringslivsforskning AS.

Barrios, S., Huizinga, H., Laeven, L., og Nicodème, G. (2009). International taxation and multinational firm location decisions. *European Economy: Economic Papers*, 356.

Becker, Bo., Jacob, M., og Jacob, M. (2012). Payout Taxes and the Allocation of investment. *NBER Working Paper, Nr 17481*.

Benito, G. R. (2012). Norge og utenlandske investeringer. Hentet 28.11.2012 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/kampanjer/refleks/innspill/oekonomi/benito.html?id=493175>

Berge, S., Krogh, H. L., og Tjølsen, A. T. (2011). *Utbytte*, (3. utgave). Oslo: Den norske Revisorforening.

Berk, J., og DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance*, (2. utgave) Boston: Pearson Education.

Blouin, J., Raedy, J., og Shackelford, D. (2004). Did dividends increase immediately after the 2003 reduction in tax rates? *NBER Working Paper Series, nr 10301*.

Brønnøysundregistrene. (2012). Brønnøysundregistrene. Hentet 31.10.2012 fra <http://www.brreg.no/registrene/>

Buettner, T., og Wamser, G. (2007). Intercompany Loans and Profit Shifting - Evidence from Company-Level Data. *CESifo Working Paper Series, nr 1959*.

Chetty, R., og Saez, E. (2004). Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(3), ss. 791-833.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., og Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72, ss.425-456.

Denis, D. J., og Osobov, I. (2007). Why do firms pay dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1).

Desai, M. A., Dharmapala, D. (2008). Taxes, dividends and international portfolio choices. *NBER Working Papers, Nr 13281*.

Desai, M. A., Foley, C. F., og Hines Jr., J. R. (2006). Dividend policy inside the multinational firm. *Financial Management*, 36(1), ss. 5-26.

Desai, M. A., Foley, C. F., og Hines Jr., J. R. (2004). Foreign Direct Investment in a World of Multiple Taxes. *Journal of Public Economics* 88, ss. 2727-2744.

Devereux, M. P., og Maffini, G. (2006). The Impact of Taxation on the Location of Capital, Firms and Profit. Hentet fra <http://etpf.org/papers/11location.pdf>

Statistisk Sentralbyrå. (2000). Dokumentasjon av SIFON-registeret. Upublisert artikkel.

Donald, S. D., og Lang, K. (2007). Inference with Difference in Differences and Other Panel Data. *The Review of Economics and Statistics*, 89(2), ss. 221-233.

Eckbo, B. E., Kisser, M. (under publisering). *Capital Structure: who finances externally?*

Ederveen, S., og de Mooij, R. A. (2003). Taxation and Foreign Direct Investment: A Synthesis of Empirical Research. *International Tax and Public Finance*, 10(6), ss. 673-693.

Emberland, B., Totland, E., og Tveita, O. (2009). Norge i en globalisert verden - betydning av utenlandsk eierskap i norsk næringsliv. *SSB: Økonomiske analyser 6/2009*.

Fama, E. M., og French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), ss. 3-43.

Finansdepartementet. (2012). Skatteavtaler mellom Norge og andre stater. Hentet 22.11.2012 fra http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/skatteavtaler-mellom-norge-og-andre-stat.html?id=417330

Gordon, R., og Dietz, M. (2006). Dividends and taxes. *NBER Working paper series, nr 12292*.

Grullon, G., og Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), ss. 1649-1684.

Grullon, G., Michaely, R., og Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3).

Harboe, E. (1991). *Skattereformen 1992: En presentasjon og vurdering av Regjeringens forslag*. Oslo: Universitetsforlaget.

Hursti, J. (2006). *Foreign Ownership of Firms and the European Stock Market* (Doktoravhandling). Helsinki: Helsinki University of Technology.

Invest in Denmark. (2012). Ministry of Foreign Affairs: Invest in Denmark. Hentet 18.10.2012 fra <http://www.investindk.com/About-us>

Invest in Sweden Agency. (2012). Om oss: Invest Sweden. Hentet 18.10.2012 fra <http://www.investsweden.se/Sverige/Om-Invest-Sweden/>

Jacobsen, M., og Schjelderup, G. (2012). *Det norske skattesystemet: Hvor går veien videre?* Upublisert manuskript. Norges Handelshøyskole og Finansdepartementet.

