NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høst, 2014

Gjeldsskifting i norske selskaper

En studie av skattemotivert kapitalstruktur

Håkon Frede Foss

Veileder: Jarle Møen

Selvstendig arbeid.

Studium: Master i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Samfunnsøkonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Masterutredningen er en unik anledning (for noen, kanskje den eneste?) til å bruke et halvt år av livet på å fordype seg i en selvvalgt problemstilling. Jeg valgte å vie denne tiden til å studere skattetilpasning i internasjonale konserner. Valget er motivert ut ifra et ønske om å utforske et tema som både er faglig interessant og utfordrende, og som i tillegg er aktuelt og viktig i dagens samfunn, både i Norge og internasjonalt.

Min faglige interesse for skattemessige problemstillinger kan i stor grad tilskrives Guttorm Schjelderup og Dirk Schindler, som med sitt mastergradskurs om «skatt og forretningsstrategi» formidler den økonomifaglige skatteforskningen på en inspirerende måte. Det rettes en stor takk til veileder Jarle Møen for verdifulle innspill og tilbakemeldinger til alle døgnets tider. Senter for Skatteforskning ved NHH og Skatteetaten fortjener takk for innvilget stipend, og Malin Bjelvert i SSB skal også takkes for god rettledning til utleverte data.

Til slutt rettes en stor takk til Mari Bugge Solheim for uvurderlig hjelp og støtte under arbeidet med utredningen, både faglig, teknisk og menneskelig.

Håkon Frede Foss
Bergen, 22.12.2014

Sammendrag

Denne oppgaven skaffer ny evidens om internasjonale selskapers skattetilpasning i Norge. Problemstillingen er hvorvidt, og i hvilken grad, det kan påvises at kapitalstrukturen i de norske delene av internasjonale konserner er valgt ut ifra et ønske om å flytte skattepliktig overskudd fra Norge til et annet land hvor overskuddet beskattes til lavere skattesats. I takt med at økonomien blir stadig mer globalisert, har overskuddsflytting i internasjonale konserner fått økt oppmerksomhet fra politikere, frivillige organisasjoner og media. Én av flere mulige strategier som internasjonale konserner kan benytte for overskuddsflytting, er å allokerer forholdsmessig mye gjeld til datterselskaper i land der nivået på skattesatsen er relativt høy. Denne strategien omtales som *gjeldsskifting* eller *tynn kapitalisering* og er av OECD (2013) definert som et sentralt «pressområde» for å takle overskuddsflytting.

Denne oppgaven benytter først et case-studie som metode for å gi innsikt i hvordan gjeldsskifting i Norge utøves i praksis. Utgangspunktet for case-studien er bensinstasjonkjeden Statoil Fuel & Retail AS. Selskapet ble i 2012 kjøpt opp av canadiske Alimentation Couche-Tard Inc., og fikk i den forbindelse en vesentlig høyere gjeldsbelastning. Den reelle gjeldsgraden i konsernet økte fra 51 til 88 prosent etter oppkjøpet, som følge av opptatt interngjeld fra et mellomliggende holdingselskap i Luxembourg. Ifølge beregninger gjort i denne oppgaven, kan endringen i kapitalstruktur i forbindelse med oppkjøpet redusere årlig, skattepliktig overskudd i Norge med 945 millioner kroner.

Andre del av oppgaven benytter et unikt datasett med norske selskapers transaksjoner mot tilknyttede selskaper i utlandet. Det påvises signifikante sammenhenger mellom økt gjeldsfinansiering i norske selskaper og hvorvidt selskapet har interngjeld overfor land med lavere skattesats enn Norge. Når gjeldsgrad måles på konsernnivå, øker graden av gjeldsfinansiering med skattedifferansen mellom Norge og landet interngjelden skyldes til.

Innhold

Innhold iii

Figurer vi

Tabeller vii

1 Introduksjon 1

2 Skatt og bedriftens kapitalstruktur 5

2.1 Kapitalstruktur i nasjonale foretak 6

2.1.1 En verden uten skatter 6

2.1.2 En verden med bedriftsbeskatning 8

2.1.3 En verden med personbeskatning 9

2.1.4 Konkurskostnader 9

2.1.5 Agentkostnader ved gjeld 11

2.1.6 Fordeler med gjeld 12

2.1.7 Balanse mellom fordeler og ulemper ved gjeld 13

2.1.8 Pecking-order-teorien 14

2.2 Kapitalstruktur i flernasjonale foretak 15

2.2.1 Omgåelseskostnader 15

2.2.2 En modell for optimal kapitalstruktur i internasjonale konsern 16

2.2.3 Ekstern gjeld 19

2.2.4 Interngjeld 21

2.2.5 Oppsummering . . . 23
2.3 Konseptuelt om kapitalstruktur i konsernfellesskap . . . 23
2.3.1 Interngjeld mellom selskaper i samme land . . . 25
2.3.2 Interngjeld mellom selskaper i ulike land . . . 26
2.3.3 Nærmere om holdingselskaper . . . 29
2.4 Reguleringer mot gjeldsskifting . . . 30

3 Case-studier av gjeldsskifting 33
3.1 Om case-studier . . . 33
3.2 Dokumenterte enkelttilfeller av gjeldsskifting i Norge . . . 35
3.3 Statoil Fuel & Retail . . . 37
3.3.1 Oppkjøpet av SFR . . . 39
3.3.2 Vesentlige transaksjoner ifm. oppkjøpet . . . 40
3.3.3 Kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøpet . . . 43
3.3.4 Vurdering av kapitalstrukturen etter oppkjøp . . . 45
3.3.5 Skattemessige konsekvenser av oppkjøpet . . . 46
3.3.5.1 Nedbetalingen av obligasjonslånet . . . 46
3.3.5.2 Interngjelden i holdingselskapet . . . 47
3.3.6 Holdbarheten av resultatene . . . 49
3.3.7 Nærmere om rentekostnadene i CTN . . . 50
3.3.8 Skattemessige konsekvenser for Couche-Tard i Luxembourg . . . 51
3.3.9 Skattemessige konsekvenser for Couche-Tard i Canada . . . 52
3.3.10 Oppsummering . . . 53
3.3.11 Selskapets synspunkter knyttet til denne analysen . . . 55

4 Kvantitative studier av gjeldsskifting 57
4.1 Om Nederland . . . 60

5 Kvantitativ analyse 62
5.1 Datakilder . . . 62
5.1.1 SSBs UT-rapportering . . . 62
5.1.2 Regnskapsstatistikk . . . 64

5.1.3 Skattedata . . . 64
5.1.4 SIFON-registeret . . . 65
5.2 Deskriptiv statistikk . . . 66
5.2.1 Skattebesparelser i utvalget . . . 72
5.3 Empirisk strategi . . . 79
5.4 Analyse på selskapsnivå . . . 82
5.4.1 Variablene i modellen . . . 82
5.4.2 Resultater . . . 86
5.5 En konsern-tilnærming . . . 91
5.5.1 Omregning til konsernvariabler . . . 91
5.5.2 Resultater . . . 98
5.6 Robusthetsanalyser . . . 101
5.7 Oppsummering . . . 106

6 Konklusjon **108**

Bibliografi **111**

Appendiks A **119**

Appendiks B **123**

Appendiks C **128**

Appendiks D **133**

Appendiks E **134**

Appendiks F **140**

Figurer

2.1 Sannsynlighet for mislighold 10
2.2 Balanse mellom kostnader og fordeler ved gjeld 14

3.1 Transaksjonene ifm. oppkjøpet av SFR 42
3.2 Kapitalstruktur i Statoil Fuel & Retail 44

5.1 Selskaper i UT-rapporteringen - Periode 2007-2012 66
5.2 Viktigste motpartsland 68
5.3 Direkteinvesteringer mellom Norge og tre viktige motpartsland 71
5.4 Netto rentestrømmer fra konsernintern gjeld 73
5.5 Netto rentestrømmer - Utvalgte land 74
5.6 Konserner i Norge: Netto skattebesparelse ved interngjeld 76
5.7 Konserner i Norge: Brutto skattebesparelse ved interngjeld 77
5.8 Interngjeld i selskaper som flytter overskudd 78
5.9 Modifisert gjeldsgrad sammenlignet med ordinær gjeldsgrad 94

Tabeller

3.1 Begreper i denne analysen 43
3.2 Kapitalstruktur i SFR før og etter oppkjøp 44
3.3 Skattemessige effekter av endret kapitalstruktur 48
3.4 Oppkjøpets skattemessige konsekvenser 54

5.1 Eksklusjoner 82
5.2 Variabelliste 85
5.3 Kapitalstruktur i norske selskaper 87
5.4 Skattemotivert interngjeld 90
5.5 Variabelliste - konsernanalyse 97
5.6 Gjeldsskifting i konserner 100
5.7 Intern gjeldsskifting i konsern - Interaksjoner mellom forklaringsvariabler og størrelse 103
5.8 Gjeldsskifting i konserner - Fixed effects 105

6.1 Beregnet rentesats for gjelden i Statoil Fuel & Retail ASA 128
6.2 Variabelliste - konsernanalyse 133
6.3 Skattesatser 134

Kapittel 1

Introduksjon

Dersom et internasjonalt konsern ønsker å betale så lite skatt som mulig av overskuddet det skaper, bør konsernet forsøke, på lovlig vis, å flytte mest mulig av dette overskuddet fra land hvor det beskattes hardt, til land hvor det beskattes mildt. Det er rimelig å anta at langt de fleste internasjonale konserner har et ønske om å betale mindre skatt og at de dermed vil forsøke seg på nettopp dette. Med en stadig økende internasjonalisering av både realøkonomien og finansøkonomien har internasjonale konserners overskuddsflytting vakt stor bekymring blant politikere og i organisasjonslivet. Hvis disse konsernene effektivt kan kanalisere sine overskudd ut av land med høye eller moderate skattesatser, vil det åpenbart svekke skattegrunnlaget i land med relativt høye skattesatser. I følge OECD (2013), en tenketank for industriland, vil denne strategien også svekke konkurranseevnen til rene nasjonale selskaper: «What is at stake is the integrity of the corporate income tax» skriver organisasjonen (ibid.:8), og viser til at tilliten til skattesystemet blant øvrige skattebetalere blir svekket dersom enkelte aktører lovlig kan slippe unna skatteregningen.

Internasjonale konserner kan benytte et bredt spekter av ulike strategier for å flytte overskudd fra ett land til et annet for å spare skatt. Denne oppgaven begrenser seg til å studere overskuddsflytting ved at konsernet allokerer forholdsmessig mye gjeld i datterselskaper i høyskatteland, såkalt *gjeldsskifting* eller *tynn kapitalisering*. Denne strategien utnytter at gjeldsfinansiering i de aller fleste lands skatteregimer er skattemessig fordelaktig relativt til egenkapitalfinansiering. Denne fordelaktige behandlingen skyldes at gjeldsrenter kvalifiserer for skattefradrag i selskapet, mens godtgjørelse av aksjonærer i form av utbytteutbetalinger

og verdistigning på aksjene ikke kan trekkes fra selskapets skattepliktige inntekt.

Internasjonale konsern kan utnytte dette både ved å plassere relativt store andeler av konsernets gjeld i datterselskaper i høyskatteland uten å øke den totale gjeldsbelastningen på globalt nivå, og ved å lånefinansiere sine døtre med interngjeld fremfor å egenkapitalfinansiere dem. Hvis denne strategien benyttes, vil datterselskap av internasjonale konserner ha påviselig høyere grad av gjeldsfinansiering enn rene nasjonale selskaper, og internasjonale selskaper vil i mindre grad enn nasjonale selskaper bidra med skatteinntekter til samfunnet.

OECD (ibid.) peker på gjeldsskifting som et av de viktigste «pressområdene» for å motvirke overskuddsflytting i internasjonale konserner. Den svenske skattekommisjonen, Företagsskattekommittén (2014), foreslår å endre sentrale egenskaper ved det svenske selskapsskatteregimet med den begrunnelse å motvirke gjeldsskifting (Företagsskattekommittén, 2014). Forslaget innebærer skattemessig likebehandling av egenkapital og gjeld. I Norge foreslår Scheel-utvalget å stramme inn en nylig innførte regel som er ment å motvirke gjeldsskifting i norske selskaper[1]. Utvalget foreslår i tillegg å motvirke gjeldsskifting ved å innføre en generell kildeskatt på rentestrømmer ut av Norge, noe som i dag bare omfatter rentestrømmer til enkelte land, regulert gjennom skatteavtaler mellom Norge og disse landene (ibid.). Gjeldsskifting kan dermed sies å være et høyaktuelt tema.

I Norge har satsen for selskapsskatten stått i ro siden skattereformen i 1992 (Jacobsen og Schjelderup, 2011). På dette tidspunktet var dereguleringer av kapitalmarkeder godt i gang i store deler av verden, noe som siden har ført til skjerpet skattekonkurranse og en bred nedgang i selskapsskattesatser internasjonalt (ibid.). Etter skattereformen i 1992 var Norge nærmest for et lavskatteland å regne, målt mot land det er naturlig å sammenligne oss med. I dag har den gjennomsnittlige selskapsskattesatsen blant EU-landene krøpet 4,4 prosentpoeng under den norske satsen på 27 prosent (Finansdepartementet, 2014:17). Dette øker den potensielle gevinsten ved å flytte overskudd ut av Norge ved gjeldsskifting.

Det foreligger flerfoldige bidrag i den internasjonale litteraturen som påviser gjeldsskifting i internasjonale konsern. Det er imidlertid begrenset med analyser av skattemotivert kapitalstruktur i norske selskaper. Denne oppgaven tar sikte på å fremskaffe ny evidens om

[1]Regelen nekter fradrag for netto rentekostnader dersom rentene knyttes til konserninternt lån og netto, totale rentekostnader overstiger 30 prosent av resultat før skatt, finansposter, avskrivninger og nedskrivninger. Se delkapittel 2.4. Scheel-utvalget foreslår blant annet å stramme inn beregningsgrunnlaget til bare å omfatte resultat før skatt og finansposter, men heve grensen til 45 prosent.

utbredelsen av gjeldsskifting blant selskaper i Norge. Første del av oppgaven gjennomgår relevant teori for videre å kunne angripe fenomenet med en analytisk tilnærming. I denne delen av oppgaven drøftes også noen ideer om hvordan vi på en fornuftig måte kan vurdere kapitalstruktur i selskaper som inngår i konsernfellesskap. Disse ideene anvendes i både en kvalitativ og en kvantitativ, empirisk studie videre i oppgaven.

I Kapittel 3 gjennomgås de få enkelttilfeller av gjeldsskifting i Norge som har fått offentlig oppmerksomhet. Denne oppgaven bidrar med et ytterligere eksempel på gjeldsskifting i Norge ved en case-studie av bensinstasjonskjeden Statoil Fuel & Retail. Dette caset er valgt fordi det på en god måte illustrerer mulighetsrommet for gjeldsskifting innenfor rammene av det norske skattesystemet, og det tegnes et fyldig bilde av hvordan strategien kan implementeres i praksis.

Statoil Fuel & Retail ble i 2012 kjøpt opp av det internasjonale, canadisk-eide varehandelkonsernet Alimentation Couche-Tard Inc. På dette tidspunktet var Statoil Fuel & Retail et børsnotert selskap skilt ut fra det tidligere morselskapet Statoil. Etter oppkjøpet ble Statoil Fuel & Retail et tynt kapitalisert selskap der brorparten av selskapets totalkapital finansieres med interngjeld fra et holdingselskap i Luxembourg. Oppkjøpet økte den reelle gjeldsgraden i Statoil Fuel & Retail fra 51 til 88 prosent, og beregninger i denne analysen viser at endret kapitalstruktur kan redusere årlig, skattepliktig overskudd med 945 millioner kroner. Beregningene er annualisert med utgangspunkt i observert kapitalstruktur og observerte kapitalkostnader i tiden mellom oppkjøpet og 31. desember 2012, som er siste periode for hvis det finnes tilgjengelig regnskapsinformasjon om selskapet. Case-studien drøfter også skattemessige effekter av oppkjøpet utenfor Norge, og det konkluderes under visse forutsetninger med at Couche-Tard-konsernet benytter en «double-dipping»-strategi, hvor selskapet får to rentefradrag for én og samme realinvestering, ett fradrag i Norge og ett i Canada, hvor det initielle låneopptaket for å finansiere oppkjøpet foretas.

Videre bruker denne oppgaven et unikt datasett generert fra SSBs UT-rapportering, der et utvalg selskaper rapporterer ulike former for transaksjoner mot utlandet, der iblant rentekostnader og -inntekter knyttet til interngjeld. Dataene viser at en gruppe få, men store, selskaper i Norge sparer betydelige beløp ved å finansiere norske selskaper med interngjeld fra selskaper i gunstige skatteregimer. Belgia fremtoner seg som desidert største mottakerland av norske selskapers rentekostnader knyttet til interngjeld.

Dataene brukes videre i en økonometrisk analyse. I denne delen av oppgaven avdekkes en signifikant sammenheng mellom høy gjeldsgrad og det å ha interngjeld i et gunstig skatteregime. Videre finnes en positiv sammenheng mellom gjeldsgrad og den maksimale skattedifferansen mellom Norge og landene som de norske selskapene har interngjeld overfor. Denne sammenhengen er imidlertid bare signifikant når graden av interngjeldsfinansiering måles på konsernnivå.

Resultatet er i tråd med teori om intern gjeldsskifting, og samsvarer blant annet med funnene i Møen et al. (2011). Dataene forteller imidlertid ikke at internasjonale selskaper generelt er tynnere kapitalisert enn rene nasjonale selskaper, slik teorien predikerer. Utenlandskeide selskaper ser ut til å være finansiert med høyere grad av gjeld, mens norskeide internasjonale selskaper ikke viser en slik tendens.

Det konkluderes til slutt med at effektene av gjeldsskifting blant norske selskaper er påviselige. Imidlertid synes effektene å være moderate når dataene analyseres på aggregert nivå. Dette taler for at ekstensiv utnyttelse av rentefradraget blant norske selskaper i form av internasjonal gjeldsskifting forekommer, men blant relativt få selskaper.

Kapittel 2

Skatt og bedriftens kapitalstruktur

Selskaper trenger penger for å tjene penger. Selskapet kan enten be om penger i aksjemarkedet eller kredittmarkedet. Aksjonærene vil kunne kreve eierskap til de verdier i selskapet som er igjen etter at alle øvrige interessenter har fått utbetalt det de har krav på. Aksjonærene vil også som regel ha ulike former for bestemmelsesrett over selskapet. Kreditorene vil kunne gjøre krav på en fast premie proporsjonal til sine innskudd, avhengig av den avtalte rentesatsen på gjelden. Får ikke kreditorene rentene de har krav på, kan de slå selskapet konkurs, realisere verdiene i selskapet og ha fortrinnsrett på godtgjørelse fremfor aksjonærene.

Dette er den sentrale todelingen av investorer som velger å finansiere selskaper. Aksjonærer og kreditorer kan videre deles i mange underkategorier. Blant aksjonærene kan vi finne grupper med ulike rettigheter hva gjelder både utbetalinger og innflytelse på selskapet (se for eksempel Bråthen (2000)). Selskapets kreditorer er ofte en heterogen gruppe bestående av alt ifra banker og obligasjonseiere til leverandører, ansatte og staten ved skattemyndighetene. Fordelingen av alle disse gruppenes bidrag til finansieringen av selskapet, kan omtales som selskapets kapitalstruktur.

Både teoretisk og empirisk anlagte forskere i økonomifaget har søkt kunnskap om bedriftens valg av finansieringskilder. Dette kapittelet begynner med gjennomgang av grunnleggende og sentral teori om selskapets kapitalstruktur. Deretter presenteres en modell for hvordan internasjonale selskaper kan optimalisere sine totale skattekostnader ved valg av kapitalstruktur i sine datterselskap. Ikke all teori som presenteres nedenfor vil bli testet i den empiriske delen av denne oppgaven. Denne teorien omtales likevel her fordi den gir et faghis-

torisk perspektiv som har verdi i seg selv, og den kan bidra til å forklare variasjon i selskapers kapitalstruktur utover det som fanges opp variablene i denne studiens modellspesifikasjoner.

2.1 Kapitalstruktur i nasjonale foretak

2.1.1 En verden uten skatter

I The Cost of Capital viser Modigliani og Miller (1958) at bedriftens markedsverdi er uavhengig av bedriftens kapitalstruktur. En forutsetning for at dette teoremet skal holde, er at bedriften befinner seg i en verden med et perfekt kapitalmarkedet. Det er særlig tre egenskaper som kjennetegner det perfekte kapitalmarkedet (Berk og DeMarzo, 2007):

1. Markedspriser på verdipapirer utgjør nåverdien av deres fremtidige kontantstrøm, og ulike investorer kan handle de samme verdipapirene til samme pris.

2. Det eksisterer verken skatter, transaksjonskostnader eller utstedelseskostnader knyttet til handel med verdipapirer.

3. Kapitalstrukturen i en bedrift har ingenting å si for kontantstrømmen fra bedriftens realinvesteringer, og finansstrukturen gir heller ingen informasjon om denne kontantstrømmen.

Modigliani-Miller-teoremet forutsetter også at ingen vridende skatter er til stedet og påvirker bedriftens valg av optimal kapitalstruktur, for eksempel selskapsskatt.

Det kan vises ved eksempel at det vil oppstå arbitrasjemuligheter dersom teoremet ikke er oppfylt i et perfekt kapitalmarked. Hvis markedsverdien av bedrift j's gjeld uttrykkes som B_j, og markedsverdien av bedriftens aksjer som V_j, kan markedsverdien for totalkapital dermed uttrykkes som

$$T_j \equiv (V_j + B_j) = \frac{\bar{X}_j}{r_E} \tag{2.1}$$

hvor $\bar{X}_j$ er bedriftens forventede, årlige, økonomiske profitt (profitt før rentekostnader), og r_E er markedets avkastningskrav på aksjer. Dersom sammenhengen i (2.1) ikke holder, vil det oppstå muligheter for arbitrasje:

Anta at to bedrifter, Bedrift 1 og Bedrift 2, er identiske på alle vis, bortsett fra at Bedrift 1 er finansiert utelukkende med egenkapital, mens Bedrift 2 er finansiert ved en blanding av egenkapital og gjeld. Bedriftenes realinvesteringer vil gi samme forventede overskudd X. Hvis verdien av bedrift 2, T_2, er høyere enn verdien av bedrift 1, T_1, kan en investor oppnå arbitrasje ved å selge aksjer i Bedrift 2 og kjøpe aksjer i Bedrift 1. Investoren kan innta en kort posisjon med en andel α av aksjene i Bedrift 2, det vil si låne aksjer og videreselge dem. Da vil han umiddelbart innkassere $v_2\, kroner = \alpha V_2$. Deretter kan han kjøpe aksjer i Bedrift 1 for $v_1\, kroner = \alpha\,(V_2 + B_2)$. Dette kan han finansiere ved salgsinntekter fra shortsalget av αV_2, det vil si v_2 kroner, og ved å låne restbeløpet αB_2 til renten r_0.

Avkastningen til den korte posisjonen i Bedrift 2 kan uttrykkes som

$$Y_2 = -\alpha\,(X - r_0 B_2) \tag{2.2}$$

mens nettoavkastningen på den lange posisjonen etter rentekostnadene kan uttrykkes

$$Y_1 = \frac{v_1}{V_1} X - r_0 \alpha B_2 = \frac{\alpha\,(V_2 + B_2)}{V_1} X - r_0 \alpha B_2. \tag{2.3}$$

Ettersom $V_2 + B_2 = T_2$ og $V_1 = T_1$, kan vi uttrykke totalavkastningen på porteføljen som

$$Y_p = Y_2 + Y_1 = -\alpha\,(X - r_0 B_2) + \alpha \frac{T_2}{T_1} X - r_0 \alpha B_2\ . \tag{2.4}$$

Totalavkastningen gitt ved (2.4) kan dermed reduseres til uttrykket

$$Y_p = \alpha X \left(\frac{T_2}{T_1} - 1 \right)\ . \tag{2.5}$$

Vi ser av (2.5) at porteføljen gir en positiv avkastning dersom $\frac{T_2}{T_1} > 1$, det vil si dersom $T_2 > T_1$. Dette gir god grunn til å selge aksjer i Bedrift 2 og kjøpe aksjer i Bedrift 1, noe som vil drive prisen på aksjene henholdsvis ned og opp, frem til sammenhengen i (2.1) holder[1].

[1] Eksempelet er inspirert, men ikke direkte hentet, fra Modigliani og Miller (1958).

2.1.2 En verden med bedriftsbeskatning

Modigliani og Millers teorem har blitt kritisert for å være tuftet på for strenge forutsetninger som i vesentlig grad avviker fra verdens realiteter. Særlig forutsetningen om fravær av vridende skatter har blitt trukket frem for å svekke betydningen av teoremet (Miller, 1977). Men med utgangspunkt i Modigliani og Miller, kan det studeres hvordan optimal kapitalstruktur påvirkes dersom vi forlater teoremets forutsetninger.

Selskapsskatten, en proporsjonal skatt på bedriftens overskudd, er i de fleste jurisdiksjoner innrettet slik at gjeldsrenter kommer til fradrag for skattepliktig inntekt, mens det ikke gis fradrag for egenkapitalens kapitalkostnader. Denne fordelaktige behandlingen av gjeld i forhold til egenkapital gir opphav til det såkalte *renteskatteskjoldet*. Hvis B_t uttrykker bedriftens gjeld i periode t, og i_t representerer rentesatsen i samme periode, vil bedriften oppnå en skattefordel, et renteskatteskjold, fra gjeldsfinansiering i periode t på $B_t \times i_t \times \tau_c$, der τ_c utgjør satsen på selskapsskatten. Renteskatteskjoldet gjør gjeld til en billigere finansieringskilde relativt til egenkapital, slik at bruk av gjeld kan bidra til å redusere selskapets kapitalkostnader. Maksimering av aksjonærenes avkastning må innebære å minimere bedriftens kapitalkostnader. Hvis vi tar utgangspunkt i forutsetningene i Modigliani-Miller-teoremet, men tar hensyn til selskapsskatten innrettet på en slik måte som beskrevet ovenfor, kan kapitalkostnaden til bedriften, r_t, uttrykkes som

$$r_t = 1 + b_t i_t \left(1 - \tau_c\right) + \left(1 - b_t\right) \rho_t \ , \tag{2.6}$$

der b_t er bedriftens gjeldsgrad ,$\frac{gjeld}{egenkapital+gjeld}$, og ρ_t er markedets avkastningskrav for aksjene[2]. Førsteordensbetingelsen for optimal kapitalstruktur blir dermed

$$\frac{\partial r_t}{\partial b_t} = i_t \left(1 - \tau_c\right) - \rho_t = 0 \ , \tag{2.7}$$

som gir hjørneløsningene (i) $b_t = 0$ hvis $i_t \left(1 - \tau_c\right) > \rho_t$, (ii) $b_t = 1$ hvis $i_t \left(1 - \tau_c\right) < \rho_t$ og (iii) b_t er uten betydning for kapitalkostnadene dersom $i_t \left(1 - \tau_c\right) = \rho_t$. I en verden uten usikkerhet, vil arbitrasjebetingelsen $\rho_t = i_t$ gjøre seg gjeldende, og bedriften vil fullfinansiere seg med gjeld dersom $\tau_c > 0$. Den som vil argumentere for at $i_t < \rho_t$ i en verden med usikker

[2]Se Appendiks A for en utledning etter inspirasjon fra Myles (1995).

avkastning på egenkapitalen, vil ha historien med seg. Dette vil i så fall trekke i samme retning, nemlig mot $b_t = 1$.

2.1.3 En verden med personbeskatning

Konklusjonen fra seksjon 2.1.2 er at bedriften har et sterkt incitament til å søke gjeldsfinansiering dersom $i_t \leq \rho_t$ og $\tau_c > 0$. Den norske aksjonærmodellen har blant annet som formål å motvirke incitamentet til gjeldsfinansiering. Mens renteinntekter beskattes med 28 prosent for personlige investorer, beskattes ikke aksjeinntekter innenfor «normalavkastning» for kapitalbeskatning (Zimmer, 2014). Dermed utlignes store deler av renteskatteskjoldet i bedriften ved at kreditoren ikke får glede av skjermingsfradraget.

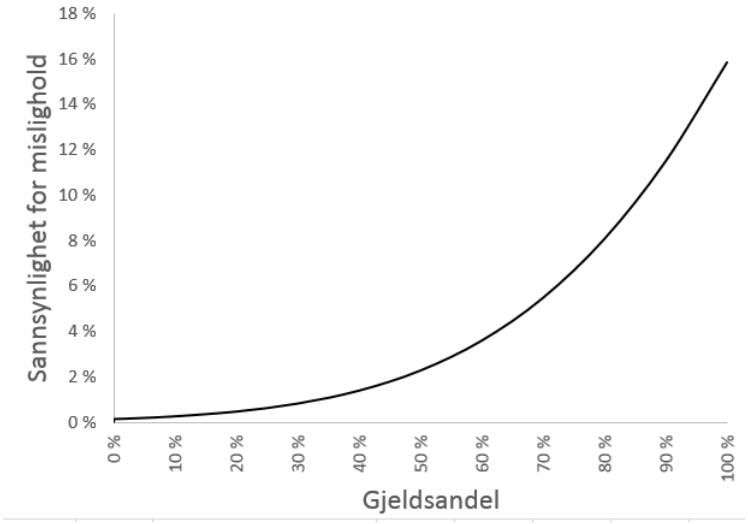
Denne balanseringen av renteskatteskjoldet treffer imidlertid bare norske, personlige investorer. For utenlandske investorer som ikke oppnår skjermingsfradrag, vil renteskatteskjoldet likevel være dominerende. Kapitalmarkedene er dessuten i stor grad dominert av institusjonelle og utenlandske investorer som definerer bedriftens avkastningskrav etter selskapsskatt helt uavhengig av norske regler for personlig beskatning. I en liten åpen økonomi med frie kapitalbevegelser vil det dermed ikke være mulig å kompensere for de skattemessige fordelene av rentefradrag i bedriften (se Finansdepartementet 2014:119 for en mer dyptgående drøftelse). Det legges dermed til grunn for den videre analysen at skattesystemet i vesentlig grad favoriserer gjeldsfinansiering fremfor finansiering gjennom egenkapital.

2.1.4 Konkurskostnader

Skattevilkår er ikke det eneste som kan tenkes å ha innvirkning på selskapets valg av kapitalstruktur. I virkelighetens verden er fremtidige kontantstrømmer fra investeringer som regel usikre, og høy gjeldsgrad kan føre til finansiell usikkerhet for bedriften som medfører kostnader.

Dersom kontantstrømmen i en periode svikter, vil selskapet risikere å misligholde sin gjeld. Selskapet vil med andre ord ikke være i stand til å betale renter og avdrag i tråd med lånebetingelsene. Dette vil skje dersom periodens netto kontantstrøm pluss kontantbeholdning fra periodens begynnelse ikke er tilstrekkelig til å dekke periodens avdrag og rentekostnader. Hvis selskapet ikke har gjeld, vil det ikke kunne komme i mislighold. Men fra første krone

gjeld selskapet opptar, vil det samtidig oppstå en risiko for at selskapet havner i mislighold. Denne sannsynligheten øker med gjeldsgraden, som vist i Figur 2.1.



Figur 2.1: Sannsynlighet for mislighold

Figuren viser sannsynligheten for at et selskap i ved slutten av året vil misligholde sin gjeld dersom det (i) gir et driftsresultat på 15 prosent av investert kapital med et standardavvik på 5 prosent, (ii) kan låne til 10 prosent og må betale rentekostnader, men ikke avdrag, på slutten av perioden og (iii) ikke har kontanter ved årets begynnelse.

Kilde: Egenprodusert

Det er derimot ikke gitt at sannsynligheten for mislighold påvirker verdien av selskapet. Dersom selskapet havner i fare for å misligholde sin gjeld, men forventede kontantstrømmer i fremtiden har en positiv nåverdi, så vil selskapet kunne refinansiere seg ved emisjon eller ytterligere låneopptak, dersom kapitalmarkedet er velfungerende. Slik unngår selskapet å havne i mislighold. Dersom selskapet ikke har utsikter til fremtidige overskudd, vil kreditorene kunne slå selskapet konkurs og overta selskapets eiendeler. Det innebærer at kreditorene må ta et tap som ellers aksjonærene hadde måttet ta dersom selskapet utelukkende var finansiert med egenkapital. Men det er ingenting i dette resonnementet som tilsier at selskapets gjeldsgraden påvirker selskapets nåverdi i positiv eller negativ forstand (Berk og DeMarzo, 2007).

Resonnementet overser imidlertid kostnadene knyttet til bobehandlingen ved en konkurs. Dette vil blant annet være kostnader for å underholde en bostyrer, som skal skaffe oversikt

over sakskomplekse og etterforske disposisjoner selskapet har foretatt i forkant av konkursen. Dessuten må kreditorer bruke tid på å melde inn sine krav for bostyrer og i enkelte tilfeller forhandle med øvrige långivere. Dette gir opphav til *direkte konkurskostnader*, der utgiftene faller på kreditorene. I et effisient kapitalmarked vil derimot disse kostnadene være hensyntatt i kredittmarkedets tilbudsside og gi utslag i høyere gjeldsrenter. På den måten vil de direkte konkurskostnadene føre til høyere effektiv kapitalkostnad for selskapet, som til stykket må bæres av aksjonærene.

Når det oppstår en fare for at selskapet vil komme i mislighold, og dermed fare for konkurs, vil også andre interessenter enn kreditorene kunne bli berørt i negativ forstand (ibid). Selskapets kunder ville kunne kreve en premie dersom de anser fremtidige leveranser fra selskapet som usikre. Det samme kan være tilfellet også for selskapets ansatte, dersom de foretrekker sikre arbeidsplasser fremfor usikre. Også selskapets leverandører kan reagere på lukten av konkurs, for eksempel ved å nekte inngåelse av langsiktige kontrakter eller stanse kredittsalg. Dersom konkurs blir et faktum, kan det også tenkes at selskapets eiendeler kan blir solgt til underpris. Dette kan være fordi bostyrer er nødt til å selge eiendelene innen relativt kort tid, og bostyrer har ikke nødvendigvis tid, ressurser og kompetanse til å hente inn de optimale tilbudene på eiendelene. Disse kostnadene kan regnes som de *indirekte konkurskostnadene*.

Både de direkte og indirekte konkurskostnadene kan oppstå selv om konkursen aldri inntreffer. Konkurskostnadene tar form av risikopremier og øker med risikoen for konkurs. Ettersom mislighold er en forutsetning for konkurs, vil sannsynligheten for konkurs være økende i selskapets gjeldsgrad tilsvarende som i Figur 2.1. Det samme kan dermed sies om konkurskostnadene.

2.1.5 Agentkostnader ved gjeld

Gjeld kan også påføre selskapet kostnader som har opphav i interessekonflikter mellom aksjonærer og kreditorer. Når selskapets gjeldsgrad øker, øker sannsynligheten for konkurs, noe som for aksjonærene typisk vil være ensbetydende med at hele investeringen går tapt. Hvis konkursrisikoen er tilstrekkelig stor, vil aksjonærene kunne ha interesse av at selskapet foretar risikable investeringer med negativ nåverdi.

For et selskap der egenkapital nærmer seg null og selskapet er i ferd med å misligholde sin gjeld, vil aksjonærene ha lite igjen å tape. De vil derfor kunne ha interesse av at ledelsen foretar beslutninger som gir forventet negativ fortjeneste for selskapet. Størrelsen på nedsiden er mindre interessant for aksjonærene, som i praksis allerede har tapt hele sin investering uansett. En liten mulighet for gevinst kan være tilstrekkelig til at aksjonærene anser strategien som attraktiv for dem. For kreditorene, derimot, vil tapene føre til at de får igjen en mindre andel av sine krav ved konkurs. Ettersom ledelsen er valgt av aksjonærene og ofte besitter aksjer i selskapet på privat hånd, kan kreditorene med rette frykte at ledelsen foretar slike valg, som kan være verdiødeleggende for selskapet som helhet. Når gjeldsgraden øker, øker konkursrisikoen, og det styrker ledelsens incentiv til å treffe beslutninger av typen som er beskrevet ovenfor. Dette vil generelt innebære å substituerer eiendeler med lav risiko med høy-risiko-eiendeler. Derfor omtales denne mekanismen som eiendelssubstitusjonsproblemet (ibid).

For bedriften som styrer mot mislighold, kan det også være et problem at investeringer med positiv nåverdi ikke blir foretatt. Aksjonærer vil være lite villige til å bidra med kapital til ytterligere investeringer dersom gevinsten i sin helhet vil gå med til å tilbakebetale de nåværende kreditorene. Dette omtales som gjeldsoverheng (ibid). I ytterste konsekvens kan gjeldsoverheng føre til at aksjonærene vil forsøke å realisere eiendeler og tappe selskapet for verdier før konkurs, noe som kan være verdiødeleggende for selskapet som helhet.

Kreditorene kan antas å kjenne til alle disse agentkostnadene ved gjeld. De vil dermed kreve en risikopremie som øker med konkursrisikoen i selskapet. Ettersom gjeldsgraden øker konkursrisikoen, vil også økt gjeldsgrad medføre økte agentkostnader.

2.1.6 Fordeler med gjeld

Det kan også være fordeler forbundet med høy gjeldsgrad. Ved å finansiere utvidelser med gjeld fremfor emisjon, kan de opprinnelige aksjonærene i selskapet beholde aksjemajoriteten, og dermed kontrollen, over selskapet.

Gjeld kan også være et virkemiddel i selskapets corporate governance. Dersom ledelsen forfølger sine egne interesser fremfor aksjonærenes, vil gjeld begrense ledelsens tilgang på kontanter. Dette vil kunne ha en disiplinerende effekt på ledelsen og gjøre det vanskeligere

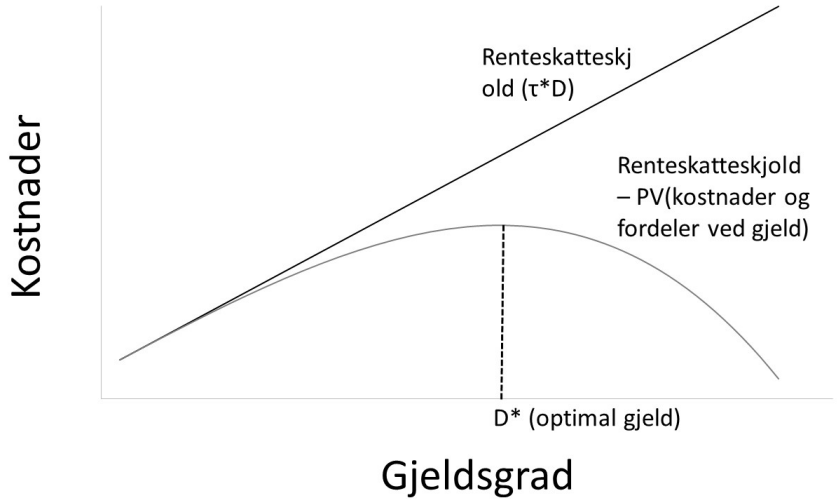
å bruke penger på unødvendig luksus for ledelsen. Det vil også kunne motvirke ulønnsomme prestisjeprosjekter som ledelsen anser som sine «hjertebarn» (ibid). Dessuten vil låneopptak føre til at banken vil gjøre egne analyser av selskapet og føre sin egen kontroll med selskapet og dets ledelse. En styrket selskapskontroll vil kunne være disiplinerende for ledelsen og tilsvarende fordelaktig for selskapets aksjonærer. Disse gunstige virkningene av gjeld kan, direkte oversatt fra engelske «agency benefits», kalles «agentfordeler» ved gjeldsfinansiering.

2.1.7 Balanse mellom fordeler og ulemper ved gjeld

Ved valg av optimal kapitalstruktur må selskapet veie skattegevinsten ved gjeld opp i mot konkurskostnader, og i tillegg ta hensyn til nettoeffekten av kostnadene knyttet til gjeldens virkninger på «corporate governance» - agentfordeler og -ulemper. Hvis de fremtidige nytte- og kostnadseffektene av gjelden summeres og neddiskonteres, kan nåverdien av selskapet uttrykkes som

$$\begin{aligned} V^L &= V^U + PV(Renteskatteskjold) - PV(Konkurskostnader) \\ &\quad -PV(Agentkostnader) + PV(Agentfordeler)\ , \end{aligned} \tag{2.8}$$

der V^L uttrykker totalverdien av selskapet når selskapet er finansiert med både gjeld og egenkapital, mens V^U er totalverdien av selskapet dersom det utelukkende var finansiert med egenkapital. Nåverdien av renteskatteskjoldet vil vokse med $D * \tau_c$ for hver krone gjeld bedriften opptar, og renteskatteskjoldet vil dermed vokse lineært med gjeldsgraden i selskapet. Det er derimot rimelig å anta at kostnadene ved gjeld vil vokse tiltagende med gjeldsgraden og dominere fordelene ved gjelden når gjeldsgraden nærmer seg én. Optimal kapitalstruktur oppnås ved en mengde gjeld der marginale gevinster ved ytterligere låneopptak er lik de marginale kostnadene ved økt gjeld, som vist i Figur 2.2.



Figur 2.2: Balanse mellom kostnader og fordeler ved gjeld

Figuren viser optimal gjeldsgrad D*. Med lavere gjeld en D* vil renteskatteskjoldet og marginale agentfordeler med gjeld overstige de marginale kostnadene ved gjeld, konkurskostnader og agentkostnader. Ved høyere gjeldsgrad vil de marginale kostnadene ved gjeld øke, og med gjeld som overstiger D*, vil marginalkostnadene dominere de marginale fordelene.

Kilde: Reprodusert etter inspirasjon fra Berk og DeMarzo (2007).

2.1.8 Pecking-order-teorien

Asymmetrisk informasjon om selskapet, der ledelsen har mer kunnskap om selskapets stilling og fremtidsutsikter enn nåværende og potensielle aksjonærer, vil føre til at investorer underpriser aksjer. Hvis aksjene er underpriset, vil det bli dyrere å finansiere nye investeringer med emisjon. Den samme mekanismen gjør seg gjeldene dersom ledelsen henvender seg til kredittmarkedet. Men ettersom verdien på gjelden er mindre volatil enn verdien på aksjene, kan informasjonsasymmetrien antas å ha mindre betydning for gjeld enn for aksjer. Opptjent egenkapital vil ikke ha en slik merkostnad som følge av asymmetrisk informasjon og slik sett være den billigste finansieringsformen. Dette resonnementet gir opphav i pecking-order-teorien, som sier at ledelsen i selskapet vil finansiere nye investeringer med opptjent egenkapital, dernest gjeld og i siste instans hente ny egenkapital ved emisjon (*Berk og DeMarzo, 2007*).

2.2 Kapitalstruktur i flernasjonale foretak

Dette delkapitlet vil drøfte hvordan optimal kapitalstruktur påvirkes dersom selskapet er en del av et internasjonalt konsern. Til forskjell fra diskusjonen i delkapittel 2.1 vil det her tas hensyn til at konsernselskaper vil være til stede i ulike stater og dermed står overfor ulike satser på selskapsskatten. Dette vil få konsekvenser for hvor i konsernet gjeldsbelastningen bør plasseres. Konsernet kan også senke sin totale skattekostnad ved lånevirksomhet mellom konsernselskaper i land med ulik skattesats. Slike lån vil videre bli omtalt som interngjeld.

2.2.1 Omgåelseskostnader

De fleste land har regler som tøyler internasjonale selskap som bruker interngjeld for å spare skatt (nærmere om slike regler i delkapittel 2.4). Ekstensiv bruk av interngjeld kan dermed medføre en umiddelbar risiko for inngripen fra skattemyndighetene. En slik inngripen vil nødvendigvis utløse administrasjonskostnader, og ved søksmål påløper prosesskostnader i form av juridisk bistand og ytterligere belastning for administrasjonen. Selskapet og selskapets ansatte kan i verste fall risikere straffeforfølgelse for brudd på Regnskapsloven eller Skatteloven dersom de finnes skyldige i henholdsvis å oppgi misvisende opplysninger i regnskapet eller å tilbakeholde opplysninger fra Skattemyndighetene.

Tynn kapitalisering kan også føre til omdømmetap dersom det fører til at selskapet kommer i medias søkelys og fremstår som en aggressiv skatteplanlegger. Dersom selskapet havner i konflikt med skattemyndighetene, kan dette bidra til ytterligere negativ omtale i media med påfølgende omdømmetap.

Før et konsern eventuelt ønsker å benytte seg av tynn kapitalisering for å spare skatt, kan selskapet også se seg nødt til å benytte seg av konsulenter og advokater for å redusere risikoen for at myndighetene vil gripe inn i etterkant. I Ikea-saken, hvor norske skattemyndigheter nektet fradrag for renter fra interngjeld i et norsk selskap i møbelhandelkonsernet Ikea, fremkom det at selskapet hadde kjøpt skatterådgivning fra Deloitte for 1,4 millioner kroner det året selskapet opptok det konserninterne lånet (Høgalmen og Olsen, 2013). Det er dermed ikke sagt at disse kostnadene nødvendigvis knytter seg til interngjelden.

Samlet taler det ovenstående for at det knytter seg kostnader til tynn kapitalisering som påløper dersom selskapet vil omgå eller bevege seg mot gråsonen av skattelovgivningen. Kost-

nadene kommer i form av risiko for inngripen fra skatte- og påtalemyndigheter, risiko for omdømmetap og kostnader ved å forebygge disse risikoene. Disse kostnadene kan omtales som *omgåelseskostnader*. De antas å øke med gjeldsgraden, og særlig med graden av interngjeld.

2.2.2 En modell for optimal kapitalstruktur i internasjonale konsern

Valg av optimal kapitalstruktur i et internasjonalt konsern kan beskrives i en modell som i all hovedsak er hentet fra Møen et al. (2011). Konsernet er pristagende og produserer homogene goder. Konsernet har ett selskap i i hvert land hvor konsernet er etablert, og produksjonsfunksjonen i selskap i kan uttrykkes $x_i = F(K_i, L_i)$, hvor K_i og L_i er henholdsvis investert realkapital og arbeidskraft anvendt i selskap i. Konsernet kan finansiere selskap i med enten egenkapital V_i, ekstern gjeld B_i^E eller interngjeld B_i^I. Både intern- og ekstern gjeld belastes med en konstant rente r som er lik i alle land. Konsernet kan med andre ord ikke flytte overskudd fra høyskatteland til lavskatteland ved å velge en rente på interngjeld som avviker fra markedsrenten r.

Selskapets totale gjeld B_i blir dermed lik summen av B_i^E og B_i^I, og selskapets gjeldsgrad kan uttrykkes som

$$b_i = \frac{B_i}{K_i} = \frac{B_i^E}{K_i} + \frac{B_i^I}{K_i} = b_i^E + b_i^I \,,$$

der b_i^E og b_i^I representerer henholdsvis ekstern og intern gjeld som andel av totalkapitalen.