Julio, B., og Ikenberry, D. L. (2004). Reappearing Dividends. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), ss. 89-100.

Jønsberg, B., Grydeland, A., Busvold, B., og Larsen, T. (2005). *Skattereformen - en presentasjon*. Oslo: Den norske Revisorforening forlaget.

Klette, S. (2010). *Kapitalskattereformen i 2006, Tilpasninger og nøytralitet*. SNF prosjekt 1761. Bergen: Samfunns-og næringslivsforskning AS.

Knudsen, G. (2000). *Regjeringens næringspolitikk og vilkårene for utenlandske investeringer i Norge*. Tale fra nærings- og handelsministeren 12.04.2012. Nærings- og handelsdepartementet.

Mjøs, A., og Øksnes, K. (2012). *Dokumentasjon og kvalitetssikring av SNFs og NHHs database med regnskaps- og foretaksinformasjon for norske selskaper*. Bergen: Samfunns- og næringslivsforskning AS.

Naas, H., Bruusgaard, C., Ilstad, K., og Svensen, C. (2011). *Norsk internasjonal skatterett*. Oslo: Universitetsforlaget.

Nordby, J. (2000). Globalisering og utenlandsk eierskap i Norge. Statistisk Sentralbyrå: *Økonomiske analyser 7/2000*.

NOU 1996:17. *I Norge - for tiden?* Oslo: Finansdepartementet, Nærings- og energidepartementet og Utenriksdepartementet.

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

NOU 2012:2. *Utenfor og innenfor*. Oslo: Utenriksdepartementet.

Nærings- og handelsdepartementet. (2012). Oppretter Invest in Norway. Hentet 8.10.2012 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/pressesenter/pressemeldinger/2012/oppretter-invest-in-norway.html?id=703578>

Pérez-Gonzalez, F. (2002). *Large shareholders and Dividends - Evidence from U.S. Tax Reforms*. Columbia University.

Reliabilitet. (2012). I *Store Norske Leksikon*. Hentet 26.11.2012 fra http://snl.no/.sml_artikkel/reliabilitet

Sinn, H.-W. (1991). Taxation and the cost of capital: The "old" view, the "new" view, and another view. *Tax Policy and the Economy*, 5. MIT Press.

Skattedirektoratet. (2012). *Lignings-ABC 2011/2012*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.

Skatteetaten. (2012). Aksjonærregisteret. Hentet 31.10 2012 fra <http://www.skatteetaten.no/Alt-om/Aksjer/Aksjonarregisteret/>

St.meld. nr 11 (2010-2011). *Evaluering av Skattereformen 2006*. Oslo: Finansdepartementet.

St.meld. nr 29 (2003-2004). *Om skattereform*. Oslo: Finansdepartementet.

St.meld. nr 40 (1997-98). *Eierskap i næringslivet*. Oslo: Nærings- og handelsdepartementet.

Statistisk Sentralbyrå. (2009). Fordringer og gjeld overfor utlandet (Finanstillingen). Hentet 22.11.2012 fra <http://www.ssb.no/finansutland/om.html>

Statistisk Sentralbyrå. (2012a). Internasjonal investeringsposisjon. Hentet 12. august fra <http://www.ssb.no/intinvpos/tab-2012-10-01-01.html>

Statistisk Sentralbyrå. (2012b). Mailkorrespondanse med Leiv Ryalen, Seniorrådgiver.

Statistisk Sentralbyrå (2012c). Mailkorrespondanse med Yngvar Holm, Seniorrådgiver.

Thoresen, T. O., Bø, E. E., Fjærli, E., og Halvorsen, E. (2011). Evaluating the redistributive effects of tax policy changes: with an application to the 2006 Norwegian tax reform. *SSB: Discussion Papers, nr 648.s*

Validitet. (2012). I *Store Norske Leksikon*. Hentet 26.11.2012 fra http://snl.no/.sml_artikkel/validitet

Woolridge, J. (2006). *Introductory Econometrics*. South-Western Cengage Learning.