Videre vil selskapet stå overfor fordeler og ulemper ved bruk av gjeld som omtalt i seksjonene 2.1.4-2.1.6. Det antas at ved svært lav gjeldsgrad vil gevinsten av å øke gjelden, agentfordelene ved gjeld, overgå de økte kostnadene ved gjelden, det vil si agentkostnadene og konkurskostnadene. Når gjeldsgraden når et visst punkt $b*$, vil derimot marginalkostnaden dominere marginalgevinsten, og $b*$ vil dermed utgjøre optimal gjeldsgrad uten hensyn til skatteeffekter av gjeld. Kostnadene ved ekstern gjeld vil dermed være en funksjon av gjeldsgraden, $C^E\left(b_i^E\right)$, og ha en U-form slik at

$$\begin{array}{rrrrrr} C^E\left(b_i^E\right) > 0 & med & C^{E\prime}\left(b_i^E\right) > 0 & C^{E\prime\prime}\left(b_i^E\right) > 0 & når & b_i^E > b* \\ & og & C^{E\prime}\left(b_i^E\right) < 0 & C^{E\prime\prime}\left(b_i^E\right) > 0 & når & b_i^E < b* \,. \end{array}$$

Kostnaden ved bruk av interngjeld, $C^I\left(b_i^I\right)$, antas å være eksponentielt økende med bru-

ken av interngjeld, det vil si b_i^I, av de grunner som er omtalt i seksjon 2.2.1, slik at

$$C^I\left(b_i^I\right) > 0 \quad med \quad C^{I\prime}\left(b_i^I\right) > 0 \quad C^{I\prime\prime}\left(b_i^I\right) > 0 \quad når \quad b_i^I > 0$$
$$og \qquad C^{I\prime}\left(b_i^I\right) = 0 \quad når \quad b_i^I \leq 0\,.$$

Konsernet står også overfor konkurskostnader på konsernnivå. Vi noterer konkurskostnader på konsernnivå som $C_f\left(b_f\right)$, der b_f representerer konsernets samlede gjeldsgrad, det vil si

$$b_f = \frac{\sum_i B_i^E}{\sum_i K_i}\,. \tag{2.9}$$

Konkurskostnadene på konsernnivå øker eksponentielt med konsernets samlede gjeldsgrad slik at $C_f'\left(b_f\right) > 0$ og $C_f''\left(b_f\right) > 0$.

Konsernet vil rimeligvis maksimere sitt globale overskudd etter skatt, $\prod$. Hvis vi videre

- noterer lønnskostnader i selskap i som w_i,
- noterer skattesatsen i landet til selskap i som τ_i og
- forutsetter at overskudd etter skatt kan distribueres skattefritt mellom land innad i konsernet[3],

kan konsernets maksimeringsproblem uttrykkes som

$$max\ \prod_{D_i^E D_i^I} = \sum_i \Big\{(1-\tau_i) \times \left[F\left(K_i, L_i\right) - w_i L_i\right] - rK_i + \tau_i r \times \left(B_i^E + B_i^I\right)$$
$$- \left[C^E\left(b_i^E\right) + C^I\left(b_i^I\right)\right] \times K_i\Big\} - C_f\left(b_f\right) \tag{2.10}$$

$$gitt\ at\ \sum_i D_i^I \times r = 0 \tag{2.11}$$

Sidebetingelsen i (2.11) sørger for at konsernets samlede rentekostnader knyttet til interngjeld summerer seg til konsernets samlede renteinntekter fra interngjeld.

[3]Dette er blant annet muliggjort innen EU og EØS-området gjennom The parent subsidiary directive, som fritar utbytte betalt til EU og EØS-land fra kildeskatt og fritar inntektsskatt av utbytte betalt fra selskap i EU og EØS-land (Europakommisjonen, 2014).

Modellen følger Huizinga et al. (2008) og Møen et al. (2011) i det at verken kostnader knyttet til interngjeld, eksterngjeld på selskapsnivå eller konkurskostnader på konsernnivå kvalifiserer til skattefradrag.

At kostnadene ved ekstern gjeld på selskapsnivå og konkurskostnader på konsernnivå ikke kommer til fradrag for skattepliktig inntekt, er en sterk antagelse. I den grad gjeldsopptak fører til eiendelssubstitusjonsproblemer og gjeldsoverheng som omtalt i seksjon 2.1.5, antas det at kreditorene tar høyde for dette ved et påslag på rentesatsen. Dermed vil kostnader av denne typen gi skattefradrag.

Huizinga et al. (2008:94) hevder at *«Bankruptcy costs are incurred by loss-making firms and hence, are assumed not to be deductible from taxable corporate income»*. Konkurskostnader, som i modellen samles til konsernnivå, vil derimot gi utslag i at kreditorer og øvrige interessenter vil kreve ulike former for premier, som omtalt i seksjon 2.1.4. Dette fører til økte rentesatser, varekostnader eller lønnskostnader, som alle kan antas å komme til fradrag for skattepliktig inntekt. Antakelsen om at kostnadene ved ekstern gjeld ikke gir skattefradrag, gjør derimot modellen mer håndterlig i den videre anvendelsen. Der antakelsene påvirker de kvalitative konklusjonene, vil dette bli drøftet.

Det er mer rimelig å anta at kostnader knyttet til interngjeld ikke gir skattefradrag. For å bruke Norge som eksempel, så er prosesskostnader og kostnader for juridisk bistand fradragsberettiget (Skatteetaten, 2013:770). Videre presiseres det i Lignings-ABC at kostnadene må være pådratt for å oppnå skattepliktig inntekt (ibid.). Kostnader for å redusere skatteplikt er derimot ikke ansett for å oppfylle dette vilkåret. Dette er blant annet slått fast av Høyesterett i HR-2005-01726-A, hvor tre oljeselskaper ble nektet fradrag for prosesskostnader knyttet til skattetvist (Domstoladministrasjonen, 2014). Prosesskostnader i skattesaker gir dermed ikke skattefradrag.

Det kan likevel tenkes at enkelte kostnader forbundet med interngjeld gir skattefradrag, for eksempel kostnader ved omdømmetap som dermed påvirker skattepliktige salgsinntekter, og enkelte konsulentkostnader. Når det gjelder kostnader knyttet til interngjeld, får derimot ikke antakelsen om manglende fradrag konsekvenser for de kvalitative konklusjonene i modellen.

2.2.3 Ekstern gjeld

Maksimeringsproblemet i (2.10) gir følgende førsteordrebetingelse for eksterngjeld, b_i^E:[4]

$$\tau_i r = \frac{\partial C^E}{\partial b_i^E} + \frac{\partial C_f}{\partial b_f} \times \frac{1}{\sum_i K_i} \; \forall i \; . \tag{2.12}$$

Høyresiden i (2.12) uttrykker gevinsten ved å øke eksterngjeld i selskap i med én krone, mens venstresiden uttrykker den marginale kostnaden ved økt opptak av ekstern gjeld. Første ledd på venstresiden er marginale agentkostnader og konkurskostnadene på selskapsnivå, mens andre ledd er marginale konkurskostnader på konsernnivå når ekstern gjeld øker i selskap i. Dersom kostnadene ved økt opptak av ekstern gjeld er lavere enn renteskatteskjoldet, $\tau_i \times r$, vil konsernet øke eksterngjelden i selskap i. Dette vil øke kostnadene (eller redusere fordelene) av eksterngjeld på selskapsnivå og øke konkurskostnadene på konsernnivå. Det vil lønne seg å øke gjelden i selskap i helt til det punkt hvor de marginale kostnadene er lik renteskatteskjoldet.

Hva dette resultatet sier om forskjeller i optimal kapitalstruktur mellom nasjonale og internasjonale foretak, kan best illustreres ved et eksempel: La si at selskapene A og B er nasjonale selskap som bare er til stedet i Norge. Selskapene opererer i samme marked og er like på alle måter (lik investert kapital K, lik kapitalstruktur b^I og b^E osv.). En dag velger Selskap B å splitte opp sitt selskap i to deler og flytte den ene delen over grensen til Sverige, der selskapsskatten utgjør 20 prosent. Den svenske delen av Selskap B tar med seg halvparten av egenkapitalen og halvparten av gjelden i det opprinnelige selskapet, slik at kapitalstrukturen i både den norske og svenske delen av selskapet blir lik hverandre og lik den opprinnelige kapitalstrukturen. Kapitalen i Selskap B flyttes kostnadsfritt, og beslutningen får ingen konsekvenser for den operasjonelle driften av Selskap B. Siden kapitalstrukturen både på selskapsnivå og konsernnivå er uforandret, oppstår det en ulikevekt for den svenske delen av selskapet som bryter med (2.12), der

$$\tau_{Sverige} \times r < \frac{\partial C^E}{\partial b_i^E} + \frac{\partial C_f}{\partial b_f} \times \frac{1}{\sum_i K_i} \qquad i = [Norge, Sverige] \; .$$

[4]Se Appendiks B for en mer detaljert utledning.

Skatteskjoldet på høyresiden blir redusert på grunn av lavere rentefradrag, mens de marginale fordelene og ulempene ved gjeld i utgangspunktet er uforandret. For hver krone den svenske delen av Selskap B reduserer gjelden, vil skattebesparelsen være større enn den marginale kostnaden. Når den svenske delen av Selskap B reduserer gjelden, blir også konsernets samlede gjeldsgrad b_f, redusert. Dermed faller den marginale konkurskostnaden på konsernnivå, $\partial C_f/\partial b_f$. Når den marginale konkurskostnaden på konsernnivå faller, lønner det seg for Selskap B å øke gjelden i den norske delen av konsernet. Resultatet blir dermed at den norske delen av Selskap B, som nå har blitt et internasjonalt konsern, får en høyere grad av eksterngjeld enn det nasjonale konsernet Selskap A. *Dette skyldes ekstern gjeldsskifting.* Det bemerkes at det er konkurskostnadene på konsernnivå som gjør at Selskap B øker ekstern gjeld i den norske delen av konsernet. Dersom selskapene ikke hadde konkurskostnader på konsernnivå, ville ikke lavere gjeldsgrad i Sverige ført til lavere marginalkostnad for gjeld i Norge, og kapitalstrukturen i de norske selskapene ville vært lik i de to selskapene også etter at Selskap B ble «internasjonalt».

Med komparativ statikk kan vi, med utgangspunkt i (2.12), konkludere at graden av ekstern gjeld i selskap i vil øke dersom skattesatsen i landet til selskap i øker[5], fordi

$$\frac{db_i^E}{d\tau_i} = \frac{r}{\left(\partial^2 C/\partial b_i^{E2}\right) + \left(\partial^2 C_f/\partial b_f^2\right)\left[K_i/\left(\sum_i K_i\right)^2\right]} > 0\,. \tag{2.13}$$

I eksempelet ovenfor så vi at et selskap i Norge får økt grad av ekstern gjeld dersom det etablerer seg i et annet land med lavere skattesats enn i Norge. En slik «internasjonalisering» av selskapet har samme effekt på gjeldsgraden i Norge som om konsernet allerede var internasjonalt og skattesatsen i utlandet ble redusert. Matematisk kan det effekten på gjeldsgraden uttrykkes som $db_i^E/d\tau_{j\neq i}$. Med komparativ statikk kan det vises at virkningen av en skattereduksjon i et annet land, eller etablering av datterselskap i land med lavere skatt, vil utgjøre

$$\frac{db_i^E}{d\tau_{j\neq i}} = -\frac{\left(\partial^2 C_f/\partial b_f^2\right)\left(db_{j\neq i}^E/d\tau_{j\neq i}\right)\left[\sum_{j\neq i} K_j/\left(\sum_i K_i\right)^2\right]}{\left(\partial^2 C^E/\partial b_i^{E2}\right) + \left(\partial^2 C_f/\partial b_f^2\right)\left[K_i/\left(\sum_i K_i\right)^2\right]} < 0\,. \tag{2.14}$$

Ut fra spesifikasjonene av kostnadsfunksjonene vet vi at $\left(\partial^2 C_f/\partial b_f^2\right) > 0$ og $\left(\partial^2 C^E/\partial b_i^{E2}\right) >$

[5]Se Appendiks B for utledning av resultatet.

0, og fra (2.13) vet vi at også $\left(db^E_{j\neq i}/d\tau_{j\neq i}\right) > 0$[6]. Det bemerkes at skatteøkning i et hvert land $j \neq i$ der konsernet er etablert, fører til økt opptakt av eksterngjeld i land , uavhengig av om skattesatsen i land j er høyere eller lavere enn i land i i utgangspunktet. Gjeldsgradens sensitivitet overfor skattesatsene i øvrige land avhenger av selskapets størrelse: Små selskaper ($K_i$er liten og $\sum_{j\neq i} K_j$ er stor) har en kapitalstruktur som er mer elastisk med hensyn til andre lands skattesats, enn store selskaper[7].

Dersom kostnader og fordeler ved gjeld på selskapsnivå, $C\left(b^E_i\right)$, kan trekkes fra skattepliktig overskudd, samtidig som konkurskostnader på konsernnivå ikke fører til skattefradrag, trenger ikke nødvendigvis ulikhetene i (2.13) og (2.14) å holde[8]. Dette må imidlertid kunne anses som et noe kuriøst tilfelle, og det konkluderes dermed med at internasjonale selskaper har incentiver til å skifte ekstern gjeld til selskaper der skattesatsen er høy.

2.2.4 Interngjeld

Uttrykket i (2.10) gir følgende førsteordensbetingelse ved å derivere med hensyn på graden av interngjeld, b^I_i:

$$r\left(\tau_i - \lambda\right) = \left(1 - \tau_i\right) \frac{\partial C^I}{\partial b^I_i} \; \forall i \, . \tag{2.15}$$

Renter på interngjeld reduserer skattekostnaden i debitorselskapet samtidig som de øker skattekostnaden i kreditorselskapet. Lagrange-parameteren λ i (2.15) kan tolkes som skyggekostnaden ved interngjeld, det vil si skatten på interngjeldsrentene i kreditorselskapet. Gevinsten ved interngjeld avhenger dermed av differansen mellom skattesatsen i landet til kreditorselskapet og skattesatsen i landet til debitorselskapet. For å maksimere gevinsten, må konsernet la selskapet i landet med lavest skattesats få være kreditorselskap. Kreditorselskapet vil videre refereres til som konsernets *internbank*. Dermed vil

$$\lambda = min_i \tau_i \, . \tag{2.16}$$

I eksempelet i seksjon 2.2.3 var Selskap A og Selskap B i utgangspunktet to like selskap som begge var nasjonale selskaper, bare til stedet i Norge. A og B er enkeltselskaper og består

[6] Se Appendiks B for utledning av resultatet.

[7] Dette resultatet er i tråd med Møen et al. (2011), som viser dette med en litt annerledes utledning.

[8] se Appendiks B for nærmere forklaring.

ikke av noen gruppe selskaper og er dermed ikke konserner. De vil da ikke ha mulighet til å låne penger mellom konsernselskaper og graden av interngjeld b_i^I vil være lik null i begge selskaper.

Hvis Selskap B splitter selskapet i to, med lik kapitalstruktur i begge deler av selskapet som beskrevet i seksjon 2.2.3, og flytter den ene delen av selskapet til Sverige, vil det oppstå en ulikevekt i den norske delen av Selskap B som bryter med likheten i (2.15). Selskap B vil dermed bli et internasjonalt konsern hvor laveste skattesats i konsernet vil være den svenske skattesatsen, det vil si $min_i\, \tau_i = \tau_{Sverige}$. Graden av interngjeld vil umiddelbart etter internasjonaliseringen av selskapet være lik null, og vi får at

$$r\left(\tau_{Norge} - \tau_{Sverige}\right) > \left(1 - \tau_{Norge}\right) \frac{\partial C^I}{\partial b^I_{Norge}} = 0 \qquad \forall i\,.$$

Høyresiden vil være lik null fordi $\partial C^I / \partial b^I_{Norge} = 0$ når $b^I_{Norge} = 0$. Konsernet som helhet vil dermed tjene på å øke graden av interngjeld i den norske delen av konsernet. Dette kan for eksempel gjøres ved at den norske delen av konsernet betaler tilbake innskutt egenkapital til aksjonærene. Aksjonærene må dermed skyte inn denne kapitalen som egenkapital i den svenske delen av konsernet, som låner pengene tilbake til den norske delen av konsernet.

Slik vil den eksterne gjeldsgraden på konsernnivå være uforandret etter operasjonen[9]. Den norske delen av konsernet vil få lavere egenkapitalandel og tilsvarende høyere grad av interngjeld, b^I_{Norge}. Selskap Bs norske filial vil dermed få høyere grad av interngjeld enn det nasjonale selskapet A.

Selskap Bs svenske filial vil få økt skattepliktig inntekt i Sverige som følge av renteinntekter på interngjelden til Norge. I tillegg vil den norske delen av konsernet bli belastet med kostnader forbundet med interngjelden. Likevel vil skattebesparelsen ved økte rentekostnader i Norge mer enn veie opp for dette, og resultatet etter skatt på konsernnivå vil være høyere i Selskap B enn Selskap A.

[9] I Ikea-saken omtalt i seksjon 2.2.1 ble graden av interngjeld i den norske delen av konsernet øket ved at den norske delen av konsernet fisjonerte i to deler. Deretter kjøpte den ene utfisjonerte delen av konsernet tilbake den andre delen, finansiert med et internlån fra Ikeas internbank i Belgia (Høgalmen mfl. 2013). Resultatet blir det samme som ved metoden beskrevet her: Konsernet holder samlet grad av ekstern gjeld konstant, men øker graden av interngjeld i Norge.

Fra førsteordensbetingelsen i (2.15) kan vi få

$$\frac{db_i^I}{d\tau_i} = \frac{r + \partial C^I/\partial b_i^I}{(1-\tau_i)\left(\partial^2 C^I/\partial b_i^{I2}\right)} > 0 \,, \tag{2.17}$$

som forteller at graden av interngjeld i selskap i øker når skatten i landet til selskap i øker. Ved å derivere med hensyn på den laveste skattesatsen konsernet står overfor, får vi at

$$\frac{db_i^I}{d\tau_1} = -\frac{r}{(1-\tau_i)\left(\partial^2 C^I/\partial b_i^{I2}\right)} < 0 \,. \tag{2.18}$$

Det kan dermed konkluderes med at nasjonale selskaper i Norge vil ha lavere grad av interngjeld enn internasjonale selskaper i Norge, dersom konsernet til det internasjonale selskapet har minst ett selskap i et land med lavere skattesats enn Norge. Det bemerkes at graden av interngjeld i konsernets datterselskap ikke avhenger av andre lands skattesatser foruten den laveste skattesatsen konsernet står overfor.

2.2.5 Oppsummering

Internasjonale selskaper skifter både intern og ekstern gjeld til datterselskaper i land med høy skattesats. Graden av ekstern gjeld i et datterselskap øker med skattesatsen i landet der datterselskapet er etablert. Ekstern gjeld i datterselskapet hvis også øke dersom skattesatsen reduseres i et hvert annet land hvor konsernet er etablert. Graden av interngjeld i et datterselskap er avhengig av differansen mellom skattesatsen i datterselskapets land, og den laveste skattesatsen konsernet står overfor globalt. Interngjelden i datterselskapet øker med denne differensen.

2.3 Konseptuelt om kapitalstruktur i konsernfellesskap

Teorien i delkapittel 2.2 tilsier at kapitalstrukturen i internasjonale konsern vil være ulik mellom land som følge av ulik skattesats. Å undersøke denne teorien empirisk, må derfor innebære å undersøke kapitalstrukturen som er valgt i det enkelte land. De problemstillingene som oppstår i den forbindelse, fortjener en kort drøftelse.

Å undersøke kapitalstrukturen som er valgt spesielt i de norske delene av internasjonale konsern, hadde vært relativt uproblematisk dersom internasjonale konsern fulgte modellen ovenfor og etablerte ett selskap i hvert og utførte all sin virksomhet i dette landet gjennom dette ene selskapet. Da kunne alle interesserte lese av gjeldspostene i dette selskapets regnskaper og sammenligne disse med bokført egenkapital, eventuelt verdijusterte mål på egenkapital. I virkelighetens verden vil ofte det internasjonale konsern velge noe mer komplekse selskapsstrukturer innad i hvert enkelt land. Norske deler av internasjonale konsern kan ta form av konserntre med mange lag og grener. Ofte vil konsernet etablere et holdingselskap som konsernspiss i det enkelte land. Et datterselskap i Norge kan videre ha datterselskap i andre land. Det enkelte selskap innad i den norske delen av konsernet kan finansieres med egenkapital, eksterngjeld, interngjeld fra selskaper i samme land og interngjeld fra konsernselskap i utlandet, som kan gi skattemessige konsekvenser for konsernet på globalt nivå. Dersom selskapet er en del av et internasjonalt konsern, kan det dessuten etter visse kriterier slippe å utforme et konsollidert regnskap for virksomheten i Norge, men heller legge ved det globale konsernregnskapet. Det vil derfor være nyttig å kunne analysere kapitalstrukturen i konsernet som helhet, innenfor det enkelte land, med utgangspunkt i regnskaper for konsernets enkeltselskaper.

Den videre drøftelsen tar utgangspunkt i at alle internasjonale konsern er etablert med én konsernspiss i hvert land, 100 prosent eid av utenlandske morselskaper. Dette er ikke alltid tilfellet, men i motsatt fall må uansett konsernets separate konsern i det enkelte land vurderes hver for seg først. Det forutsettes også at datterselskaper i det enkelte land alle er eid 100 prosent av konsernspiss i det respektive landet.

Totalkapitalen som det internasjonale konsern investerer i det enkelte land, vil utgjøre summen av alle eiendeler i hvert enkeltselskap i det respektive landet. Det må imidlertid trekkes fra alle selskapers investeringer i datterselskap innad i det respektive landet, slik at ikke eiendeler telles to ganger. Hvis konsernet består av j antall selskaper i Land A, kan konsernets investerte totalkapital i Land A kan dermed uttrykkes

$$T_A = \sum_j (E_j - D_j) \ , \tag{2.19}$$

der E_j og D_j uttrykker henholdsvis alle eiendeler og alle investeringer i datterselskap i samme

land, i konsernselskap j.

La oss videre si at selskap a i konsernstrukturen etablerer et datterselskap b og finansierer b med innskutt egenkapital. Da vil a's investering i b utgjøre D_A i balansen til selskap a. Denne posten vil tilsvare datterselskap b's egenkapital, V_b. Slik vil summen av alle konsernets poster for investeringer i datterselskap ($\sum_j D_j$ i formelen ovenfor) tilsvare summen av alle selskapers egenkapital, med unntak av konsernspissen, som eies fra utlandet. Dermed får vi at summen av alle selskapenes investeringer i datterselskap kan uttrykkes som

$$\sum_j D_j = \sum_j V_j - V_1 \ , \tag{2.20}$$

der V_1 uttrykker egenkapitalen i konsernspissen i det respektive land. Hvis vi setter (2.20) inn i (2.19), får vi at

$$T_A = \sum_j (E_j - V_j) + V_1 \ .$$

Per definisjon vil hvert enkelt selskaps differanse mellom eiendeler og gjeld, $E_j - V_j$, utgjøre selskapets gjeld. Dermed kan totalkapitalen i konsernet i Land A uttrykkes som

$$T_A = \sum_j B_j + V_1 \ , \tag{2.21}$$

der $\sum_j B_j$ uttrykker summen av all gjeld i alle selskaper i konsernet, inkludert konsernspissen. Fra (2.19) kan vi utlede kapitalstrukturen som konsernet har valgt i Land A, som

$$\frac{\sum_j B_j}{\sum_j B_j + V_1} + \frac{V_1}{\sum_j B_j + V_1} = 1 \ , \tag{2.22}$$

der første ledd uttrykker konsernets gjeldsgrad og andre ledd uttrykker egenkapitalandel.

2.3.1 Interngjeld mellom selskaper i samme land

La oss si selskap a i et internasjonalt konsern oppretter et selskap b i samme land og finansierer dette ved å låne penger til selskapet. Selskap b blir dermed fullfinansiert med interngjeld. Hvis stegene i utledningen i forrige seksjon følges uten å ta hensyn til interngjeld, vil totalkapitalen i konsernet i Land A «blåses opp», fordi pengene som til slutt investeres selskap

b telles dobbelt: Først som en investering i en intern fordring, deretter som en investering i realkapital. For konserner som lånefinansierer investeringer mellom ulike selskap i samme land, må uttrykket for totalkapital i (2.19) derfor uttrykkes

$$T_A = \sum_j \left(E_j - D_j - F_j^I \right) ,$$

der F_j^I uttrykker konserninterne fordringer i selskap j, til konsernselskap i samme land.