Personlig kontakt:

Paul Gunnar Larsen, Skatt Vest. Oktober 2012.

10. Appendiks

Tabell 4: Status skatteavtale før 2004 med tilhørende kildesats på utbytte og landets behandling av utenlandsk utbytte. Alle EØS-land

	Land	Skatteavtale med Norge før 2004	Kildesats for store eierandeler	Behandling av utenlandsk utbytte i hjemlandet	Endret skattesats etter reform?
Inkludert i EØS-gruppen i analysen	Belgia	Ja	5 %	Fritak opp til 5 %	Ja
	Østerrike	Ja	0 %	Fritak	Nei
	Tyskland	Ja	0 %	Fritak opp til 5 %	Nei
	Danmark	Ja	0 %	Fritak	Nei
	Spania	Ja	10 %	Fritak	Ja
	Finland	Ja	0 %	Fritak	Nei
	Frankrike	Ja	0 %	Fritak opp til 5 %	Nei
	Italia	Ja	15 %	Fritak opp til 60 %	Usikker*
	Storbritannia	Ja	5 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Luxemburg	Ja	5 %	Fritak	Ja
	Nederland	Ja	0 %	Fritak	Nei
	Portugal	Ja	0 %	Direkte kreditfradrag	Nei
	Sverige	Ja	0 %	Fritak	Nei
Ikke inkludert i analysen grunnet uspesifiserte data eller ustabil medlemskap	Hellas	Ja	20 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Irland	Ja	5 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Polen	Ja	0 %	Indirekte kreditfradrag	Nei
	Tsjekkia	Ja	0 %	Indirekte kreditfradrag	Nei
	Kypros	Ja	0 %	Fritak	Nei
	Latvia	Ja	5 %	Fritak	Ja
	Litauen	Ja	5 %	Fritak	Ja
	Slovenia	Ja	0 %	Fritak	Nei
	Slovakia	Ja	5 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Estland	Ja	5 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Ungarn	Ja	10 %	Fritak	Ja
	Malta	Ja	15 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Bulgaria	Ja	15 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Romania	Ja	10 %	Indirekte kreditfradrag	Ja
	Island	Ja	0 %	Fritak	Nei
	Liechtenstein	Nei	25 %	Usikkert	Usikker**

* Avhenger av hvor mye av utbyttet selskapene får fritak for. **Ikke opplysninger om behandling av utbytte fra utland.

Tabell 5: Oversikt over bransjegruppering basert på NACE-koder etter systemene SN2002 og SN2007

Bransjekode	Virksomhetsområder	SN2002	SN2007
1	Jordbruk, skogbruk og fiske	A, B	A
2	Bergverksdrift og utvinning	C	B
3	Industri	D	C
4	Elektrisitet, gass, damp og vann	E	D, E
5	Bygg og anlegg	F	F
6	Varehandel, reparasjon av motorvogner	G	G
7	Transport, lagring og kommunikasjon	I	H, J
8	Overnatting og servering	H	I
9	Finans	J	K
10	Eiendom og faglig og forretningsmessig tjenesteyting	K	L, M, N
11	Offentlig admin og forvar	L	O
12	Undervisning	M	P
13	Helse og sosial	N	Q
14	Kulturell virksomhet og annen tjenesteyting	O	R, S
15	Lønnet arbeid i private husholdninger	P	T
16	Internasjonale organer og organisasjoner	Q	U










































































Tabell 6: Kryssjekk på bransje mellom Aksjonærregisteret og SIFON i 2007

Bransje-nummer	Virksomhetsområder	Aksjonærregisteret 2007	SIFON 2007
1	Jordbruk, skogbruk og fiske	0 %	0 %
2	Bergverksdrift og utvinning	3,4 %	2,4 %
3	Industri	11,8 %	9,8 %
4	Elektrisitet, gass, damp og vann	1 %	0,5 %
5	Bygg og anlegg	2 %	3 %
6	Varehandel, reparasjon av motorvogner	21 %	32 %
7	Transport, lagring og kommunikasjon	7,8 %	7,8 %
8	Overnatting og servering	0,9 %	1,8 %
9	Finans	8,9 %	7,3 %
10	Eiendom og faglig og forretningsmessig tjenesteyting	40 %	32 %
11	Offentlig admin og forvar	0 %	0 %
12	Undervisning	0,1 %	0,3 %
13	Helse og sosial	0,4 %	0,6 %
14	Kulturell virksomhet og annen tjenesteyting	0,1 %	1,9 %
15	Lønnet arbeid i private husholdninger	0 %	0 %
16	Internasjonale organer og organisasjoner	0%	0 %
	Ukjent	1,2 %	0,4 %