Når vi videre erstatter $\sum_j D_j$ med $\sum_j V_j - V_1$, får vi dermed at

$$T_A = \sum_j \left(E_j - V_j - F_j^I \right) + V_1 = \sum_j \left(B_j - F_j^I \right) + V_1 .$$

Her uttrykker B_j summen av ekstern og intern gjeld, slik at uttrykket kan skrives

$$T_A = \sum_j \left(B_j^E + B_j^I - F_j^I \right) + V_1 .$$

der toppskrift E og I over B angir om gjelden er henholdsvis ekstern eller intern. Interne gjeldsposter overfor selskap i samme land må alltid motsvares av interne fordringer i et annet selskap i samme land. B_j^I og F_j^I vil derfor utligne hverandre, og uttrykket for totalkapital i (2.19), og dermed konsernets kapitalstruktur, blir upåvirket av konsernintern finansiering mellom selskaper i samme land. På tilsvarende måte vil rentekostnadene ved interngjeld innen samme land utlignes av renteinntekter fra den samme interngjelden, og interngjeld innad i samme land vil dermed ikke medføre skattemessige konsekvenser, verken for konsernet i det enkelte land eller konsernet som helhet, internasjonalt.

2.3.2 Interngjeld mellom selskaper i ulike land

Interngjelden som flyter over landegrensene, vil derimot få skattemessige konsekvenser, både for enkeltselskapene, konsernet som helhet og for statens skattegrunnlag i de involverte land. Interngjeld fra utlandet vil påvirke kapitalstrukturen for konsernet i det enkelte land på samme måte som eksterngjeld, ettersom interngjelden ikke utlignes av tilsvarende fordringer andre konsernselskaper i samme land. Gjeldsgraden for et konsern i Land A kan dermed

uttrykkes som

$$\frac{\sum_j \left(B_j^E + \hat{B}_j^I\right)}{\sum_j \left(B_j^E + \hat{B}_j^I\right) + V_1}\,, \tag{2.23}$$

der $\hat{B}_j^I$ uttrykker interngjeld overfor utlandet. Det går imidlertid an å tenke på effekten av konsernintern finansiering som brutto- og nettoeffekter, der konserninterne fordringer til utlandet utligner konsernintern gjeld fra utlandet.

La oss si at et norsk selskap mottar et konserninternt lån fra utlandet av betydelig størrelse. Ved å bare ta hensyn til bruttoeffekten fra interngjelden, vil vi si at selskapet blir tynt kapitalisert. Overskuddet fra investeringen skapes i Norge, men flyttes til motpartslandet for interngjelden og beskattes der. Men i stedet for å investere pengene i realkapital i Norge, låner det norske selskapet pengene videre til et konsernselskap i et tredjeland, hvor pengene investeres i realkapital og skaper overskudd. Dermed flyttes hele skattefordelen av internlånet til tredjelandet, og Norge fungerer bare som et gjennomstrømningsland. Et slikt «viderelån» kan betraktes som at den interne fordringen i det norske selskapet utligner interngjelden.

Tenk også på et norsk selskap som skal foreta en investering i et datterselskap i utlandet. Selskapet i Norge ser potensial for å øke renteskatteskjoldet fra ekstern gjeld og får finansiert hele investeringen med banklån. Som følge av dette, øker renteskatteskjoldet og det norske selskapet blir tynt kapitalisert. Men når det norske selskapet skal investere i utlandet, finansierer det sitt nye datterselskap med 100 prosent interngjeld fra Norge. Dermed blir hele renteskatteskjoldet i Norge flyttet til datterselskapet i utlandet.

I begge disse scenariene vil målet på gjeldsgrad etter (2.23) fortelle at gjeldsgraden i Norge øker. Det er fordi formelen bare hensyntar bruttoeffekten av intern finansiering. Hvis vi tar utgangspunkt i uttrykket for totalkapital i (2.21), deler opp uttrykket for gjeld i eksterngjeld og interngjeld overfor utenlandske selskap, og trekker ifra konserninterne fordringer overfor utlandet, $\hat{F}_j^I$, på begge sider, får vi at

$$T_A - \hat{F}_j^I = V_1 + \sum_j B_j^E + \sum_j \left(\hat{B_j}^I - \hat{F_j}^I\right)\,. \tag{2.24}$$

Høyresiden gir uttrykk for den delen av totalkapitalen i Land A som er investert slik at hele overskuddet den skaper, beskattes der realinvesteringen finner sted. Hvis eiendelen er

realkapital i Land A, beskattes overskuddet i Land A. Hvis eiendelen er en egenkapitalinvestering i et datterselskap i utlandet, beskattes realinvesteringen i det respektive utland[10]. Hvis eiendelen derimot er en konsernintern fordring til utlandet, er realkapitalen investert i utlandet, mens beskatningen foretas bare delvis i det respektive utland. Deler av overskuddet vil kanaliseres som rentekostnader til Land A og beskattes der.

Det første leddet på høyresiden i (2.24) uttrykker egenkapitalverdien av konsernet i Land A, ved egenkapitalverdien i Land As konsernspiss. Det andre leddet uttrykker total eksterngjeld i konsernet og tredje ledd uttrykker netto, utenlandsk interngjeld (utenlandsk interngjeld minus fordringer til utenlandske konsernselskaper).

Uttrykket i (2.24) omskrives til

$$1 - \underbrace{\frac{V_1}{V_1 + \sum_j B_j^E + \sum_j \left(\hat{B}_j^{\,I} - \hat{F}_j^{\,I}\right)}}_{a} = \underbrace{\frac{\sum_j B_j^E + \sum_j \left(\hat{B}_j^{\,I} - \hat{F}_j^{\,I}\right)}{V_1 + \sum_j B_j^E + \sum_j \left(\hat{B}_j^{\,I} - \hat{F}_j^{\,I}\right)}}_{b}, \qquad (2.25)$$

$$j = [1,\, 2, (..)\, n\, selskap\, i\, samme\, konsern\, innenfor\, Land\, A]$$

der leddene a og b kan brukes som modifiserte mål på henholdsvis egenkapitalandel og gjeldsgrad for internasjonale konsern, som forteller i hvilken grad konsernet utnytter rentefradraget i Land A.

Uttrykket på høyre hånd angir et netto grunnlag for skatteskjoldet i Land A for et internasjonalt konsern som er etablert med j selskaper i Land A. Den modifiserte gjeldsgraden angir eksterngjeld pluss netto interngjeld overfor utlandet som andel av totalkapitalen konsernet har investert i Land A, fratrukket den delen av totalkapital som er investert i et annet land, men likevel beskattes i Land A.

For et konsern som i stor utstrekning «sender fra seg» rentefradrag til konsernselskaper i samme land, vil summen av eksterngjeld og netto utenlandsk interngjeld kunne bli negativ. Det modifiserte gjeldsgradsmålet på høyresiden (b) vil da kunne bli negativt dersom konsernet netto «sender fra seg» mer rentefradrag enn det oppnår fra sin egen eksterngjeld. Nevneren

[10] Dette krever de samme forutsetningene som modellen presentert i seksjon 2.2.2, nemlig fravær av kildeskatt på renter og utbytte, kombinert med fritak for beskatning av kapitalinntekt for selskaper.

kan imidlertid ikke bli negativ dersom egenkapitalen i konsernet er positiv. Dette er fordi fordringen enten må finansieres med egenkapital eller gjeld.

Med utgangspunkt i det modifiserte gjeldsgradsmålet på høyresiden, kan vi se at et tynt kapitalisert konsern, med positiv, men lav egenkapital, vi få en modifisert gjeldsgrad som går mot 1 når gjelden øker. Tilsvarende vil den modifiserte egenkapitalandelen gå mot null.

For et selskap uten interne fordringer, vil den modifiserte gjeldsgraden gå mot null når gjelden går mot null. Hvis konsernet er 100 prosent egenkapitalfinansiert og det ikke er gjeld i selskapet overhodet, vil gjeldsgradsmålet innta negativ verdi dersom konsernet flytter eget overskudd ut av landet ved å utstede en konsernintern fordring til utlandet. Gjeldsgradsmålet går mot minus uendelig når fordringenes andel av totalkapitalen går mot 1.

Dette gjeldsgradsmålet er anvendelig i den forstand at alle variablene er tilgjengelig i offentlig regnskapsinformasjon. Egenkapitalen i norske konsernspisser kan avleses i morselskapets regnskap, mens de øvrige variablene finnes ved å summere gjeld og interne fordringer i samtlige, norske konsernselskap. Summen av total gjeld fratrukket konserninterne fordringer vil utgjøre telleren i brøken og andre ledd i nevneren.

Dette målet anvendes i en kvantitativ analyse av kapitalstruktur i norske konsern i delkapittel 5.5.

2.3.3 Nærmere om holdingselskaper

I internasjonale konsern, vil ofte konsernspiss i det enkelte land være et renskårent holdingselskap, hvor de eneste eiendelene i holdingselskapet er aksjer i datterselskap. Hvis holdingselskapet bare har ett datterselskap, vil totalkapitalen i holdingselskapet dermed være lik egenkapitalen i datterselskapet, ettersom dette er eneste eiendel i balansen. Dette kan uttrykkes som at $T_1 = V_D$, der T_1 uttrykker totalkapitalen i holdingselskapet og V_D uttrykker egenkapitalverdien av datterselskapet.

Totalkapitalen i konsernet som helhet, T_A, vil være lik totalkapitalen i datterselskapet, ettersom holdingselskapet ikke har ytterligere eiendeler enn sitt eget datterselskap.

Med utgangspunkt i uttrykket for egenkapitalandel i konserner fra (2.22), kan vi uttrykke

egenkapitalandelen i konsernet som helhet som

$$\frac{V_1}{T_A}.$$

Videre kan vi multiplisere med egenkapitalverdien av datterselskapet, V_D, over under brøkstreken og få

$$\frac{V_1 \times V_D}{T_A \times V_D}.$$

Totalkapitalen i konsernet, T_A, kan erstattes med totalkapitalen i datterselskapet, T_D, ettersom dette er like størrelser. Av samme grunn kan egenkapitalverdien av datterselskapet under brøkstreken, V_D, erstattes med totalkapitalen i holdingselskapet, T_1, og vi får at

$$\textit{egenkapitalandelen i konsernet} = \frac{V_1}{T_A} = \frac{V_1}{T_1} \times \frac{V_D}{T_D}.$$

Egenkapitalandelen i konsernet utgjør dermed produktet av egenkapitalandelen i holdingselskapet og egenkapitalandelen i datterselskapet. Kapitalstrukturen i holdingselskapet får dermed en multiplikatoreffekt på kapitalstrukturen i datterselskapet. Intuisjonen er at holdingselskapet gjeldsfinansierer egenkapitalen i datterselskapet.

2.4 Reguleringer mot gjeldsskifting

OECD, en tenketank for industriland, har iverksatt et eget prosjekt for å samordne medlemslandenes tiltak mot internasjonale selskapers overskuddsflytting. Prosjektet heter BEPS, som er et akronym for Base Erosion and Profit Shifting. Gjeldsskifting er av OECD definert som ett av seks «pressområder» for å takle overskuddsflytting og uthuling av medlemsstatenes skattegrunnlag.

Mulighetene for å flytte overskudd ut av høyskatteland ved bruk av gjeldsskifting, er imidlertid ikke noe nytt eller noe som staters skattemyndigheter bare har vært klar over i det aller siste. De fleste utviklede stater har allerede regler som på ulikt vis begrenser mulighetsrommet for gjeldsskifting. De to mest utbredte formene for regulering av gjeldsskifting, er kildeskatt og ulike former for fradragsbegrensinger (Mintz og Weichenrieder, 2010). Kilde-

skatt er skatter på renter, utbytte eller royalties som pålegges i det landet kostnadene bæres. For et konsern som flytter overskudd mellom land ved interngjeldsskifting, vil kildeskatt på renter vil ha samme skattemessige effekt for konsernet som at fradraget for rentekostnadene begrenses eller at beskatningen av renteinntekten i landet som mottar rentene, øker. Kildeskatter, og særlig kildeskatter på renter, har i takt med utbredelsen av skatteavtaler mellom land, blitt mindre utbredt (ibid.). Effekten av kildeskatten reduseres også så lenge det finnes «omveier» for å unngå kildeskatten. Det hjelper lite å innføre kildeskatt overfor Land A, hvis selskapet i stedet kan låne ut pengene fra Land B og dermed unngå kildeskatten. Scheelutvalget (Finansdepartementet, 2014) trekker frem Norge som et land selskaper kan bruke til å «sluse» penger igjennom på denne måten, ettersom Norge bare har kildeskatt på renter overfor et begrenset antall land.

En mer effektiv måte å begrense gjeldsskifting på, kan dermed være å direkte innskrenke mulighetene til rentefradrag. Langt de fleste utviklede har ulike varianter av slike regler for å slå ned på aggressiv utnyttelse av renteskatteskjoldet i internasjonale konsern. Myndighetene i disse landene begrenser skattefradrag for gjeldsrenter, der enten rentekostnadene eller selve gjelden overstige bestemte terskelverdier. Per 2008 hadde 20 av EUs 27 daværende medlemsland ulike varianter av slike regler (Dourado og De La Feria, 2008). Disse restriksjonene omtales gjerne som regler mot *tynn kapitalisering*. Den vanligste formen, er å nekte rentefradrag for den delen av gjelden som overstiger en viss andel av selskapets egenkapital. Enkelte jurisdiksjoner nekter fradrag for alle renter dersom gjeldsraten overstiger terskelverdien. Det varierer også om det bare nektes fradrag for renter knyttet til interngjeld eller om det nektes fradrag for all gjeld (ibid.).

Norge har fra og med 1. januar 2014 en regel som begrenser muligheten for rentefradrag for renter fra interngjeld dersom selskapets netto rentekostnader, renter knyttet til både ekstern og intern gjeld fratrukket renteinntekter, overstiger 30 prosent av selskapet overskudd før finansinntekt- og kostnader, nedskrivninger og avskrivninger (EBITDA). Bestemmelsen ble vedtatt av Stortinget i forbindelse med statsbudsjettet for 2014. I Finansdepartets stortingsproposisjon begrunnes regelen et behov for å motvirke gjeldsskifting blant internasjonale selskaper i Norge (Finansdepartementet, 2013). Med denne modellen for motvirkning av gjeldsskifting kopierer Norge tilsvarende bestemmelser i USA, Tyskland og Italia (Ruf og Schindler, 2012).

Norge ble før 2014 gjerne omtalt som et land uten regler mot tynn kapitalisering, for eksempel i Haufler og Runkel (2012). Som påpekt blant annet i Ruf og Schindler (2012), kan *armlengdeprinsippet*[11] begrense internasjonale selskapers bruk av interngjeld i Norge. Det eneste offentlig kjente tilfellet av at denne bestemmelsen har vært anvendt mot tynn kapitalisering i Norge, er Ikea-saken fra 2014. I denne saken omgjorde Skatt Øst i 2012 ligningen til Ikea Handel og Eiendom As og nektet selskapet fradrag for gjeldsrenter knyttet til et konserninternt lån på tilsammen 437 millioner kroner (se blant annet Dagens Næringsliv (2014b), Høgalmen og Olsen (2013), Oslo Tingrett (2014) og nærmere omtale i delkapittel 3.2).

[11] Prinsippet krever at transaksjoner mellom nærstående parter skal gjennomføres med samme vilkår som om transaksjonen tok sted mellom uavhengige parter. I Skatteloven er prinsippet ivaretatt i § 13-1.

Kapittel 3

Case-studier av gjeldsskifting

Dette kapittelet gjennomgår dokumenterte enkelttilfeller av gjeldsskifting i Norge. Per i dag utgjør dette et relativt lite antall journalistiske arbeider og masteroppgaver. Til slutt i kapittelet gir denne oppgaven sitt bidrag til norske eksempler på gjeldsskifting med en analyse av kapitalstrukturen i bensinstasjonskjeden Statoil Fuel & Retail Norge AS. Før alt dette vil jeg motivere for at det kan gi verdifull kunnskap om gjeldsskifting ved å bruke casestudier som forskningsmetode.

3.1 Om case-studier

Case-studier som vitenskapelig metode har særlig rotfeste innen psykologi, sosiologi, statsvitenskap og antropologi (Andersen, 1997). Metoden fikk økt popularitet i samfunnsvitenskapen under positivismestriden på 60- og 70-tallet. Positivisme som vitenskapsteoretisk ideologi innebærer at forskning må baseres på empiri for at forskningsresultatene kan klassifiseres som vitenskap. I samfunnsvitenskapen innebar positivismen i praksis adopsjon av naturvitenskapens forskningsmetode, og stor begeistring for kvantitative data. Under positivismestriden ble ideen om at vitenskap bare er en statistisk øvelse, utfordret. Dette førte til en oppblomstring av forskning som Andersen (1997) omtaler som «kritisk eller kvalitativ», der iblant case-studier.

Blant de mer famøse case-studiene, finner vi Mintzberg (1979), som utviklet det som kan

sies å være gjennomslagskraftig teori om organisasjonsmodeller - på bakgrunn av case-studier. Et eksempel innen forskningsfeltet for internasjonal politikk, er Allisons (1969) hyppig siterte studie av politiske beslutningsprosesser med utgangspunkt i Cuba-krisen i 1962. Både Mintzbergs og Allisons forskning er eksempler på teoriutviklende case-studier.

Teoriutvikling er bare ett av flere formål case-studier kan ha. Grønmo (2004) trekker frem at case-studier kan «utvikle en helhetlig forståelse av den ene enheten som studeres», og at denne forståelsen kan ha en vitenskapelig verdi *i seg selv*. En slik begrunnelse for casestudier som forskningsmetode ligner på begrunnelse for forskning som ofte fremsettes i historiefaglige miljøer, og på sett og vis kan case-studier ofte ha mange likhetstrekk med historisk forskning. Formålet med enkelte case-studier, liksom formålet med det meste av historiefaglig forskning, trenger ikke nødvendigvis være å generalisere resultatene til andre enheter eller hendelser enn den som studeres. Formålet må simpelthen være å fremskaffe kunnskap om den enkelte enhet eller hendelse som studeres fordi denne kunnskapen har en egenverdi utover potensialet for generalisering.

Andersen (1997) er imidlertid svært opptatt av å avvise en todeling av vitenskapelig metode der case-studier, på den ene siden, er uegnet for generalisering, mens kvantitative studier er velegnet for generalisering. Han påstår at case-studier med fordel kan lede til «kvalifiserte generaliseringer» under gitte forutsetninger: Blant annet bør studien kunne sammenfatte et komplekst case-materiale på en enkel måte, uten at det oppfattes som at vesentlige sider ved caset går tapt. I tillegg bør generaliseringen som fattes være forenlig med annen eksisterende kunnskap på området, og generaliseringen bør kunne testes basert på annet case-materiale. Til slutt bør teori og empiri være tett sammenkoblet (ibid:135-136).

Forøvrig trekker Andersen frem at idealet for case-studier er å vise *hvordan* noe skjer: «Det er alminnelig akseptert at dette er case-studiens styrke» hevder han (ibid:137). Å vise *hvordan* noe skjer, må her kunne forstås som et motstykke til å vise *hvorfor, hvorvidt eller i hvilken grad* noe skjer.

Valg av forskningsmetode trenger imidlertid ikke å være valg av typen enten/eller. Kvantitativ metode kan med fordel kombineres med kvalitativ metode, herunder case-studier. Kvalitativ metode kan brukes i en eksplorerende fase i en forskningsprosess for å behjelpe utformingen av en kvantitativ studie (Grønmo, 2004). Kvalitative undersøkelser kan gi nyttige revisjoner av problemstilling og hypoteser i forkant av kvantitative studier. Ifølge Grønmo

(ibid) blir det gjort en god del forskningsstudier som starter med en kvalitativ studie før det gjennomføres en kvantitativ studie - men der det endelige resultatet fremstiller forskningen utelukkende som en kvantitativ studie. Dette skyldes at den kvalitative delen av studien ikke blir tilfredsstillende rapportert. Grønmo mistenker også at forskning som kombinerer kvalitativ og kvantitativ metode, generelt utnytter fortolkningspotensiale i de kvalitative dataene for dårlig. Dette kan være uheldig der de kvalitative forberedelser kan gi en viktig bakgrunn for å forstå resultatene av den kvantitative analysen.

En annen forskningsstrategi kan være å bytte om på rekkefølgen slik at forskeren først gjennomfører en kvantitativ studie, for deretter å gi seg i kast med en kvalitativ undersøkelse. Dette kan være hensiktsmessig dersom i) den kvalitative undersøkelsen vil kunne øke forståelsen av resultatene i den kvantitative undersøkelsen eller ii) den kvantitative undersøkelsen fungerer som er verktøy for å få skaffe oversikt og identifisere problemstillinger som kan utforskes i en dypere, kvalitativ studie - som å bruke et helikopter for å finne et område med mye bær, før man firer seg ned på bakken og plukker dem[1].

3.2 Dokumenterte enkelttilfeller av gjeldsskifting i Norge

Det har i svært begrenset grad vært gjennomført kvantitative studier av gjeldsskifting i norske foretak. Studier av enkeltselskaper har imidlertid gitt et overbevisende inntrykk av at gjeldsskifting er en strategi som også gjør seg gjeldende blant selskaper i Norge. Blant de mer prominente eksemplene er de belgiske internbankene til oljeselskapet Statoil ASA og kraftselskapet Statkraft SF.

Statoils internbank i Belgia ble omtalt i Dagens Næringsliv allerede i 2001. I følge avisen forvaltet internbanken på tidspunktet rundt 20 milliarder kroner, og overskuddet ble bare beskattet med 1-2 prosent. Aftenposten kunne i 2013 melde at utlån fra den belgiske internbanken til ulike datterselskaper i det delvis statseide konsernet hadde vokst til 85 milliarder kroner.

Statkraft, som er heleid av den norske stat, etablerte sin internbank i Belgia i 2009. I et intervju med Dagens Næringsliv (2009) i forbindelse med opprettelsen av internbanken,

[1] Grønmo kan ikke lastes for denne analogien.

uttalte Statkrafts finansdirektør Stein Dale at forventet skattesats på renteinntekter i den belgiske internbanken var 10 prosent. På spørsmål om hvorfor Statkraft valgte Belgia som tilholdssted for internbanken, svarte Dale at «(...) Brussel er valgt som senter for finansieringen av interne lån fordi det er nært våre operasjoner på kontinentet og fordi det betyr nærhet til EU som setter rammevilkårene for vårt marked». Da journalisten presset Dale med spørsmål om skatteplanlegging, svarte Dale (til slutt) at «Vi skal være kommersielle, og har klare kjøreregler. Vi fokuserer på resultat etter skatt. Når vi skaper merverdier, øker det verdiskapningen for eieren».

Aftenposten kunne i 2013 melde at kraftselskapets internbank på tidspunktet hadde tilsammen 61 milliarder kroner til gode hos ulike Statkraft-selskaper. Internbanken genererte et overskudd på 2,3 milliarder kroner etter skatt i 2012, ifølge avisen.

Statoil og Statkraft ble brukt som utgangspunkt i Styczens (2010) analyse av det belgiske skatteregimet. Studien gir en detaljert innføring i de to selskapenes gjeldsskifting og de skattemessige konsekvensene av gjeldsskiftingen over tid. Styczen analyser også konsekvensene av en endring i det belgiske skatteregimet i 2010 og konkluderer med at de skattemessige fordelene av å ha internbank i Belgia i stor grad vil vedvare for begge selskaper også etter den belgiske skattereformen.

I 2014a omtalte Dagens Næringsliv en masteroppgave fra Norges Handelshøyskole som blant annet analyserte gjeldsskifting i den norske delen av den internasjonale møbelforhandlerkjeden Ikea. Høgalmen og Olsen (2013) fant i sin oppgave at Ikeas norske selskaper i perioden 2007-2012 reduserte sitt overskudd med 43 prosent som følge av interngjeld til utlandet. Store deler av interngjelden i Ikea oppstod i forbindelse med en omorganisering av den norske konsernstrukturen i 2007. Det øverste morselskapet i Norge, Ikea Handel og Eiendom AS, utfisjonerte konsernets eiendommer i et eget selskap, Ikea Eiendom Holding AS. Deretter kjøpte førstnevnte selskap tilbake sistnevnte selskap fra sitt morselskap i Nederland. «Tilbakekjøpet» ble finansiert med interngjeld og belastet Ikeas norske selskaper med rentekostnader i stor grad i årene som fulgte.

Skattemyndighetene undersøkte omorganiseringen og endret Ikeas ligning på en slik måte at selskapet ble nektet fradrag for gjeldsrentene knyttet til den interne gjelden (Dagens Næringsliv, 2014b). Mot dette gikk Ikea til søksmål, men tapte i Oslo Tingrett[2] (Oslo Tingrett,

[2] Dommen er i skrivende stund ikke rettskraftig.

2014). Retten fant formålet med Ikeas omorganiseringer «ensidig skattemessig motivert» (ibid, s. 18). Den var dermed enig med skattemyndighetene, som i sitt omgjøringsvedtak konkluderte med at Ikeas «[r]estrukturering[...] har resultert i en ordning med hensyn til Ikea Handel og Eiendom AS midler og avkastning som forretningsmessig både er urimelig og unaturlig» (ibid, s. 18).

Disse dokumenterte tilfellene av gjeldsskifting viser på en overbevisende måte at selskaper i Norge som er en del av et internasjonalt konsern, benytter seg av gjeldsskifting som en skatteminimerende strategi. Tilfellene gir ikke god kunnskap om hvor utbredt denne strategien er blant selskaper. De gir derimot gode illustrasjoner på hvordan gjeldsskifting foregår i praksis. I disse sakene kommer det også frem hvordan selskapenes representanter uttaler seg om gjeldsskifting, noe som kan gi kunnskap om hvilke holdninger selskapene og samfunnet forøvrig har til gjeldsskifting som skatteminimerende strategi. De gir også inspirasjon til å teste hypoteser i kvantitative undersøkelser. I tilfellene Statoil og Statkraft kan det for eksempel undersøkes videre ved kvantitative undersøkelser om statseide eller delvis statseide selskaper bruker gjeldsskifting i større eller mindre grad enn private selskaper, eller om Belgia er den foretrukne destinasjonen for overskuddsflytting ved bruk av interngjeld. I tilfellet Ikea kan det undersøkes videre om gjeldsskifting typisk innledes ved omorganiseringer av den avstøpning som Ikea foretok i 2007.

Dessuten kan det påstås at alle disse selskapene har egenskaper som gjør at kunnskap om disse selskapene har verdi i seg selv. De er alle av en størrelse som gir dem innflytelse i sine markeder og i samfunnet forøvrig. Dessuten har de betydning for nordmenn flest i den forstand at nordmenn er aksjonær i selskapene gjennom statlig eierskap, foruten å være kunder av selskapene. Studier av slike selskaper må dermed kunne sies å falle innenfor forskningens samfunnsoppdrag, selv dersom studienes funn ikke kan generaliseres utover enheten som studeres.

3.3 Statoil Fuel & Retail

I dette delkapittelet påvises det klare tegn til gjeldsskifting som skatteminimerende strategi i det norske selskapet Statoil Fuel & Retail AS (tidligere Statoil Fuel & Retail ASA, heretter omtalt som SFR). Denne case-studien er motivert av den sparsomme mengden nærstudier

av gjeldsskifting i norske selskaper, samt fordelene ved case-studier som metode, omtalt i delkapitlene 3.1 og 3.2.

SFR kjøpes opp av et internasjonalt selskap i 2012, to år etter at oljeselskapet Statoil ASA solgte nær halvparten av aksjene SFR og selskapet ble børsnotert. Dette muliggjør en studie av hvordan oppkjøpssituasjonen kan bruke til å implementere gjeldsskifting som skatteminimerende strategi. Ved å sammenligne kapitalstrukturen før og etter oppkjøpet, kan de skattemessige konsekvensene av gjeldsskifting isoleres og beregnes på en måte som ikke er mulig dersom man studere et selskap med vedvarende gjeldsskifting. I sistnevnte tilfelle kan det ikke med sikkerhet fastslås hvilken kapitalstruktur selskapet hadde hatt, hadde det ikke vært for gjeldsskifting. Dermed må analytikeren ty til mindre gode sammenligningsgrunnlag som ikke tar høyde for egenskaper spesifikke til selskapet som studeres.

Det skal ikke påstås at SFR ikke benytter seg av gjeldsskifting som skatteminimerende strategi før oppkjøpet. Selskapet har før oppkjøpet virksomhet i flere land, med hovedtyngden i Skandinavia. Mulighetene for gjeldsskifting vil dermed være til stedet. Selskapet var også to år før oppkjøpet en del av Statoil, som påviselig bruker gjeldsskifting for å redusere globale skattekostnader. Imidlertid fremstår ikke SFR som et selskap som bruker gjeldsskifting på en aggressiv måte før oppkjøpe, ettersom de norske datterselskapene i konsernet ikke preges av høy grad av interngjeld som reduserer skattepliktig overskudd i vesentlig grad. 2011, året før SFR kjøpes opp, har SFR-konsernet et resultat før skatt på 1,5 milliarder kroner, med en skattekostnad på 420 millioner kroner, som gir en effektiv skattesats på 28 prosent.

Etter oppkjøpet er SFR en del av et internasjonalt konsern med hovedtyngden av virksomheten i USA og Canada. Skattesatsene her henholdsvis 40 og 26 prosent (KPMG, 2014a). Dette gir ingen umiddelbar grunn til å mistenke stor grad av ekstern gjeldsskifting til SFR etter oppkjøpet. Oppkjøpet innebærer derimot at SFR blir eid av et holdingsselskap i Luxembourg. Dette kan bety at differansen mellom skattesatsen i landene der SFR har virksomhet og den laveste skattesatsen konsernet står overfor, øker som følge av oppkjøpet. Teorien vil i så fall predikere at graden av interngjeld i SFR øker som følge av oppkjøpet, noe som reduserer skattekostnaden i SFR. Denne prediksjonen ser ut til å slå til.

Kildene i dette delkapittelet er årsregnskapene til selskaper som inngår i den norske delen av SFR-konsernet, når ikke andre kilder er angitt. Selskapet er invitert til å bidra i forbindelse med analysen. De innspill fra selskapet som er relevant for analysen, har ikke latt seg

dokumentere. Likvel gjengis det sentrale av selskapets uttalelser til slutt i seksjon 3.3.11, og de gjengis i sin helhet i Appendiks C. Dette er fordi synspunktene fra SFR kan gi en nyttig nyansering av konklusjonene i denne analysen, og det er i tillegg rimelig at selskapet får anledning til å begrunne egne valg.

3.3.1 Oppkjøpet av SFR

Med en markedsandel på rundt 30 prosent, er SFR Norges største bensinstasjonkjede, foran Shell, som har en markedsandel på rundt 24 prosent (Statoil Fuel & Retail ASA, 2013). SFR blir til ved at oljeselskapet Statoil ASA samler all nedstrømsaktivitet i ett selskap i oktober 2010. Samme måned blir SFR børsnotert og Statoil ASA selger 46 prosent av aksjene i selskapet. På dette tidspunktet har SFR 2290 stasjoner fordelt på åtte land. Over to tredeler av stasjonene ligger i Skandinavia, og den øvrige stasjonsvirksomheten ligger i Sentral- og Øst-Europa (Statoil Fuel & Retail ASA, 2010).

Når det blir kjent at Statoil ASA ønsker å børsnotere SFR, blir Statoil ASA kontaktet av representanter for det kanadiske selskapet Alimentation Couche-Tard Inc. med forespørsel om å få kjøpe SFR. Forespørselen blir imidlertid avvist fra Statoil[3].

Men Couche-Tard mister ikke SFR av syne. 18. april 2012 kunngjør SFR-styret at det anbefaler selskapets aksjonærer å godta Couche-Tards bud på 100 prosent av SFR-aksjene (Statoil Fuel & Retail ASA, 2012a). Dette innebærer selvfølgelig også at Statoil ASA, som på tidspunktet eier 54 prosent av SFR, på forhånd har godtatt budet. I løpet av sommeren har 98,9 prosent av aksjonærene akseptert budet, og Couche-Tard benytter seg av retten til å tvangsinnløse de resterende SFR-aksjene (Alimentation Couche-Tard Inc. 2013c og Brønnøysundregistrene 2014a). Budet lyder på 53 kroner per aksje justert for eventuelle utbytteutbetalinger innen salget finner sted. Dette budet verdsetter egenkapitalen i SFR til 15,9 milliarder kroner (Statoil Fuel & Retail ASA, 2012a), og oppkjøpet blir omtalt som det nest største i Norges-historien (Dagens Næringsliv, 2012). Kjøpesummen på 53 kroner per aksje blir justert til 51,2 kroner som følge av en vedtatt utbytteutbetaling på 1,8 kroner per aksje i tiden mellom bud og salgsoppgjør Statoil Fuel & Retail ASA (2012b). Det verdsetter

[3]Det fremkommer i Couche-Tards årsrapport for 2012 (Alimentation Couche-Tard Inc., 2013b).

egenkapitalen i SFR sommeren 2012 til 15,4 milliarder kroner[4] Couche-Tard får kjøpe alle SFR-aksjer til denne prisen, og 98,9 prosent av aksjene blir ervervet mellom 19. og 29. juni 2012 (Alimentation Couche-Tard Inc., 2013b).

> 'Our principal strategies are to be a disciplined acquirer of assets (...) and to manage expenses, tax and capital with both discipline and imagination."
>
> Raymond Paré, finansdirektør i Alimentation Couche-Tard

Sitatet ovenfor er hentet fra Couche-Tards årsrapport for 2012 (ibid.). Couche-Tard er Canadas største kiosk- og matvarekjede, og selskapet har hovedtyngden av sin aktivitet i Nord-Amerika, men en vesentlig del av virksomheten foregår også i Europa og Asia. Selskapet har 12.680 utsalgssteder globalt per oktober 2014 (ibid.). De viktigste merkevarene i konsernet er matvarekjedene Couche-Tard, Circle K, Mac's Convenience Stores, i tillegg til On The Run, kioskdelen av Esso-bensinstasjoner, og SFR. I 2013 omsetter selskapet for 35,5 milliarder canadiske dollar, tilsvarende i overkant av 200 milliarder kroner (Alimentation Couche-Tard Inc., 2014).

3.3.2 Vesentlige transaksjoner ifm. oppkjøpet

I april, rett før Couche-Tards bud på SFR blir kjent, inngår Couche-Tard-konsernet en låneavtale med sin bankforbindelse med en kredittramme på 18,5 milliarder kroner[5] (Alimentation Couche-Tard Inc., 2013c). Formålet er å finansiere SFR-oppkjøpet, dersom det skulle bli en realitet.

Den juridiske enheten som fremmer budet på SFR, er det norske selskapet Couche-Tard Norway AS (CTN). CTN er heleid av selskapet Couche Tard Luxembourg Sarl (CTLS), et

[4] 300 millioner aksjer á kr 51,2.

[5] 3,2 mrd. USD omregnet med snittkurs for april 2012 (DNB Markets, 2013).

selskap registrert i Luxembourg[6]. Stiftelsesdokumentet til CTLS, hentet fra luxembourgsk selskapsregister, viser at selskapet opprettes 16. april 2012, to dager før SFR-styret annonserer sin anbefaling om å akseptere budet fra Couche-Tard (Registre de Commerce et des Sociétés Luxembourg, 2014). CTLS' formål oppgis å være en rekke ulike investeringsaktiviteter, samt forvaltning av lisenser og patenter. Det er oppgitt to «deltakere» i selskapet: Mac's Convenience Stores Inc. og 9121-2738 Québec Inc, begge hjemmehørende i Canada. Førstnevnte deler navn med et av de andre merkevarene i Couche-Tard-konsernet. Utover stiftelsesdokumentet, finnes det ingen offentlig tilgjengelig informasjon om CTLS.

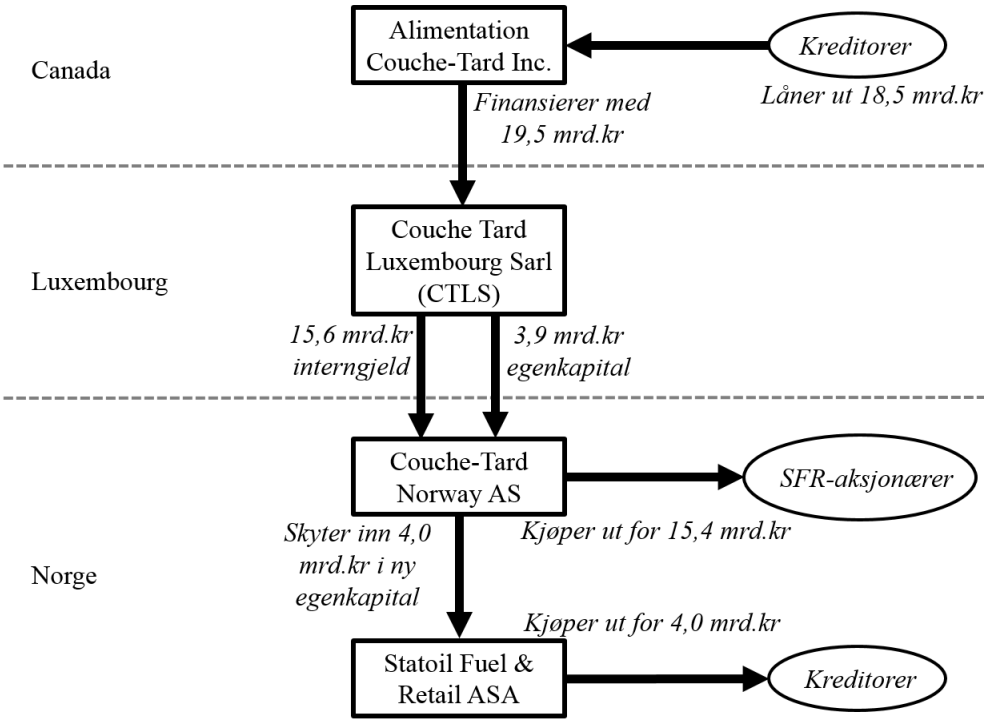
Norske CTN ble registrert i foretaksregisteret på nyåret 2010, og i perioden rundt oppkjøpet tilføres selskapet kapital ved flere innskytelser (Brønnøysundregistrene, 2014b). Mellom 20. juni og 15. september blir CTN tilført 3,9 milliarder kroner i egenkapital fra Luxembourg[7]. I løpet av 2012 får også selskapet konserninterne lån på tilsammen 15,6 milliarder kroner[8]. Fra 2012-regnskapet til CTN fremgår det at kreditor for all gjeld er morselskapet i Luxembourg, TLSC.

Kapitaltilførselen har to hovedformål. Pengene i CTN blir først brukt til å kjøpe SFR-aksjene for 15,4 milliarder kroner. Deretter blir det resterende brukt til å oppkapitalisere SFR. I august blir 4,0 milliarder kroner skutt inn i SFR ved emisjon (se Brønnøysundregistrene 2014b og SFRs årsregnskap for 2012). Kontanttilførselen i SFR brukes til å nedbetale rentebærende gjeld til eksterne kreditorer. I de siste børsmeldingene fra SFR fremgår det at SFR kjøper tilbake så godt som alle utestående SFR-obligasjoner i løpet av høsten, tilsammen 4,0 milliarder kroner. Transaksjonene nevnt i denne seksjonen, er sammenfattet i Figur 3.1, og det er disse transaksjonene som analyseres i denne case-studien.

[6]Couche-Tards oppkjøp av SFR blir omtalt grundig i norsk og internasjonal presse, uten at det nevnes at SFR etter oppkjøpet skal eies fra Luxembourg. Det blir heller ikke omtalt i kommunikasjonen fra SFR eller Couche-Tard i forbindelse med oppkjøpet. Det skal ikke påstås at dette er klanderverdig av media eller selskapene, men det er en påfallende utelatelse, tatt i betraktning hvor grundig oppkjøpet blir omtalt.

[7]Tallet er hentet fra 2012-regnskapet i CTN. Dette regnskapet er ført i dollar. Utregninger basert på dette regnskapet legger til grunn en kurs på 5,98 NOK/USD. Denne kursen er basert på forholdet mellom innskutt aksjekapital i norske kroner hentet fra Brønnøysundregistrene, og innskutt aksjekapital i dollar oppgitt i CTN-regnskapet. Kursen virker fornuftig, da den befinner seg et sted i mellom snittkursene for juni, juli, august og september 2012 (DNB Markets, 2013).

[8]Beløpet er hentet fra kontantstrømoppstillingen i 2012-regnskapet til CTN. Konsernintern gjeld i balansen per 31. desember 2012 er noe høyere. Differansen antas å skyldes en kombinasjon påløpte, ikke utbetalte, rentekostnader og valutaeffekter.



Figur 3.1: Transaksjonene ifm. oppkjøpet av SFR

Figuren sammenfatter de vesentligste transaksjoner som tok sted da Alimentation Couche-Tard Inc. kjøpte Statoil Fuel & Retail ASA. Transaksjonene som er illustrert fant sted i tidsrommet april-september 2012.

Videre i analysen benyttes en god del begreper som referer til ulike deler av konsernstrukturen. Disse begrepene klargjøres i Tabell 3.1.

Tabell 3.1: Begreper i denne analysen

SFR / SFR før oppkjøp	-	Statoil Fuel & Retail ASA og dets datterselskaper før oppkjøpet sommeren 2012
SFR-selskapet	-	Selskapet Statoil Fuel & Retail ASA, vurdert som selvstendig enhet, ikke konsern
CTN	-	Couche-Tard Norway AS, det norske holdingselskapet som er eneaksjonær i Statoil Fuel & Retail ASA etter oppkjøpet
SFR etter oppkjøp	-	Holdingsselskapet CTN, selskapet SFR og dets datterselskaper
CTSL	-	-Couche Tard Luxembourg Sarl, Holdingselskapet i Luxembourg som er eneaksjonær i CTN
Couche-Tard	-	Konsernet Alimentation Couche-Tard Inc. og alle datterselskap som der inngår

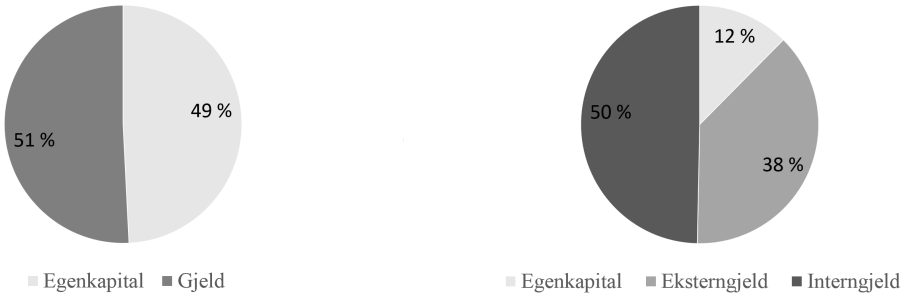
3.3.3 Kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøpet

Transaksjonene i forbindelse med oppkjøpet foregår i tidsrommet april 2012 til senhøsten 2012. De vesentligste transaksjonene, som oppgjør for flesteparten av SFR-aksjene, oppkapitaliseringen av CTN og mesteparten av nedbetalingen av obligasjonslånet, konsentrerer seg rundt sommermånedene. Analysen av kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøpet, sammenfatter disse transaksjonene og tegner et øyeblikksbilde av SFR som blir omtalt som *etter oppkjøpet.* Det legges til grunn at forhold som påvirker kapitalstrukturen ikke endres vesentlig utover de forhold som er omtalt, verken umiddelbart etter oppkjøpet eller i den påfølgende perioden. Denne antakelsen begrunnes nærmere nedenfor.

Vurdert for seg selv, får SFR redusert gjeldsgrad som følge av oppkjøpet fordi selskapet blir tilført 4,0 milliarder kroner i egenkapital fra morselskapet CTN. Men en analyse av SFRs økonomiske aktivitet i Norge må nødvendigvis inkludere det norske morselskapet CTN.

Når egenkapitalen i SFR-selskapet eies av et morselskap som i tur er gjeldsfinansiert, får gjeldsgraden i morsselskapet en multiplikatoreffekt på gjeldsfinansieringen av selskapets totalkapital, som omtalt i seksjon 2.3.3. I SFR etter oppkjøpet har morselskapet CTN en gjeldsgrad på 80 prosent, mens SFR-selskapet har en gjeldsgrad på 38 prosent. Det gir en samlet gjeldsgrad i SFR etter oppkjøpet på 88 prosent. Av gjelden som finansierer totalkapitalen i SFR etter oppkjøpet, er 15,6 milliarder kroner interngjeld til CTLS, eierselskapet i Luxembourg. Dermed finansierer den interne gjelden 50 prosent av totalkapitalen SFR etter

oppkjøpet.



(a) Før oppkjøp (b) Etter oppkjøp

Figur 3.2: Kapitalstruktur i Statoil Fuel & Retail

Figur (a) viser kapitalstrukturen i konsernet Statoil Fuel & Retail ASA sommeren 2012, før selskapet ble kjøpt opp av Alimentation Couche-Tard Inc.. Figur (b) viser kapitalstrukturen i samme konsern etter oppkjøpet, justert for at konsernet etter oppkjøp eies av et tynt kapitalisert, norsk holdingselskap (se Tabell 3.2).

Tabell 3.2: Kapitalstruktur i SFR før og etter oppkjøp

	SFR før oppkjøp	SFR-selskapet etter oppkjøp	CTN (holdingselskap)	SFR etter oppkjøp
Egenkapital (mrd.kr)	15,4	19,3	3,9	3,9
Total gjeld (mrd.kr)	15,9	11,9	15,6	27,4
Totalkapital (mrd.kr)	31,2	31,2	19,4	31,3
Gjeldsandel (%)	51	38	80	88
Gjeld/Egenkapital	1,0	0,6	4,0	7,1

Egenkapital er målt til markedsverdi og total gjeld til bokført verdi. SFR er Statoil Fuel & Retail ASA-konsernet før oppkjøp. «SFR-selskapet etter oppkjøp» er det samme konsernet etter oppkjøpet, justert for innskutt egenkapital på 3,9 mrd.kr. CTN er oppkjøpende selskaps holdingselskap i Norge, som etter oppkjøp er eneaksjonær i SFR. «SFR etter oppkjøp» representerer SFRs kapitalstruktur etter oppkjøp, justert for kapitalstrukturen i holdingselskapet CTN.

3.3.4 Vurdering av kapitalstrukturen etter oppkjøp

Ved en vurdering av kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøp er det nærliggende å sammenligne med kapitalstrukturen i SFR før oppkjøp. Før oppkjøpet hadde SFR en gjeldsgrad på 51 prosent. Etter oppkjøpet hadde SFR en gjeldsgrad på 88 prosent. Oppkjøpets effekt på gjeldsgraden blir dermed 37 prosentpoeng. Sagt på en annen måte: Før oppkjøpet gikk det 1,0 krone gjeld per krone investert egenkapital i SFR. Etter oppkjøpet var den samme totalkapitalen finansiert med 7,1 kroner gjeld per krone investert egenkapital. Forholdet mellom gjeld og egenkapital blir videre omtalt som *gjeldsrate*.

Det finnes ingen entydig definisjon på hvorvidt et selskap kan karakteriseres som tynt kapitalisert. Det går likevel an å bruke grensene for gjeldsrate i ulike lands regler mot tynn kapitalisering som indikasjoner. Disse grensene varierer imidlertid betydelig mellom land. Tyskland og Frankrike har regler som begrenser rentefradrag dersom selskapet har en gjeldsrate over 1,5. Sveits tillater derimot en gjeldsrate på 6. Normen synes å være rundt 3-4 (Blouin et al., 2014). Disse grensene håndheves gjerne med utgangspunkt i bokførte verdier i enkeltselskap, i motsetning til markedsverdier og en helhetlig analyse av totalkapitalens finansiering justert for eierstruktur - som her. Målt i bokførte verdier har det norske holdingselskapet CTN rett etter SFR-oppkjøpet en gjeldsrate på 4[9]. Denne ratioen vokser imidlertid til 5,2 ved regnskapsårets slutt fordi rentekostnadene på internlånet spiser opp egenkapitalen[10]. Således ville CTN blitt rammet av de fleste lands regler mot tynn kapitalisering. Samlet må det kunne konkluderes med at SFR blir tynt kapitalisert etter oppkjøpet.