Tabell 7: Kryssjekk på alder mellom Aksjonærregisteret og SIFON i 2007

Aldersgruppe	Aksjonærregisteret 2007	SIFON 2007
0-5 år	52 %	38 %
6-10 år	17 %	22 %
11-15 år	10 %	13 %
16-20 år	6 %	10 %
21-40 år	8 %	13 %
Over 41 år	6 %	4 %

Tabell 8: Oversikt over EØS-medlemskap i ulike tidsperioder

Land	EØS-medlem 1995-2003	EØS-medlem 2004-2006	EØS-medlem 2007- i dag
Belgia			
Bulgaria			
Danmark			
Estland			
Finland			
Frankrike			
Hellas			
Irland			
Island			
Italia			
Kypros			
Latvia			
Lichtenstein			
Litauen			
Luxembourg			
Malta			
Nederland			
Polen			
Portugal			
Romania			
Slovakia			
Slovenia			
Spania			
Storbritannia			
Sverige			
Tsjekkia			
Tyskland			
Ungarn			
Østerrike			



EØS-medlem

Tabell 9: Oversikt over antall observasjoner i analysen

År	Antall observasjoner	Antall i EØS		Antall utenfor EØS	
		Utbyttebetalende	Ikke utbyttebetalende	Utbyttebetalende	Ikke utbyttebetalende
1995	1 815	216	1 346	29	224
1996	1 887	252	1 371	23	241
1997	1 941	266	1 412	28	235
1998	2 140	292	1 581	24	243
1999	2 235	291	1 675	27	242
2000	2 445	264	1 893	22	266
2001	2 519	287	1 960	21	251
2002	2 515	316	1 903	27	269
2003	2 543	355	1 894	22	272
2004	79	15	57	0	7
2005	101	18	76	0	7
2006	328	36	259	0	33
2007	552	61	433	0	58
2008	838	98	644	2	94
2009	1 269	149	968	5	147
Total	23 207	2916	17 472	230	2 589

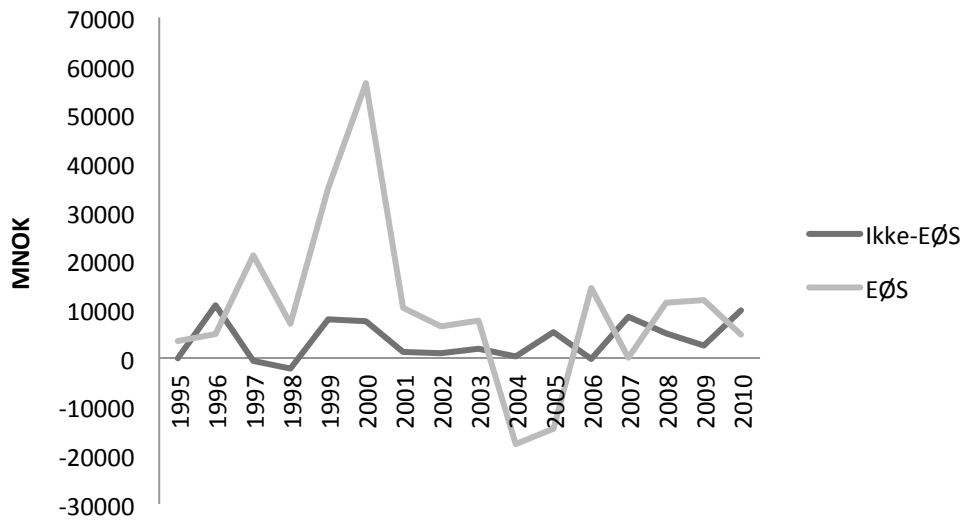
Tabellen viser antall observasjoner per år i utvalget med minst 60 % eierandel. Dette er før fjerning av ekstreme observasjoner.