Det er også nærliggende å sammenligne kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøpet med kapitalstrukturen i Couche-Tard-konsernet. Dersom kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøpet reflekterer kapitalstrukturen i sitt nye «mor-konsern», vil det kunne tale imot at valg av kapitalstruktur i SFR etter oppkjøpet i stor grad er skattemotivert. Kapitalstrukturen som er valgt i SFR etter oppkjøpet er derimot svært ulik kapitalstrukturen i Cache-Tard-konsernet forøvrig. Per 24. april 2012, før oppkjøpet av SFR, verdsettes egenkapitalen i Couche-Tard til 7,8 milliarder USD. Gjelden i konsernet utgjør 665 millioner dollar. Det gir en gjeldsgrad på 8 prosent og en gjeldsrate på 0,1. Tilsvarende gjeldsmål ett år senere, etter SFR-oppkjøpet,

[9]Mottatt konserninterne lån på 2745 mill. USD dividert med innskutt aksjekapital og overkursfond på 646 mill. USD, hentet fra CTNs 2012-regnskap.

[10]CTN har per 31. desember 2012 total gjeld på 2782 mill. USD og bokført egenkapital på 539 mill. USD.

er 25 prosent og en gjeldsrate på 0,3 (Bloomberg, 2014). Det er dermed tydelig at Couche-Tard-konsernet som helhet øker gjeldsbelastningen som følge av SFR-oppkjøpet. Det kan likevel ikke sies at kapitalstrukturen i norske SFR etter oppkjøpet reflekterer kapitalstrukturen i Couche-Tard-konsernet forøvrig. Mens gjeldsgraden i Couche-Tard etter SFR-oppkjøpet ligger rundt 25 prosent, er gjeldsgraden i SFR etter oppkjøpet 88 prosent. Det kan dermed konkluderes med at gjeld i Couche-Tard i stor grad blir «kanalisert» til Norge.

3.3.5 Skattemessige konsekvenser av oppkjøpet

Det ligger til grunn for den videre analysen at konserner kan utligne skattepliktig overskudd mellom ulike selskaper i den norske delen av konsernet (se for eksempel (KPMG, 2014b)). Dette kan gjøres ved at et overskuddsselskap yter konsernbidrag til et underskuddsselskap i samme konsern. Det forutsettes med andre ord at rentekostnadene i det norske holdingselskapet CTN kan utnyttes skattemessig til det fulle. Det er også grunn til å påpeke at rentekostnadene i CTN ikke utløser kildeskatt ettersom destinasjonen er Luxembourg. Det følger av at Norge ikke har generelle bestemmelser om kildeskatt på renter og heller ingen skatteavtale med Luxembourg som gir anledning til å illegge slik kildeskatt (Finansdepartementet, 2014).

De øverste selskapene i den norske SFR-konsernstrukturen har per november 2014 ikke levert årsregnskap for 2013. Det begrenser muligheten til å fastslå helårseffekter på kapitalkostnadene. Men med enkelte rimelige antakelser bør det være mulig å gi anslag på de skattemessige helårseffekt av endret kapitalstruktur innenfor akseptable feilmarginer.

3.3.5.1 Nedbetalingen av obligasjonslånet

Skatteeffekten av oppkjøpet vil utgjøre de skattemessige fordelene av interngjelden i holdingselskapet CTN, justert for de skattemessige ulempene av at obligasjonseierne i SFR blir kjøpt ut i forbindelse med oppkjøpet. Rentebærende gjeld i SFR etter oppkjøpet antas å ha en årlig rentekostnad på 4,6 prosent (se Tabell 6.1 i Appendiks C). Det kan nevnes at i første halvår 2012, før oppkjøpet, restrukturerer SFR gjelden ved å betale ned syndikatlån og utstede obligasjoner. Rentekostnadene (utskilt fra andre finanskostnader) for denne perioden er ikke spesifisert i SFRs 2. kvartalsrapport, men det uttales i rapporten at rentekostnadene

hovedsakelig er påvirket av valutaeffekter. Dermed antas det at rentekostnadene ikke påvirkes vesentlig av restruktureringen 1. halvår 2012. Med disse forutsetningene vil nedbetalingen av 4,0 milliarder kroner rentebærende gjeld i SFR-selskapet i forbindelse med oppkjøpet, redusere årlige rentekostnader med 184 millioner kroner. Skatteeffekten blir økte skattekostnader med 51 millioner kroner årlig.

3.3.5.2 Interngjelden i holdingselskapet

Holdingselskapet CTN er finansiert med 15,6 milliarder kroner i konsernintern gjeld fra sitt luxembourgske holdingselskap CTLS. Påløpte renter på konserninterne lån utgjør 658 millioner kroner[11] i 2012. I løpet av høsten 2012 har dermed interngjelden gitt en skattebesparelse i Norge på 184 millioner kroner. Det er ikke mulig for utenforstående å fastslå rentesatsen(e) til denne interngjelden med sikkerhet, men et fornuftig anslag kan gjøres med rimelige antakelser. Det legges til grunn at lånet ble tatt opp 1. juni. To forhold taler for dette:

1. Behovet for kontanter gjorde seg gjeldene hovedsakelig i sommermånedene juni, juli og august[12].

2. Det er ikke ført renteinntekter i CTN i 2012. Hvis gjelden ble opptatt i lang tid før utbetalingene i sommermånedene, ville relativt store kontantbeløp bli liggende på konto i CTN over lengre tid. Ut ifra beløpenes størrelse er det rimelig å anta at disse da ville generert renteinntekter.

Dermed løper gjelden over syv måneder i 2012, noe som gir en rentesats på 7,3 prosent[13]. Ettersom det ikke vites noe om øvrige vilkår for dette lånet, skal det heller ikke menes noe om denne rentesatsen her.

Med disse forutsetningene vil opptaket av konserngjelden på 15,5 milliarder kroner påføre SFR etter oppkjøpet årlige rentekostnader på 1,1 milliarder kroner. Skatteeffekten blir reduserte skattekostnader med 316 millioner kroner årlig. Oppkjøpets effekt på kapitalstrukturen gir dermed den nettoeffekt at overskuddet i SFR reduseres med 945 millioner kroner. Dette

[11] 110,1 mill. USD, her omregnet med kurs 5,98 NOK/USD.
[12] Oppgjøret for mesteparten av SFR-aksjene skjedde 26. juni (?).
[13] $(110,1\,mill.USD \times 12) \,/\, (2601\,mill.USD \times 7)$

reduserer skattekostnaden med 265 millioner kroner årlig. Overskuddet kan anses som flyttet fra de land SFR driver næringsvirksomhet, til TLSC i Luxembourg.

Tabell 3.3: Skattemessige effekter av endret kapitalstruktur

	Lånebeløp (mill.kr)	Rente (%)	Effekt på overskudd (mill.kr)	Skatteeffekt, 28 % sats (mill.kr)
Nedbetalt obligasjonslån i SFR	−3.960	4,6	−184	−51
Interngjeld i holdingselskapet CTN	15.554	7,3	1129	316
Sum	11.594		945	265

Tabellen viser skattemessige effekter av de to sentrale endringene i kapitalstrukturen i Statoil Fuel & Retail (SFR) etter at selskapet ble kjøpt opp av Alimentation Couche-Tard Inc i 2012: i) Etter oppkjøpet av SFR skjøt Couche-Tard inn egenkapital i selskapet som ble brukt til å nedbetale obligasjonsgjeld. ii) Oppkjøpet av SFR ble utført ved et norsk holdingsselskap, som ble finansiert med 15,6 mrd.kr interngjeld fra et Couche-Tard-selskap i Luxembourg. Tallene er annualiserte fremskrivninger basert på årsregnskapene i CTN og SFR fra 2011 og 2012.

Til sammenligning hadde SFR i 2011, året før oppkjøp, et skattepliktig overskudd på 1,5 milliarder kroner. Skattekostnaden i de landene selskapet hadde virksomhet, utgjorde 420 millioner kroner[14]. Ny kapitalstruktur etter oppkjøpet har dermed potensial til å redusere SFRs skattebidrag med 63 prosent.

Interngjelden i holdingselskapet CTN reduserer overskuddet i SFR alene med 1,1 milliarder kroner årlig. Denne effekten kan deles i to: i) Ved å holde rentesatsen for SFRs rentebærende gjeld uendret på 4,6 prosent, vil interngjelden redusere overskuddet i SFR med 721 millioner kroner. ii) Effekten av at renten på interngjelden er 2,7 prosentpoeng høyere enn rentesatsen i SFR før oppkjøpet, reduserer overskuddet med ytterligere 408 millioner kroner.

Som nevnt i innledningen til dette delkapittelet, så bygger anslagene på skatteeffekter her på at SFR etter oppkjøpet kan utligne overskudd i konsernets ulike selskap, med underskudd i holdingselskapet CTN. Allerede i 2012 benytte Couche-Tard seg av denne muligheten. Det første halvåret etter oppkjøpet utlignet datterselskaper i SFR-selskaper overskudd på tilsammen 319 millioner kroner (53,3 millioner USD) mot underskudd i holdingselskapet CTN. Etter at underskuddet for 2012 i CTN ble utlignet med dette beløpet, var det fortsatt et regn-

[14]Hentet fra konsernregnskapet til Statoil Fuel & Retail ASA.

skapsmessig underskudd etter skatt i CTN på 660 millioner kroner (110,3 millioner USD). Ingenting av dette er balanseført som fremførbart underskudd, men det må kunne antas at deler av dette likevel kan utlignes mot skattemessig overskudd i perioder etter 2012.

Skatteeffektene av SFR-oppkjøpet presentert her og i Tabell 3.3 beror på en skatteprosent på 28. Store deler av virksomheten til SFR foregår utenfor Norge. Beregnede skatteeffekter av endret kapitalstruktur er gale i den grad overskuddet som utlignes mot underskudd i CTN, beskattes med en annen skattesats enn den norske. Ettersom store deler av SFRs virksomhet foregår i Sverige og Øst-Europa, taler dette for at de beregnede skatteeffektene her er for høye. Derimot kan det innvendes at effektiv skattesats for SFR i 2011, året før oppkjøpet, var på 28 prosent på konsernnivå. Det støtter valget av 28 prosent skattesats i denne analysen. Valg av skattesats påvirker imidlertid ikke beregnet størrelse på overskudd som skiftes opp til holdingselskapet CTN og derfra videre til eierselskapet CTLS i Luxembourg.

3.3.6 Holdbarheten av resultatene

Det må stilles spørsmål ved om analysen tegner et bilde av kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøpet som er dekkende for selskapet som helhet, inkludert dets datterselskaper. Mangelen på konsernregnskaper for SFR etter oppkjøp vanskeliggjør en helhetlig analyse, og vesentlige endringer i konsernets datterselskaper kan ha ført til endringer i konsernets kapitalstruktur som ikke blir fanget opp i denne analysen. Flere observasjoner støtter imidlertid opp under at de viktigste endringene i SFRs kapitalstruktur ved oppkjøpet er fanget opp i denne analysen:

- Gjeldsgraden i SFR-selskapet (ikke på konsernnivå) målt ved bokførte verdier var ved inngangen til 2012 49 prosent. Ved utgangen, korrigert for nedbetalt obligasjonslån, var tilsvarende gjeldsgrad 53 prosent. Dette trekker i retning av at det ikke finner sted vesentlige endringer i kapitalstrukturen i SFR og dets datterselskap utover tilbakebetalingen av obligasjonslånet.

- Gjeldsgraden målt i bokførte verdier i det norske driftsselskapet Statoil Fuel & Retail Norge AS var 85 prosent både ved inngangen og utgangen av 2012. Det nest største driftsselskapet i konsernet, Statoil Fuel & Retail Aviation AS, hadde en bokført gjeldsgrad på 78 prosent ved inngangen til 2012 og en gjeldsgrad på 82 prosent ved utgangen av 2012.

Tilsvarende sammenligninger i øvrige norske datterselskap gir for det meste tilsvarende resultat. Disse selskapene er dessuten av begrenset størrelse og har liten innvirkning på konklusjonene nedenfor.

Det ville likevel ikke blitt fanget opp her dersom vesentlige omorganiseringer i utenlandske SFR-selskap i forbindelse med oppkjøpet påvirker SFRs kapitalstruktur. Dette kan være tilfellet dersom det høsten 2012 forekommer salg av eiendeler i utenlandske SFR-selskaper, der salgsinntektene blir brukt til å nedbetale gjeld. Motsatt kunne utenlandske SFR-selskaper foreta gjeldsfinansierte oppkjøp. Det er derimot rimelig å anta at slike avtaler hadde blitt meldt til Toronto Stock Exchange dersom de var av vesentlig størrelse. Dette er børsen hvor Couche-Tard er notert. Couche-Tard leverer ingen slike børsmeldinger høsten 2012, noe som underbygger antakelsen om en stabil kapitalstruktur i SFR tiden etter oppkjøpet (TSX Inc., 2014)

Det ovenstående taler for at denne analysen fanger opp de vesentligste endringer i SFRs kapitalstruktur i forbindelse med oppkjøpet. Observasjonene nevnt i denne seksjonen tyder også på at disse endringene vedvarte, i det minste i løpet av det første halvåret etter oppkjøpet. Dette er perioden for hvis det finnes tilgjengelig regnskapsinformasjon om SFR-selskaper etter oppkjøpet. Det konkluderes dermed med at analysen av oppkjøpets virkning på SFRs kapitalstruktur i det vesentligste er dekkende, og at kapitalstrukturen som er beregnet her, ikke preges av en høyst midlertid og lite representativ situasjon for selskapet.

3.3.7 Nærmere om rentekostnadene i CTN

I styrets årsberetning for 2012 i holdingselskapet CTN står det entydig at hele konserngjelden, som i løpet av høsten 2012 har vokst til 16,3 milliarder kroner, utgjør gjeld til morselskapet (som er CTLS i Luxembourg). Likevel er CTLS mottaker av under halvparten av renteinntektene fra selskapets konserninterne lån i løpet av 2012.

Den andre mottakeren av renteinntekter fra CTN i 2012, er oppgitt å være Couche-Tard Norway GP ANS. CTN overfører 353 millioner kroner (59,1 millioner USD) til dette selskapet i løpet av 2012. Couche-Tard Norway GP ANS blir stiftet 30. september 2012 og har dermed mottatt relativt store beløp innen et relativt kort tidsrom (Brønnøysundregistrene, 2014c). Selskapet har aldri levert årsregnskap.

Couche-Tard Norway GP ANS er et ansvarlig selskap der deltakerne er selskapene Circle K Stores Inc. og Mac's Convenience Stores LLC. Deltakerne bærer navnene til de øvrige merkevarene i Couche-Tard-konsernet. Circle K Stores Inc. og Mac's Convenience Stores LLC er norskregistrerte, utenlandske foretak (NUF'er) som begge blir registrert 29. september 2012 (Bizweb, 2014). Selskapene har ikke levert regnskap i Norge.

Dersom Couche-Tard Norway GP ANS er fullfinansiert med egenkapital og beskatter renteinntekter fra CTN med 28 prosent, ville dette motvirket de gunstige skatteffektene av Couche-Tard-SFRs kapitalstruktur. Dette kan imidlertid sies å være tvilsomme antakelser, og det må dessuten legges til grunn at regnskapsinformasjonen er korrekt og dermed at fremtidige konserninterne renter blir utbetalt CTLS i Luxembourg.

3.3.8 Skattemessige konsekvenser for Couche-Tard i Luxembourg

Internlånet i det norske holdingselskapet CTN fører til en strøm av renteutbetalinger, her beregnet til 1,1 milliarder kroner årlig, til Luxembourg-selskapet CTLS. Disse renteinntektene kommer dermed til beskatning i Luxembourg. Luxembourg har en selskapsskatt på 29,22 prosent (KPMG, 2014a), men det kan være grunn til å anta at renteinntektene fra norske CTN beskattes til en sats som er lavere enn dette.

I november 2014 avslørte The International Consortium of Investigative Journalists at 340 internasjonale selskaper har oppnådd hemmelige skatteavtaler med luxembourgske myndigheter (Wayne et al., 2014). Avsløringene har fått navnet *Lux Leaks*. Flere av skatteavtalene, som ble lekket av ansatte i PWC, innebærer reelle skattesatser på én prosent eller lavere for de involverte selskapene (ibid.). Alimentation Couche-Tard Inc. er ikke blant selskapene hvis skatteavtaler med luxembourgske myndigheter er avslørt i Lux Leaks. Selskapene som er involvert i Lux Leaks er derimot ikke en uttømmende liste over selskaper som nyter gunstige skattevilkår i Luxembourg. Dermed kan det verken avkreftes eller bekreftes hvorvidt CTLS er i en slik posisjon.

CTLS vil ikke betale kildeskatt på eventuelle utbytter til sine canadiske eierselskaper. Dette følger av skatteavtalen mellom Luxembourg og Canada (se for eksempel KPMG (2012)).

Valg av Luxembourg som «mellomliggende» land ved en investering, er ikke unikt for Couche-Tard. Utgående direkteinvesteringer fra Luxembourg i prosent av Luxembourgs brut-

to nasjonalprodukt utgjør 297 prosent. Tilsvarende prosenttall for inngående direkteinvesteringer er 342 (Mintz og Weichenrieder, 2010). I en rangering av verdens land etter disse målene, topper Luxembourg listen med god margin. Mintz og Weichenrieder (ibid) omtaler Luxembourg som et typisk «gjennomstrømmingsland», med henvisning til lav, reell overskuddsbeskatning, samt fravær av kildeskatt og regler mot tynn kapitalisering.

3.3.9 Skattemessige konsekvenser for Couche-Tard i Canada

Den første av de vesentlige transaksjonene i forbindelse med oppkjøpet, er at Couche-Tard-konsernet i april 2012 inngår en låneavtale med sin bankforbindelse med en kredittramme på 18,5 milliarder kroner (Alimentation Couche-Tard Inc., 2013c). Formålet er å finansiere SFR-oppkjøpet, dersom det skulle bli en realitet. Couche-Tard trekker på denne lånerammen i tiden rundt oppkjøpet, noe som gir utslag i en markant økning i gjeld og rentekostnader i Couche-Tard-konsernet. Mellom april og juli øker gjelden i Couch-Tard fra 4 til 25 milliarder kroner[15]. De fire kvartalene før oppkjøpet, til og med april 2012, utgjorde rentekostnader i Couche-Tard-konsernet 90 millioner kroner. De fire kvartalene etter oppkjøpet, fra og med august 2012, utgjorde rentekostnader i Couche-Tard-konsernet 770 millioner kroner[16]. Økningen i rentekostnadene kan med rimelighet antas å knyttes til låneopptaket for å finansiere oppkjøpet av SFR. Økningen kan i mindre grad skyldes at rentekostnader i SFR inkluderes i Couche-Tards konsernregnskap, ettersom mesteparten av SFRs rentebærende gjeld nedbetales kort tid etter oppkjøpet. Økningen kan heller ikke skyldes de interne rentekostnadene mellom CTN i Norge og CTLS i Luxembourg, da slike interne transaksjoner må antas å være utlignet mot hverandre i konsernregnskapet[17]. Dersom lånet for å finansiere SFR-oppkjøpet er tatt opp i Canada, vil dette gi en skattemessig fordel for Couche-Tard i Canada fordi skatteskjoldet her økes. Satsen på canadisk selskapsskatt er i 2012 og 2013 26 prosent og øker til 26,5 prosent i 2014 (KPMG, 2014a). Et konservativt anslag på skattefordelen i Canada,

[15]Gjeld per 29. april 2012 er 665 mill. USD, og gjeld per 22. juli 2012 er 4232 mill. USD (Bloomberg, 2014). Differansen er omregnet med kurs 5,82 NOK/USD, som er snittkursen for 2011 (DNB Markets, 2013).

[16]Kilde og kurs er lik som for gjelden.

[17]Dette er hvert fall tilfellet i Norge, se for eksempel BHL (2014), og må kunne sies å være i tråd med internasjonale prinsipper for konsernregnskap.

dersom lånet er tatt opp her, er 150 millioner kroner[18].

Eventuelle utbytter fra Luxembourg-selskapet CTLS til sine canadiske eierselskap i Couche-Tard-konsernet, vil generelt ikke medføre inntektsbeskatning. Det følger av skatteavtalen mellom Canada og Luxembourg (se for eksempel Sikham (2011)).

3.3.10 Oppsummering

Funnene i denne analysen støtter teoriens prediksjon om oppkjøpets effekt på kapitalstrukturen i SFR: Selskapet blir en del av et internasjonalt konsern, hvor virksomheten utenom SFR foregår i land med relativt høye skattesatser. Dette gir ikke incentiv til å skifte ekstern gjeld til SFR. SFR blir dermed del av et konsern hvor laveste skattesats i konsernet kan antas å være en svært lav prosent i Luxembourg. Oppkjøpet kan dermed sies å øke differansen mellom skattesatsene SFRs selskaper står ovenfor, og laveste skattesats i konsernet. Dette medfører økt grad av interngjeld.

Måten Couche-Tard finansierer SFR-oppkjøpet på bidrar utvilsomt til å redusere selskapets skattekostnader i Norge og de øvrige landene SFR har virksomhet i. De øvrige skattemessige konsekvensene av oppkjøpet for Couche-Tard, skal det ikke trekkes for sikre konklusjoner om her. Til det er informasjonen om det luxembourgske holdingselskapet CTLS for begrenset. Oppsummeringen i Tabell 3.4 må derfor leses som indikerte skattemessige konsekvenser av SFR-oppkjøpet dersom Couche-Tard benytter seg av mulighetsrommet for skattetilpasning i dagens internasjonale skatteregime.

[18] Årlige rentekostnader øker med 675 mill.kr (116 mill. USD) etter oppkjøpet. Nedrundet til 600 av forsiktighetshensyn, med en skatteprosent på 26 prosent, blir skattebesparelsen 156 millioner kroner.

Tabell 3.4: Oppkjøpets skattemessige konsekvenser

	Norge	Luxembourg	Canada
Endret årlig overskudd som følge av gjeld (mill.kr)	−945	+1.100	−600
Årlig skattebesparelse ved gjeldsfinansiering (mill.kr)	+265	−11	+150

Tabellen oppsummerer estimert redusert overskudd i Statoil Fuel & Retail ASA som følge av ny kapitalstruktur etter at selskapet ble kjøpt opp Alimentation Couche-Tard Inc. i 2012 (se seksjon 3.3.5). Etter oppkjøpet blir selskapet finansiert med konsernintern gjeld fra et Couche-Tard-selskap i Luxembourg, noe som øker skattepliktig inntekt for konsernet i dette landet. Skattesatsen er her satt til 1 prosent, av grunner omtalt i seksjon 3.3.8. Dersom oppkjøpet er lånefinansiert med låneopptak i Canada, vil dette gi skattefordeler i dette landet, oppsummert i høyre kolonne (se seksjon 3.3.9).

Vi ser av Tabellen 3.4 at Couche-Tard oppnår skattefordeler for gjeldsfinansieringen av SFR både i Canada og Norge. Gjelden som skaper disse skattefordelene, overstiger totalkapitalen i SFR. Dette skyldes at Couche-Tard ved hjelp av interngjeld kan gjeldsfinansiere SFR «to ganger». Hvis vi legger sammen skattegevinsten av kapitalstrukturen i de tre landene, summerer den seg til 404 millioner kroner. Kapitalstrukturen valgt av Couche-Tard har dermed potensial til å eliminere nær all skatt fra overskuddet i SFR, hvis vi legger til grunn SFRs skattekostnad i 2011 på 420 millioner kroner.

En slik skatteminimerende strategi, der det oppnås to rentefradrag for ett og samme investeringsobjekt, blir av Mintz og Weichenrieder (2010) omtalt som «double-dipping». Strategien innebærer at en investering fra et høyskatteland til et annet skjer via et lavskatteland, hvor det etableres det Mintz kaller for et gjennomstrømningsselskap. Investeringen finansieres med et låneopptak i konsernets hjemland. Pengene investeres videre som egenkapital i gjennomstrømningsselskapet og sendes derfra til destinasjonslandet i form av interngjeld. Denne case-studien av oppkjøpet av SFR dokumenterer det siste leddet i det som kan fremstå som en double-dipping-strategi fra Couche-Tard. Hvorvidt holdingselskapet CTLS i Luxembourg er finansiert med egenkapital og dermed vil betale skattefrie utbytter til Couche-Tard i Canada, vites ikke. Ut ifra de skattemessige fordelene et slikt oppsett vil gi, kan det imidlertid være grunn til å tro at Couche-Tard har valgt en slik løsning.

3.3.11 Selskapets synspunkter knyttet til denne analysen

Kommunikasjonsdirektør i Statoil Fuel & Retail Norge AS, Pål Heldaas, bekrefter at det initielle låneopptaket for å finansiere SFR-oppkjøpet, ble foretatt i Canada[19]. Det kan dermed fastslås at Coche-Tard oppnår en rentefordel fra oppkjøpet både i Canada og i Norge. Det opplyses ikke hvordan Couche Tard Luxembourg Sarl er finansiert.

På spørsmål om hvorfor Luxembourg er valgt som mellomliggende land for investeringen, vises det blant annet til at Luxembourg har et godt nettverk av skatteavtaler, og det fremheves at bindende forhåndsuttalelser fra luxembourgske skattemyndigheter gir god forutsigbarhet. Det kan tyde på at Couche-Tard nettopp har en slik avtale med luxembourgske myndigheter når dette trekkes fram som en positiv egenskap ved det luxembourgske skatteregimet. Det kan bety at inntektet i Couche Tard Luxembourg Sarl beskattes på en gunstig måte.

Heldaas begrunner kapitalstrukturen i SFR etter oppkjøpet med at det er Couche-Tards policy å allokere gjelden til samme land som investeringen foretas. Det opplyses videre fra selskapet at gjelden, presumptivt i Norge, er «betydelig redusert etter oppkjøpet». Dette vil i så fall bety de skattemessige effektene av kapitalstrukturen i selskapet, som her er beregnet til årlige størrelser, ikke har vedvart. Det har imidlertid ikke lyktes å fremskaffe dokumentasjon på økonomiske forhold i selskapet etter 31. desember 2012, verken fra offentlige kilder eller direkte fra selskapet.

Eventuelle endringer i SFRs kapitalstruktur siden oppkjøpet, kan med rimelighet tolkes i lys av de nye reglene i Norge for begrensning av rentefradrag for interngjeld. Reglene, omtalt i delkapittel 2.4, vil kunne redusere de skattemessige fordelene av kapitalstrukturen i SFR fra og med januar 2014. Det norske holdingsselskapet CTN vil ikke kunne få fradrag på renter knyttet til det interne lånet til Luxembourg dersom rentene overstiger 30 prosent av EBITDA[20]. Dette er en størrelse det ikke er mulig å fastslå med offentlig tillgjengelig informasjon, ettersom skattemessig EBITDA vil kunne avvike fra EBITDA som fremgår av resultatregnskapet. En svært forenklet tilnærming, kan være følgende:

SFR hadde i 2011 et overskudd før skatt på 1,5 milliarder kroner. Dersom overskuddet

[19]Korrespondanse med selskapet er gjengitt i Appendiks C

[20]Selskapet har ikke betydelige renteinntekter eller øvrige rentekostnader utover rentekostnader som knyttes til interngjeld. Dermed avgjøres fradragsterskelen hovedsakelig av rentekostnadene knyttet til denne.

forsøkes utlignes mot rentekostnader i CTN, må det overføres til CTN som konsernbidrag. Mottatt konsernbidrag vil inngå i beregningsgrunnlaget for EBITDA (Finansdepartementet, 2013). Hvis alt overskudd i konsernet overføres til holdingselskapet, vil det gi et innslagspunkt for rentebegrensning på 500 millioner kroner (30 prosent av 1,5 milliarder kroner). Dette vil i så fall begrense muligheten for fradrag for omtrent halvparten av de beregnede rentekostnadene knyttet til interngjelden i CTN (se 3.3).

Det vil dermed være rimelig å forvente endringer i kapitalstruktur i konsernet i tiden frem mot 2014. Dette kan eventuel skje ved tilbakebetalinger av innskutt egenkapital fra datterselskaper i SFR, til holdingsselskapet CTN, som skyter tilbake pengene som interngjeld. Det må overlates til andre å drøfte om en slik operasjon kan skje innenfor rammene av aksjeloven og om den eventuelt vil få skattemessige konsekvenser i form av realisasjonsbeskatning.

En annen tenkelig tilpasning er å redusere interngjelden og erstatte den med egenkapital eller ekstern gjeld. Dersom de marginale rentekostnadene betalt fra CTN til Luxembourg, ikke gir fradrag, og motsvarende renteinntektene i CTLS i Luxembourg beskattes med en effektiv sats høyere enn null, vil det tross alt være mer skattemessig gunstig å finansiere CTN med egenkapital. Dersom SFR tilpasser seg regelen ved å erstatte gjeld med egenkapital, vil det være en tilpasning i tråd med regelens formål om å begrense overskuddsflytting ut av Norge ved intern gjeldsskifting.

Kapittel 4

Kvantitative studier av gjeldsskifting

Det er gjort få kvantitative studier av gjeldsskifting spesifikt på norske selskaper. I forbindelse med Skatteutvalgets utredning i 2003 gjennomførte Hægeland en analyse av sammenhengen mellom utenlandsk eierskap og gjeldsgrad (Finansdepartementet, 2003). Med data fra SSB over ikke-finansielle aksjeselskaper påkoblet data over utenlandsk eierskap, finner Hægeland en positiv sammenheng mellom selskapers gjeldsgrad og andelen av selskapets aksjer som er eid av utlendinger. Kontrollert for et standard utvalg kontrollvariabler som antas å påvirke selskapets gjeld, finner Hægeland at utenlandskeide selskap i gjennomsnitt har 3-8 prosentpoeng høyere gjeldsgrad enn selskap som utelukkende har norske aksjonærer, avhengig av hvilket år mellom 1994 og 1999 sammenhengen estimeres[1]. For alle år Hægeland studerer, er denne sammenhengen positiv og signifikant forskjellig fra null. Skatteutvalget av 2003, som Hægeland utførte analysen på vegne av, drøfter funnet uten å konkludere hva sammenhengen kan skyldes. Utvalget trekker frem at resultatet kan skyldes forskjellig utbyttepolitikk mellom norskeide og utenlandskeide selskaper, samt at skattemotivert internprising kan svekke utenlandskeide foretaks egenkapital (ibid.), og derfor øke gjeldens andel av totalkapitalen. I lys av teorien omtalt i delkapittel 2.2, kan gjeldsskifting være en plausibel forklaring på sammenhengen Hægeland fant. Denne mulige forklaringen drøftes imidlertid ikke av Skatteutvalget.

Internasjonalt er det er bredere tilfang av forskning på skattemotivert kapitalstruktur. Jog

[1] Hægelands studie inngår som Vedlegg 5 i NOU 2003 (9) (Finansdepartementet, 2003).

og Tang (2001) utnytter skattereformer i USA og Canada på 80- og 90-tallet som naturlige eksperimenter for å studere selskapers kapitalstruktur. Reformer i begge land i perioden medførte at den relative forskjellen mellom amerikansk og canadisk selskapsskatt ble vesentlig endret i favør lavere skattesats i USA. Jog og Tang studerer 457 store selskaper over perioden, hvor både canadiskeide selskaper og datterselskaper av utenlandskeide konserner i Canada inngår i analysen. For begge grupper finner Jog og Tang at gjeld som andel av selskapenes totalkapital går opp i perioden, og at selskapenes skattekostnader som andel av totalkapital går tilsvarende ned. Forfatterne tilskriver resultatet effekten av skattemotivert gjeldsskifting. De estimerer at den canadiske stat i 1994 ville mottatt 3,5 milliarder canadiske dollar mer i selskapsskatt dersom canadiske selskaper hadde hatt samme kapitalstruktur i 1994 som de hadde ti år tidligere. Dette ville doblet statens proveny fra selskapsskatten. I studien er det imidlertid i liten grad drøftet andre forhold som kan ha påvirket selskapers kapitalstruktur systematisk over perioden, og det er ikke gjort grundige sammenligninger med forandringen i selskapers kapitalstruktur i andre land over samme periode.

Tyske multinasjonale selskaper har særlig vært gjenstand for kvantitativ forskning på gjeldsskifting. Dette skyldes godt tilfang på data gjennom den tyske sentralbankens såkalte MiDi-database, som gir informasjon om kapitalstrukturen i datterselskap i tyske internasjonale konsern. Mintz og Weichenrieder (2010) bruker 54 000 selskap/år-observasjoner fra perioden 1996 til 2002 for å undersøke sammenhengen mellom kapitalstrukturen i konsernenes utenlandske datterselskaper og skattesatsen i datterselskapets hjemland. De finner at ti prosentpoengs økning i hjemlandets skattesats, øker gjeldsgraden i datterselskapet med 3-6 prosentpoeng. Effekten drives av økning i interngjeld. Funnene samsvarer med funnet hos Desai et al. (2004), som ved å analysere 32 000 amerikanske datterselskaper i perioden 1982 til 1994 finner at datterselskap i land med 10 prosentpoeng høyere selskapsskatt, er finansiert med 2,6 prosentpoeng høyere gjeldsgrad, kontrollert for et bredt utvalg av kontrollvariabler som inkluderer institusjonelle og økonomiske forhold i datterselskapenes hjemland. Forskjellene i gjeldsgrad skyldes både forskjeller i intern og ekstern gjeld.

Huizinga et al. (2008) bruker data fra Amadeus-databasen til Bureau Van Dijk for å analysere kapitalstruktur med 39 000 selskap/år-observasjoner for europeiske datterselskap i europeiske multinasjonale konserner. Modellen som estimeres, inneholder én variabel for skattesatsen i datterselskapets hjemland, og én variabel som måler gjennomsnittlig skatte-

differanse mellom datterselskapet og datterselskap i øvrige land i samme konsern, vektet på datterselskapets totalkapital som andel av konsernets totalkapital. Det første leddet er ment å fange opp det «ordinære» incitamentet for gjeldsfinansiering for alle selskaper, inkludert nasjonale. Det andre leddet skal fange opp incitamentet til å flytte gjeldsbelastningen mellom ulike land innad i konsernet, det vil si incitamentet for gjeldsskifting. Ti prosents økning i datterselskapets skattesats estimeres å øke gjeldsgraden i datterselskapet med 1,8 prosentpoeng. 10 prosents økning i den vektede skattedifferansen mellom datterselskapets land og de andre landene hvor konsernet er etablert, estimeres å øke gjeldsgraden i datterselskapet med ytterligere 1,2 prosentpoeng. Gjeldsskiftingen ser dermed ut til å utgjøre noe over en tredjedel av kapitalstrukturens sensitivitet overfor selskapsskatten.

Teorien i delkapittel 2.2 tilsier imidlertid at skattedifferansen mellom datterselskapets hjemland og den *laveste* skattesatsen konsernet står overfor, vil gi en ytterligere effekt på kapitalstrukturen i datterselskapet i favør økt grad av interngjeldsfinansiering på bekostning av egenkapitalfinansiering. Møen et al. (2011) kritiserer Huizinga et al. for ikke å ta høyde for incentivet til intern gjeldsskifting. Ved å innlemme et uttrykk for maksimal skattedifferanse, estimerer Møen et al. (ibid.) at dersom den maksimale skattedifferansen øker med 10 prosentpoeng, vil gjeldsgraden i selskapet øke med 1,2 prosentpoeng som følge av styrket incentiv til intern gjeldsskifting. Dette kommer på toppen av en 2 prosentpoengs økning i gjeldsgrad som følge av at det ordinære incentivet for gjeldsfinansiering styrkes, samt en økning på 2,8 prosentpoeng i gjeldsgrad som følge av at incentivet til ekstern gjeldsskifting styrkes[2]. Selskaper i land med 10 prosentpoeng høyere skattesats vil dermed ha 6 prosentpoeng høyere gjeldsgrad, som utgjør den aggregerte effekten av de tre ulike mekanismene. Grunnlaget for analysen til Møen et al. er nær 34 000 selskap/år-observasjoner for europeiske selskaper i perioden 1996-2006, hentet fra MiDi-databasen.

Oppsummert kan det konkluderes med at litteraturen gir god empirisk støtte til teorien om at skatteregimet er med å avgjøre selskapers valg av finansieringskilde. I tillegg til å utnytte renteskatteskjoldet i det enkelte land, tyder empirien på at internasjonale selskaper allokerer både ekstern og intern gjeld til land hvor skattesatsene er høye, strategien som her omtales som gjeldsskifting.

[2]Effekten er større dersom selskapet er relativt mindre enn øvrige selskaper i konsernet, og visa versa. Dette er vist i delkapittel 2.2.

4.1 Om Nederland

I Kapittel 3 omtales gunstige sider ved skatteregimene i Belgia og Luxembourg som ikke fanges opp av den formelle skattesatsen i landene. Dette vil få innvirkning på den kvantitative analysen nedenfor i Kapittel 5. Det vil også tas høyde for spesielle egenskaper ved nederlandsk skattelovgivning, av grunner som blir omtalt i dette delkapitlet.

Weyzig (2014) finner at interngjeld fra Nederland er assosiert med tynn kapitalisering. Hans studie omfatter 82 «store», internasjonale selskaper med hovedkontor i EU/EØS-området, og 3.000 av konsernenes datterselskaper i EU/EØS, i perioden 1997 til 2005. Kontrollert for relevante variabler finner studien at selskapene med interngjeld fra Nederland i gjennomsnitt har 13 prosentpoeng høyere gjeldsgrad. Weyzig (ibid.) forklarer resultatet med at konsernene kan skifte profitt fra høyskatteland i EU/EØS til lavskatteland utenfor EU/EØS, via nederlandske datterselskap. Å legge Nederland som mellomland i en slik interngjeldsstruktur er gunstig på grunn av Nederlands regime for såkalte «special purpose entities» (SPE'er). SPE'er skal per definisjon være Nederlandske selskaper med utenlandske aksjonærer, og disse selskapene er unntatt kildeskatt på utgående renter, royalties og utbytter. Som følge de fleste skatteavtalene mellom Nederland og EU-EØS-land, er renter fra EU/EØS-land til Nederland unntatt kildeskatt. Dette gjelder også Norge (Finansdepartementet, 2014:207). Hensikten med mellomliggende SPE'er ved interngjeldstransaksjoner, er ikke å flytte overskuddet fra et høyskatteland til Nederland, men å flytte det videre fra Nederland til et lavskatteland, uten å måtte betale kildeskatt på noen av transaksjonene. Weyzig (ibid.) trekker også frem at internasjonale selskaper via sine SPE'er har mulighet til å inngå gunstige skatteavtaler med nederlandske myndigheter (se seksjon 3.3.8 for omtale av tilsvarende skatteavtaler med luxembourgske myndigheter).

Mintz og Weichenrieder (2010), som bruker MiDi-databasen til å studere direkteinvesteringer i utlandet, finner imidlertid ikke at tyske selskaper som etablerer datterselskaper i utlandet via holdingselskaper i Nederland, i større grad gjeldsfinansierer datterselskapet. Det er heller ingen sammenheng mellom gjeldsgrad og bruk av nederlandsk holdingselskap for tyske datterselskaper i internasjonale konsern (ibid.:114). Weyzig drøfter ikke sine funn i lys av Mintz og Weichenrieder, men det kan tenkes at de forskjellige resultatene kan skyldes vesentlige forskjeller i utvalget som studeres. Ettersom Weyzig har et utvalg som er kraf-

tig begrenset med hensyn til selskapenes størrelse, kan de forskjellige resultatene bety at gjeldsskifting via Nederland er noe som anvendes av enkelte få, store selskaper. Dermed vil forskjellene i kapitalstruktur kunne «drukne» i analysen til Mintz og Weichenrieder, som tar utgangspunkt i et mye større datasett som inkluderer mindre selskaper.

Kapittel 5

Kvantitativ analyse

Som det fremgår i Kapittel 4, er det gjort et begrenset antall studier av skattemotivert kapitalstruktur spesifikt på norske selskaper. Hægelands analyse i forbindelse med Skatteutvalget i 2003, som benytter selskapsdata fra perioden 1994 til 1999, er såpass gammel at det vil ha verdi i seg selv å undersøke fenomenet med nyere data, samt gjøre en analyse som favner bredere enn bare å undersøke effekten av utenlandsk eierskap. Analysen i denne oppgaven bruker data fra ikke-finansielle foretaks utenlandsrapportering, som tidligere ikke er analysert på selskapsnivå. Formålet er å fremskaffe ny evidens om skattemotivert kapitalstruktur i norske selskaper.

5.1 Datakilder

Dataene i den kvantitative analysen er hentet fra tre ulike kilder:

5.1.1 SSBs UT-rapportering

SSB samler inn data fra ca 3 000 norske selskaper enten kvartalsvis eller årlig, avhengig av selskapets størrelse (SSB, 2013). Denne såkalte UT-rapporteringen ble iverksatt av SSB fra og med 2007 og siste tilgjengelig serie er for 2012. Denne analysen er dermed begrenset til å omfatte data fra denne perioden. Data fra UT-rapporteringen inneholder norske selskapers gjeld og fordringer mot utenlandske, tilknyttede selskaper per 31. desember det aktuelle

året, fordelt på land. Datasettet består dermed av år/selskap/land-observasjoner. Landet som selskapet har renteutgifter til eller renteinntekter fra, kalles videre for *motpartsland*.

Med tilknyttede selskaper menes selskaper som har samme ultimate eiergruppering. Det er bekreftet fra SSB[1] at selskapene er ment å definere «tilknyttede selskaper» som alle selskaper med samme ultimate eier. Ved tolkningen av resultater fra analyse av disse dataene, må det derimot tas høyde for at rapportørene kan ha oppfattet definisjonen av «tilknyttede selskaper» som uklar, da det i veiledningsmaterialet ikke finnes utfyllende forklaringer på hva som menes med dette begrepet. Slike eventuelle uklarheter kan bidra til underrapportering av konsernintern gjeldsfinansiering.

Datasettet inneholder også selskapets årlige rentekostnader og renteinntekter som stammer fra henholdsvis konsernintern gjeld og konserninterne fordringer, fordelt på land. I tillegg gir datasettet informasjon om investert egenkapital i datterselskap i utlandet per 31. desember det aktuelle år, fordelt på land. Egenkapitalen er vurdert til kostpris. Dersom selskapet også deltar i SSBs undersøkelse «Investeringer i utlandet», er egenkapitalen fra selskapets UT-rapport erstattet med egenkapital etter egenkapitalmetoden, hentet fra «Investeringer i utlandet»-rapporten. Dette er en uheldig sammenblanding som skaper støy i datamaterialet og i verste fall skaper det en systematisk skjevhet der store foretak, som har større sannsynlighet for å delta i begge undersøkelser, får et mål på investert egenkapital som er systematisk høyere enn små foretak. Dette påvirker imidlertid ikke denne analysen, ettersom informasjonen om utenlandske datterselskap vil bli brukt for å lage dikotome variabler.

Det primære formålet med UT-rapporteringen er å lage aggregert statistikk over norsk utenriksøkonomi. Dette formålet reflekteres i de kriteriene SSB legger til grunn for å velge ut selskaper til UT-rapporteringen. Selskapene er valgt ut ut ifra et ønske om å fange opp mest mulig av transaksjonsvolumet norske selskaper har mot utlandet. Utvalget gjør SSB på bakgrunn av opplysninger fra aksjonærregisteret, skattestatistikk, regnskapsstatistikk, media og øvrige tilgjengelige opplysninger på internett[2]. Dermed er det rimelig å anta at selskaper som inngår i utvalget, skiller seg systematisk fra øvrige selskaper i den forstand at de er mer internasjonalt orienterte. Ved analyse av UT-dataene må det derfor tas i betraktning at utvalget på ingen måte er et tilfeldig utvalg norske selskaper, og utvalget kan derfor heller

[1] Korrespondanse med SSBs Malin Bjervert.
[2] ibid.

ikke analyseres som om det var et tilfeldig utvalg.

5.1.2 Regnskapsstatistikk

UT-dataene påkobles regnskapsstatistikk sammensatt av SNF (Berner et al., 2014). Regnskapsstatistikken inneholder all informasjon fra selskapers resultatregnskap og balanse, samt forskjellige foretakskarakteristikka. Foretakskarakteristikka som anvendes i analysen, er bransjekode (SN2007), informasjon om eierforhold og morsselskaps organisasjonsnummer[3]. Med morselskapets organisasjonsnummer er det brukt en makro for å identifisere konsernsammenslutninger i datasettet. Makroen er testet på datasett som ikke er avidentifisert, og ved stikkprøver er det forsikret at makroen er i stand til å samle alle selskap med samme ultimate morsselskap (i Norge) i samme konsern.

Regnskapsstatistikken omfatter alle regnskapspliktige selskaper i Norge.

5.1.3 Skattedata

Når norske selskaper har renteutgifter til utenlandske selskaper i samme konsern, kommer disse rentene til inntektsbeskatning i det respektive utland. Denne analysen anvender formell skattesats i motpartslandet som mål på hvordan disse rentene beskattes i utlandet. En del skatteforskning anvender andre mål på skattekostnad i ulike land. Eksempler på dette er effektive gjennomsnittlige skattesatser og effektive marginale skattesatser. Avvik mellom formell skattesats og de to sistnevnte skattemålene, kan for eksempel skyldes avskrivningsregler eller en rekke spesialbestemmelser og unntak i landenes skattelovgivning. Effektive og marginale skattesatser kan være fornuftige i analyser av for eksempel realinvesteringer, der skattemessige avskrivninger og periodiseringer av inntekt kan avvike fra reell verdiforringelse og reelle tidspunkt for inntekt. Her legges det imidlertid til grunn at formell skattesats er et tilfredsstillende mål på både effektiv og marginal beskatning av renteinntekter. Det beror på en antakelse om at skattemessig inntekt fra utlånsvirksomhet i det vesentligste utgjør den reelle inntekten ved utlånsvirksomhet, nemlig påløpte renter.

[3]Selskapene er avidentifisert med en identifiseringsnøkkel som er felles for UT-rapportene og regnskapsstatistikken.

Formelle skattesatser er hentet fra KPMGs Corporate Tax Table (2014a), som gir formell skattesats i 120-132 land i perioden 2007 til 2012. Der det har vært mulig, er manglende skattesatser fra KPMG supplert med data fra EY (2014).

Dersom renteutgifter til utenlandske konsernselskaper beskattes i Norge med kildeskatt, vil den effektive beskatningen av renteinntekter til motpartslandet utgjøre summen av kildeskatten og selskapsskatten i motpartlandet, eventuelt den høyeste satsen av de to dersom kildeskatten kommer til fratrekk i motpartslandet. Det er ingen generell bestemmelse om kildebeskatning i Norge, men kildebeskatning av renter er likevel tilfellet overfor enkelte land som følge av skatteavtaler mellom Norge og disse landene. Dette kan påvirke internasjonale konserns beslutninger om å allokere intern gjeld til norske datterselskap. Det er imidlertid ikke tatt høyde for kildeskatt i denne analysen av følgende årsaker:

- Der selskapet får utligne skatt på renteinntekter med betalt kildeskatt i Norge, vil den høyeste av kildeskatt og selskapsskatt være effektiv beskatning av renteinntekter. I ingen tilfeller er kildeskatten på renter høyere enn formell skattesats i det respektive motpartsland[4]. Hvis skattelovgivningen i motpartslandet tillater fradrag for betalt kildeskatt i Norge, vil dermed skattesatsen i motpartslandet likevel være effektiv beskatning av renteinntektene der. Slike fradrag gis i fleste land, i følge Scheel-utvalget (Finansdepartementet, 2014).