Tabell 10: Spesifikasjon av regresjoner (1-22)

Navn	Avhengig variabel	Forklaringsvariabler	Andre spesifikasjoner
Reg1	Utbytte (log)	Eosreform, eos, reform	
Reg2	Utbytte (log)	Eosreform, eos, reform, årsresultat	
Reg3	Utbytte (log)	Eosreform, eos, reform, årsresultat, sum eiendeler (log), totale inntekter (log)	
Reg4	Utbytteandel	Eosreform, eos, reform	
Reg5	Utbytteandel	Eosreform, eos, reform, årsresultat	
Reg6	Utbytteandel	Eosreform, eos, reform, årsresultat, sum eiendeler (log)	
Reg7	Utbytteandel	Eosreform, eos, reform, årsresultat, sum eiendeler (log), år, bransje, alder	
Reg8	Utbytteandel	Eosreform, eos, reform, årsresultat, sum eiendeler (log), bransje, alder	
Reg9	Utbytteandel	Eosreform, eos, reform, totale inntekter (log), sum eiendeler (log), år, bransje, alder	
Reg10	Utbytteandel	Eosreform, eos, reform, årsresultat, totale inntekter (log), sum eiendeler (log), år, bransje, alder	
Reg11	Utbytteandel	Reg10	Fjernet 10 % ekstreme verdier
Reg12	Utbytteandel	Reg10	Kun eierandeler større enn 90 %
Reg13	Utbytteandel	Reg10	Alle største eierandeler, også under 50 %
Reg14	Utbytteandel	Reg10	Eiendelsgruppe 1
Reg15	Utbytteandel	Reg10	Eiendelsgruppe 2
Reg16	Utbytteandel	Reg10	Eiendelsgruppe 3
Reg17	Utbytteandel	Reg10	Eiendelsgruppe 4
Reg18	Utbytteandel	Reg10	Aldersgruppe 0-5
Reg19	Utbytteandel	Reg10	Aldersgruppe 6-10
Reg20	Utbytteandel	Reg10	Aldersgruppe 11-20
Reg21	Utbytteandel	Reg10	Aldersgruppe 21+
Reg22	Utbytteandel	Reg10	Uten år 2008 og 2009

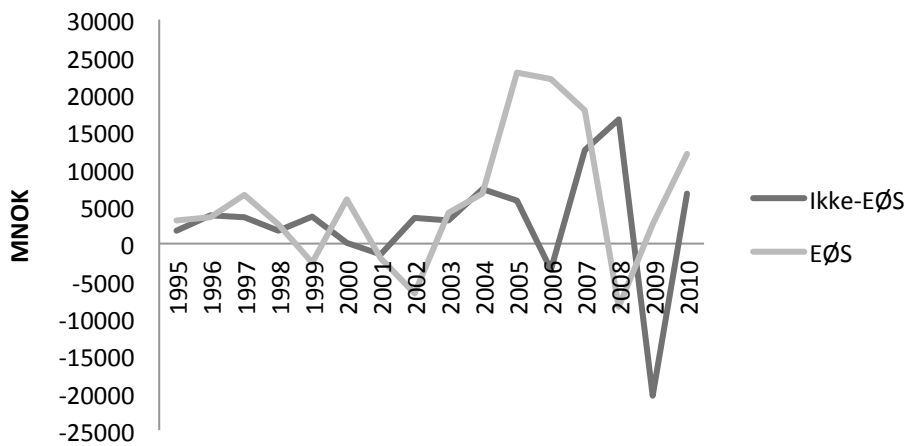
Kommentar til Tabell 10: Eosreform er interaksjonsleddet for selskaper etter reformen som er eid fra EØS. Eos er en dummy for at selskapet er EØS-eid, og reform er en dummy for årene fra og med 2004. År, bransje og alder er dummyer for henholdsvis hvilket år observasjonen gjelder for, hvilken bransje selskapet tilhører og hva slags aldersgruppe selskapet er i. For Reg1-Reg3 er 1% av de høyeste ekstremverdiene fjernet. For Reg4-Reg10 og Reg12-Reg22 er 5% av de øverste ekstremverdiene, og alle observasjoner under tilsvarende negativ utbytteandel, fjernet. Eiendelsgruppe1-4 viser oppdelingen av selskapene i fire grupper, der 1 er gruppen med laveste sum eiendeler og 4 er gruppen med høyeste sum eiendeler. Alle robusthetstestene (Reg11-Reg22) er utført på samme regresjon som Reg10.

Figur 15: Utvikling i innskutt egenkapital til Norge fra utlandet etter region i perioden 1995-2010



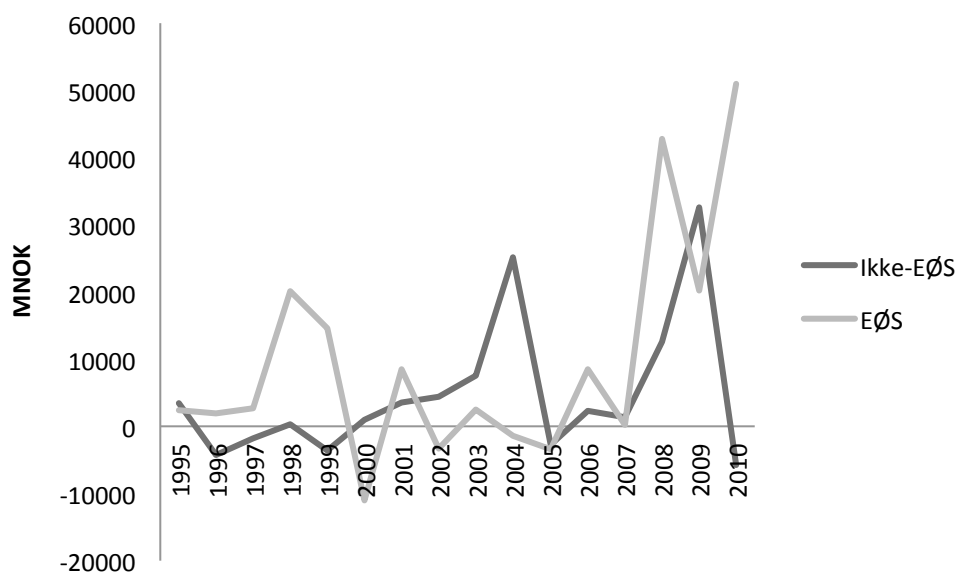
Kilde: ssb.no

Figur 16: Utvikling i reinvestert fortjeneste i Norge fra utlandet etter region i perioden 1995-2010



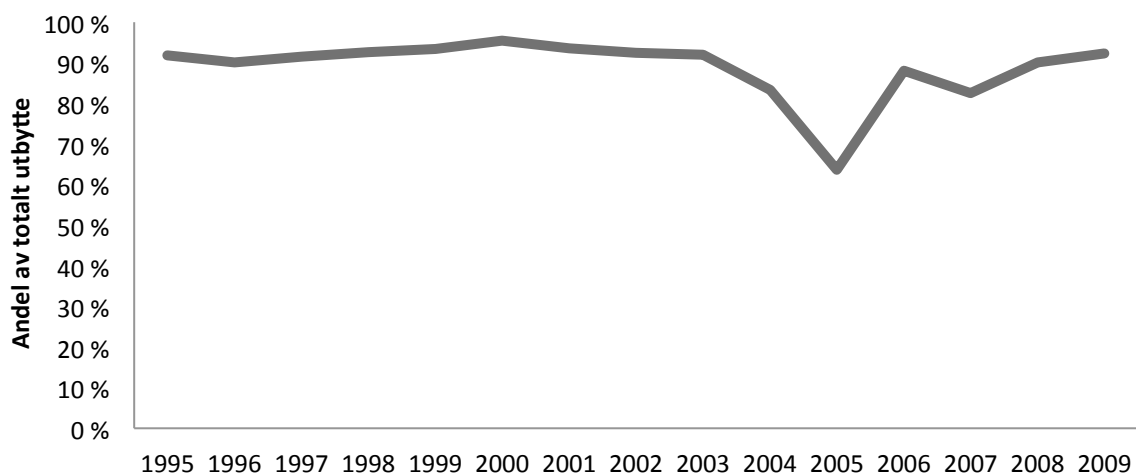
Kilde: ssb.no

Figur 17: Utvikling i netto lånefordringer hos utlandet overfor Norge, etter region i perioden 1995-2010



Kilde: ssb.no

Figur 18: Utbytter utbetalt av de 5 % største observasjonene, som andel av totale utbytter i utvalget med stabilt eierskap over 60 %, etter fjerning av ekstreme observasjoner



Egne beregninger basert på sammenkoblet datasett

Tabell 11: Robusthetsregresjoner I (11-17)

	Reg11	Reg12	Reg13	Reg14	Reg15	Reg16	Reg17
EØS*Reform	1.521 (2.470)	5.338* (3.095)	1.896 (1.627)	5.661 (3.801)	6.980* (3.591)	3.522 (7.378)	0.079 (4.562)
Reform	-7.427 (16.038)	-18.348*** (4.814)	-11.745*** (3.153)	-5.519 (3.858)			-8.304 (6.680)
EØS	7.375*** (1.012)	7.443*** (1.373)	4.621*** (1.273)	0.989 (1.649)	3.913* (2.131)	9.278*** (2.217)	11.619*** (2.104)
Åres/1 000 000	0.105*** (0.018)	0.111*** (0.021)	0.001 (0.000)	0.186 (0.134)	1.330* (0.749)	1.840*** (0.334)	0.104*** (0.018)
Driftsinnt. (log)	1.610*** (0.251)	1.562*** (0.350)	1.969*** (0.214)	-0.050 (0.303)	2.417*** (0.524)	1.467* (0.821)	1.044 (0.664)
Sum eiend. (log)	0.143 (0.270)	0.287 (0.375)	-0.117 (0.214)	2.222*** (0.476)	2.070 (1.606)	-2.153 (2.345)	0.523 (1.087)
Constant	-8.803 (9.472)	2.317 (11.406)	-9.657 (8.080)	-23.855** (10.272)	-72.332*** (27.577)	-6.946 (38.528)	28.721 (25.610)
Adjusted R-sq.	0.060	0.051	0.046	0.006	0.035	0.058	0.079
Observations	17455	15727	25388	2927	4987	5065	4621

Alle tall er KPI-justert til 1998-kroner etter tall fra SSB

*p < 0.1; **p < 0.05; ***p < 0.01

Standardavvik i parentes

Alle regresjoner inkluderer i tillegg Års-, bransje og aldersdummyer

Tabell 12: Robusthetsregresjoner II (18-22)

	Reg18	Reg19	Reg20	Reg21	Reg22
EØS*Reform	3.592* (1.919)	-1.881 (8.821)	1.141 (6.376)	10.040 (7.858)	7.507** (3.471)
Reform	-10.043*** (2.116)	-31.326 (26.861)	-27.267** (13.458)	-39.731*** (14.083)	
EØS	2.390** (1.196)	8.496*** (1.900)	12.139*** (2.622)	21.365*** (5.518)	8.308*** (1.191)
Åres/1 000 000	0.047*** (0.017)	0.093*** (0.034)	0.323*** (0.051)	0.199** (0.083)	0.135*** (0.027)
Driftsinnt. (log)	1.540*** (0.258)	2.017*** (0.560)	0.548 (0.854)	2.233 (1.939)	1.704*** (0.348)
Sum eiend. (log)	-0.543* (0.293)	-0.520 (0.616)	1.789* (1.012)	3.142 (2.341)	0.157 (0.377)
Constant	-17.655*** (4.284)	12.981 (38.135)	-58.785*** (10.457)	-106.224*** (19.315)	-44.732*** (7.261)
Adjusted R-sq.	0.016	0.021	0.038	0.061	0.050
Observations	7207	4347	4635	1411	16369

Alle tall er KPI-justert til 1998-kroner etter tall fra SSB

*p < 0.1; **p < 0.05; ***p < 0.01

Standardavvik i parentes

Alle regresjoner inkluderer i tillegg Års-, bransje og aldersdummyer