- Kildeskatt regulert gjennom skatteavtale kan ha en rekke unntaksbestemmelser, og det vil være utenfor rekkevidden av denne studien å lage et datasett som fanger opp slike nyanser.

Ettersom kildeskatt på renter gjelder overfor relativt få land, og satsene er relativt lave, antas det at det ikke svekker analysen vesentlig å la være å justere for kildeskatter på renter.

5.1.4 SIFON-registeret

Data fra SSBs SIFON-register er benyttet for å avgjøre om selskaper er utenlandskeid. Datasettet inneholder variabler om største aksjonærs nasjonalitet, aksjeandel til utenlandsk ak-

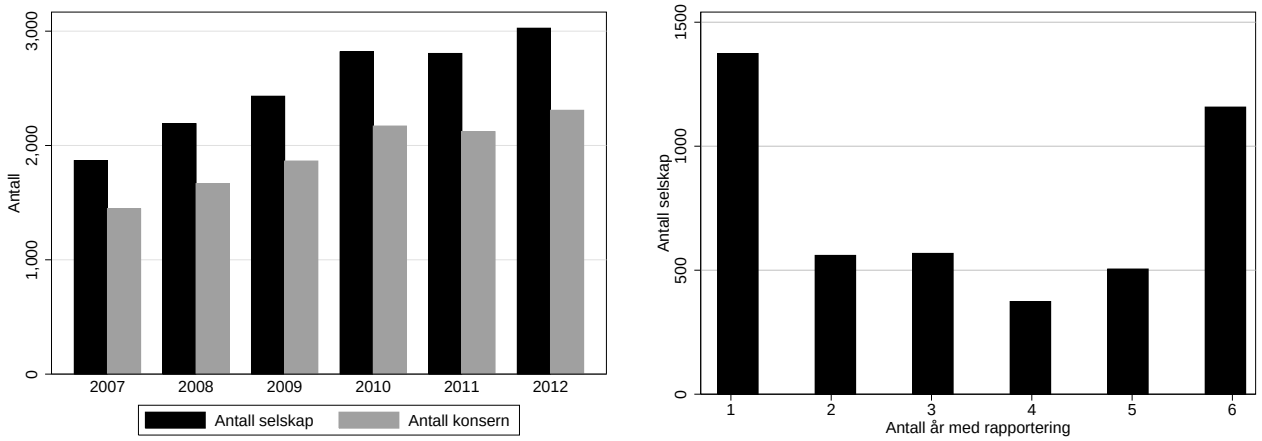
[4]Formelle skattesatser er sammenlignet med kildeskatt på renter fra Norge til utlandet, sammenstilt av Scheel-utvalget (Finansdepartementet, 2014).

sjonær og om selskapet er direkte eller indirekte utenlandskeid.

5.2 Deskriptiv statistikk

Informasjon om konsernintern finansiering over landegrensene hentes fra UT-rapporteringen og disse dataene består av ca 39.000 år/selskap/land-observasjoner, der ett selskap kan ha flere observasjoner per år fordi det har konserninterne transaksjoner med flere forskjellige motpartsland det aktuelle året. Selv om undersøkelsen ifølge SSB skal omfatte ca 3.000 selskaper per år, består datasettet av et noe lavere antall selskaper enn dette.

Figur 5.1a viser at en vesentlig andel av selskapene som omfattes av UT-rapporteringen, inngår i konsernfellesskap med hverandre. Figur 5.1b viser at bare en brøkdel av selskapene som er å finne i datasettet, har levert rapportert for hele perioden som studeres. Flest selskaper har bare levert UT-rapport i ett år, så det er en betydelig utskifting i SSBs utvalg fra år til år.



(a) Antall selskap/konsern per år

(b) Antall år med rapportering per selskap

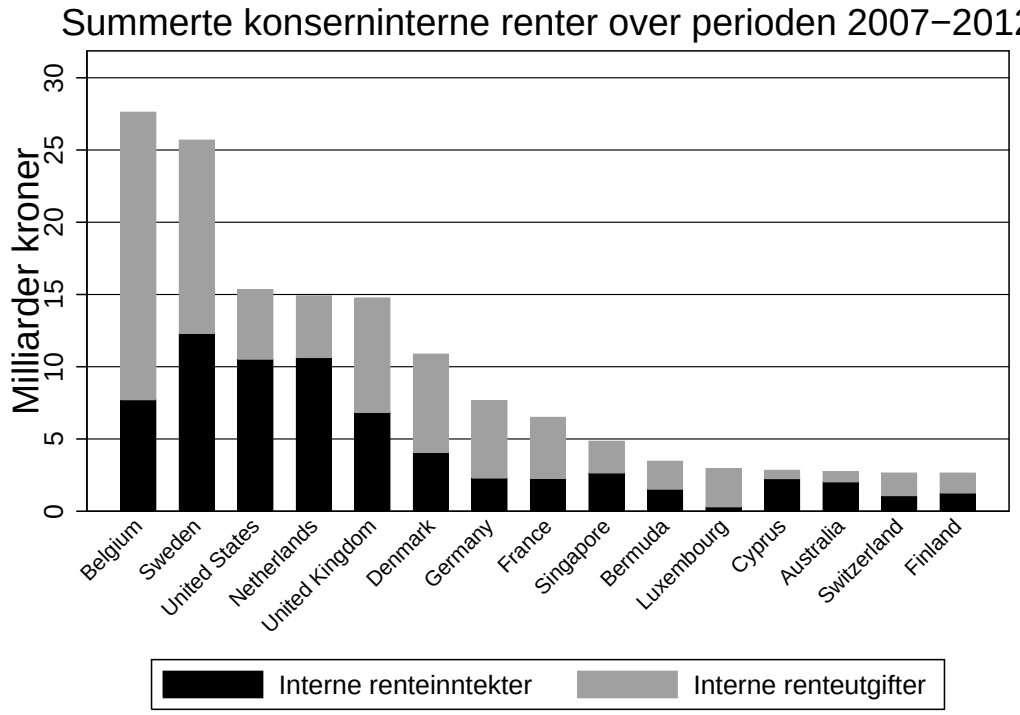
Figur 5.1: Selskaper i UT-rapporteringen - Periode 2007-2012

Figur (a) viser antall selskaper og konserner som har deltatt i SSBs UT-rapportering i ulike år. Figur (b) viser hvor mange selskap som har rapportert ulikt antall år i seksår-perioden 2007-2012.

Data fra UT-rapporteringen gir nye muligheter til å studere kapitalstruktur på selskaps-

nivå. Det er likevel hensiktsmessig å presentere et omriss av de aggregerte statistikkene som kommer ut av dataene, da dette kan gi indikasjoner på omfang av eventuell gjeldsskifting i norske selskap.

Figur 5.2 presenterer strømmen av rentekostnader fra interngjeld inn og ut av Norge. Av denne figuren kan vi se at teorien om skattemotivert kapitalstruktur i internasjonale selskaper, slik den er presentert i delkapittel 2.2, umulig kan forklare all konsernintern finansiering. Teorien predikerer at internasjonale selskaper vil foreta alt konsernintern utlån fra datterselskapet i landet med den laveste skattesatsen. For i det hele tatt å spare skatt på plassering av konsernintern gjeld, må kreditorlandet ha en lavere skattesats enn debitorlandet, slik at inntektsbeskatningen av rentene i kreditorlandet er lavere enn rentefradraget som oppnås i debitorlandet. Hvis all konsernintern gjeld var skattemotivert, ville alle motpartsland ha enten konserninterne renteinntekter eller -kostnader. Vi ville ikke sett en blanding av de to, som vi ser i Figur 5.2.



Figur 5.2: Viktigste motpartsland

Figuren viser hvor norske selskapers renteutgifter knyttet til interngjeld tar veien, og hvor renteinntekter fra norske selskapers konserninterne utlån kommer fra. Tallene er aggregert over en seksårsperiode. Ved å summere konsernintern gjeld og fordringer fremfor de tilhørende renteutgifter- og inntekter, vil vi få et bilde som i det vesentligste tilsvarer bildet ovenfor. Fordelen ved bruk av resultatposter (renter) fremfor balanseposter (gjeld og fordringer) er at det er rentebærende gjeld som fanges opp, fremfor for eksempel gjeld av typen rentefri leverandørgjeld eller skyldig utbytte fra datterselskap.

Grafene i Figur 5.2 indikerer at skattemessige forhold vanskelig kan være eneste bevegrunn for konserners interne finansieringsvirksomhet. Eksempler på slike forhold kan være at et konsernselskap i land A kan ha et kortsiktig kontantoverskudd, som det låner ut til konsernselskap i land B, helt uten tanke på skattemessige konsekvenser. Det kan også være at konserner lokaliserer sine interne finanssentre, ofte kalt cash-pools, ut ifra andre forhold enn de skattemessige. For eksempel kan cash-pools av praktiske hensyn plasseres i samme land som selskapets ledelse.

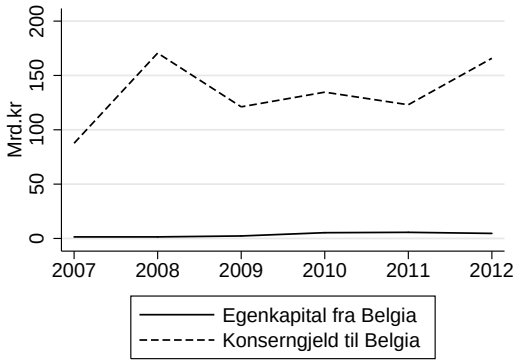
Det må bemerkes at Belgia stikker seg tydelig ut i grafen. Konsernintern finansiering mellom norske og belgiske selskaper skjer av et bemerkelsesverdig omfang sammenlignet med andre land som Norge har betydelig mer øvrig økonomisk samkvem med. Belgia skiller seg også ut med et misforhold mellom konserninterne renter og utgifter, og innen konsernintern finansiering er Belgia en stor netto kreditorstat overfor Norge. Dette må delvis kunne forklares med den gunstige beskatningen av renteinntekter i Belgia. Landet har et skattesystem etter den såkalte ACE-modellen (allowance for corporate equity), som gir et fradrag i skattepliktig inntekt lik egenkapital multiplisert med en fastsatt rentesats. Dette gir lav beskatning for et selskap med mye egenkapital som gir lav, men sikker avkastning, noe som vil være typiske karakteristika for en internbank i et konsern (se for eksempel Styczen (2010) eller Scheel-utvalgets omtale på s. 112 (Finansdepartementet, 2014)). Det er også verdt å bemerke at Luxembourg stikker seg ut som et tydelig kreditorland i konsernintern sammenheng, selv om SSBs utvalg fanger opp et forholdsvis lavt totalbeløp med summerte rentetransaksjoner mot Luxembourg. Dette kan indikere at overskudd flyttes fra norske selskaper til Luxembourg ved gjeldsskifting, men at omfanget av slik overskuddsflytting til Luxembourg er relativt begrenset.

Figur 5.3 viser konsernintern finansiering sammen med egenkapitalinvesteringer i norske selskaper overfor Belgia, Sverige og USA. Dette er de tre landene norske selskaper har mest konserninterne rentetransaksjoner mot. Figurene merket (a) viser hvordan utenlendinger fra respektive land velger å finansiere investeringer i Norge, fordelt mellom egenkapital og interngjeld. Figurene merket (b) viser hvordan norske investorer velger å finansiere sine investeringer i det respektive utlandet

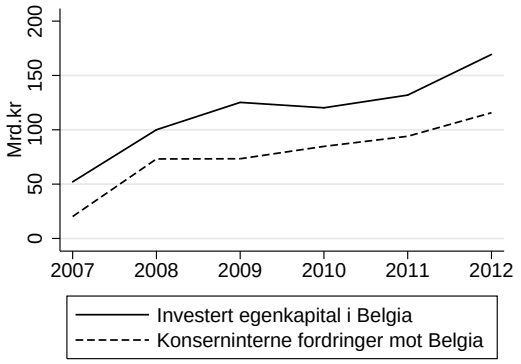
Det er tydelig av Figur 5.3a at investeringer fra Belgia i overveiende grad finner veien til Norge i form av konserninterne utlån. Dette skiller Belgia fra nummer to og tre på listen over viktigste motpartsland for konsernintern finansiering, henholdsvis Sverige og USA: Belgisk eid egenkapital utgjør knappe 5 milliarder kroner per 2012 blant selskapene i SSBs utvalg. Konsernintern gjeld mot Belgia utgjør over 165 milliarder kroner. Forholdet mellom disse to størrelsene er motsatt overfor USA og Sverige. Egenkapitalen eid fra disse landene overgår konsernintern gjeld overfor disse landene med god margin.

I Figur 5.3b fremkommer det at norske selskaper har betydelige egenkapitalinvesteringer i Belgia. Sammen støtter figurene 5.3b og 5.3a en teori om at norske selskaper finansierer egne

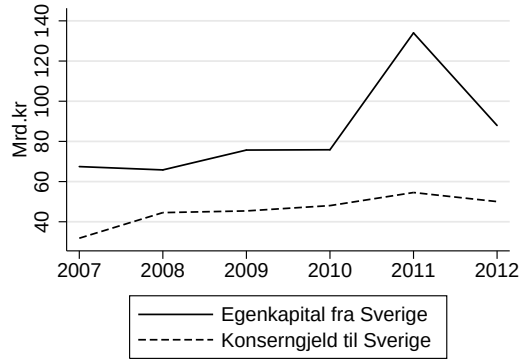
internbanker i Belgia med egenkapital, og låner de samme pengene tilbake til seg selv.



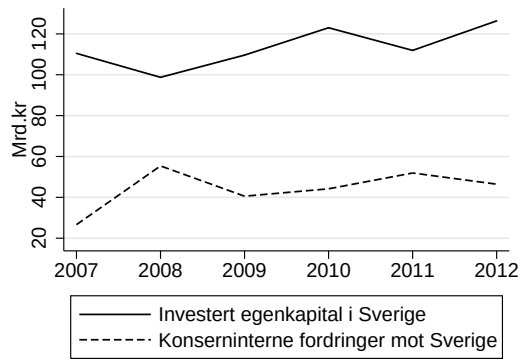
(a) Direkteinvesteringer i Norge fra Belgia



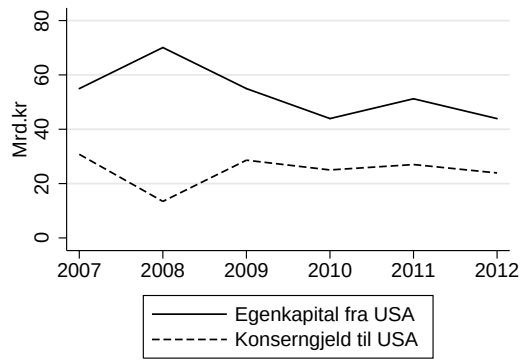
(b) Direkteinvesteringer i Belgia fra Norge



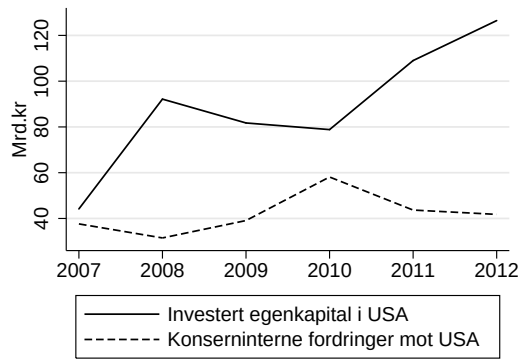
(c) Direkteinvesteringer i Norge fra Sverige



(d) Direkteinvesteringer i Sverige fra Norge



(e) Direkteinvesteringer i Norge fra USA



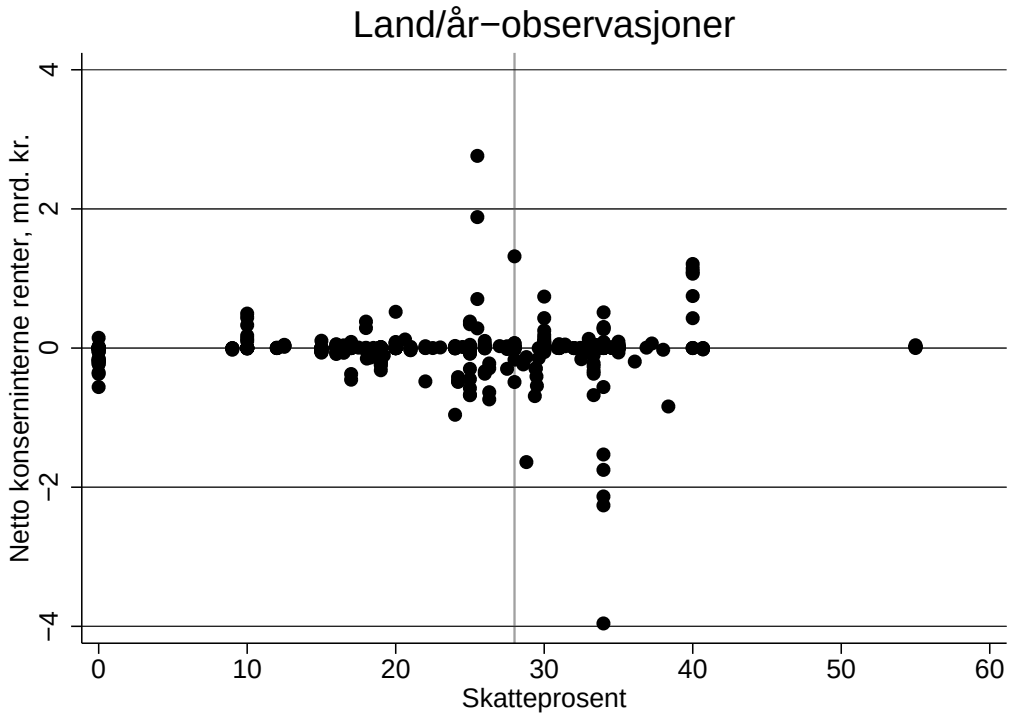
(f) Direkteinvesteringer i USA fra Norge

Figur 5.3: Direkteinvesteringer mellom Norge og tre viktige motpartsland

Figurene til venstre viser egenkapital i norske selskaper eid fra det respektive utland, sammen med konsernintern gjeld i norske selskaper som skyldes til dette landet. Gjelden i figurene til venstre inkluderer norskeide selskapers gjeld til egne datterselskap i motpartslandet. Figurene til høyre viser verdien av egenkapitalen i selskaper i det respektive utland som er eid av norske selskaper, sammen med norske selskapers konserninterne fordringer mot dette landet.

5.2.1 Skattebesparelser i utvalget

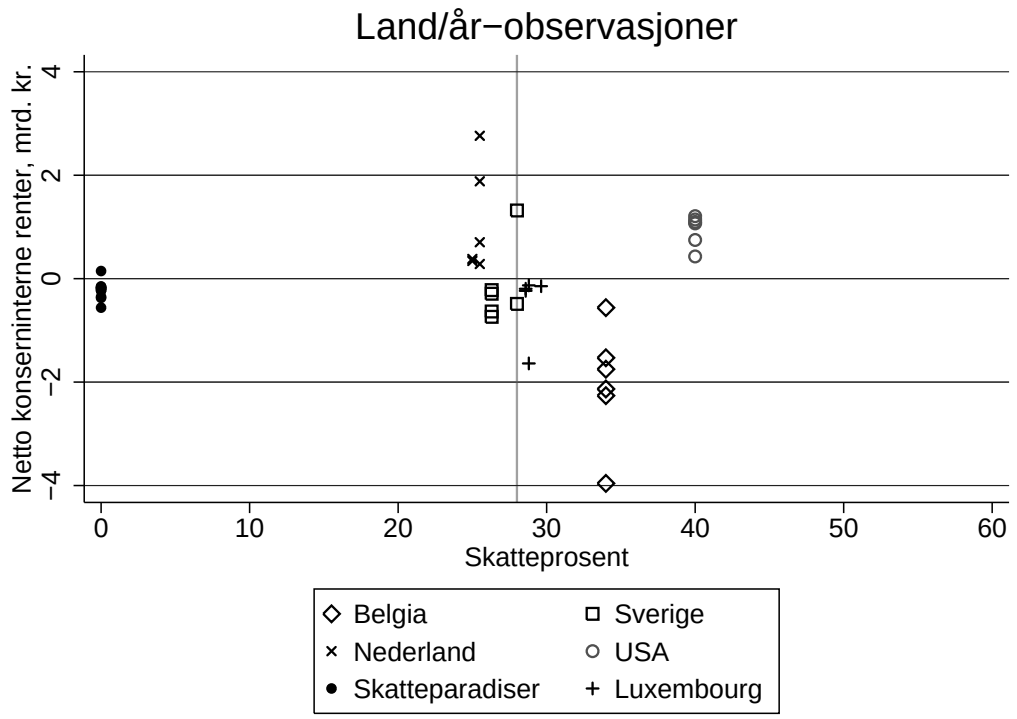
I Figur 5.4 blir det enda tydeligere at konserninterne renter ikke automatisk finner veier til land der skatten er lavere enn i Norge. Her plottes netto strøm av årlige, konserninterne renter til de ulike motpartslandene i datasettet. Dersom konsernintern finansiering hovedsakelig var skattedominert, kunne vi forvente å se at norske selskaper har netto renteutgifter til motpartsland med lavere skattesats enn Norge, og tilsvarende netto renteinntekter fra land med høyere skattesats enn Norge. En slik tendens ville i Figur 5.4 fortonet seg som plot over null og til høyre for den loddrette streken, som markerer norsk skattesats i perioden, kombinert med plot under null, til venstre for den loddrette streken. Enkelte plot befinner seg i disse kvadrantene, men unntakene forekommer tilsynelatende like ofte.



Figur 5.4: Netto rentestrømmer fra konsernintern gjeld

Grafen viser årlige summer av konserninterne renteinntekter fratrukket renteutgifter per land over alle selskaper i utvalget, plottet mot skatteprosenten i motpartslandet. Grafen inneholder ett plot per land per år og omfatter perioden 2007-2012. Plot til venstre for den loddrette streken, er motpartsland som det aktuelle året har lavere skattesats enn Norge (28 %), mens plot til høyre for streken har høyere skattesats. X-aksen representerer formell skattesats i motpartsland, men for enkelte land kan den reelle beskatningen (skattefradrag) av renteinntekt (rentekostnad) være vesentlig lavere.

Figur 5.5 tilsvarer Figur 5.4, men omfatter kun enkelte utvalgte motpartsland. Her kan vi blant annet se at Belgia og Luxembourg som forventet har netto renteinntekter fra konsernselskaper i Norge. Disse observasjonene ligger til høyre for den loddrette streken i figuren fordi den formelle skattesatsen i hele perioden er høyere enn i Norge. Vi vet derimot fra delkapittel 3.2 og seksjon 3.3.8 at den reelle beskatningen av renteinntekter i disse landene kan være nærmere null.



Figur 5.5: Netto rentestrømmer - Utvalgte land

Grafen viser årlige summer av konserninterne renteinntekter fratrukket renteutgifter per land over alle selskaper i utvalget, plottet mot skatteprosenten i utvalgte motpartsland. «Skatteparadiser» omfatter jurisdiksjonene Jersey, Guernsey, Isle of Man og Bermuda.

Som nevnt ovenfor, kan det være vanskelig å isolere skattemotivert interngjeld fra interngjeld som skyldes helt andre forhold. En annen forklaring på at den deskriptive statistikken ikke viser et «mønster» som teorien predikerer, kan være at skattesatsene ikke alltid vil fange opp reelle beskatninger av renteinntekt. Hvis et norsk selskap ikke er i skatteposisjon, for eksempel som følge av fremførbare underskudd, vil ikke rentene reelt sett komme til beskatning i Norge. Det kan dermed lønne seg for det internasjonale konsernet å flytte overskudd ved gjeldsskifting fra et land med lavere skattesats enn Norge, til Norge. En mulig årsak til at et internasjonalt selskap ikke er i skatteposisjon, kan være at manipulering av internpriser ved konsernintern handel er et effektivt virkemiddel for å flytte overskudd ut av et høyskatteland.

Med støtte i rådende teori og empiri er det likevel rimelig å anta at endel selskaper flytter

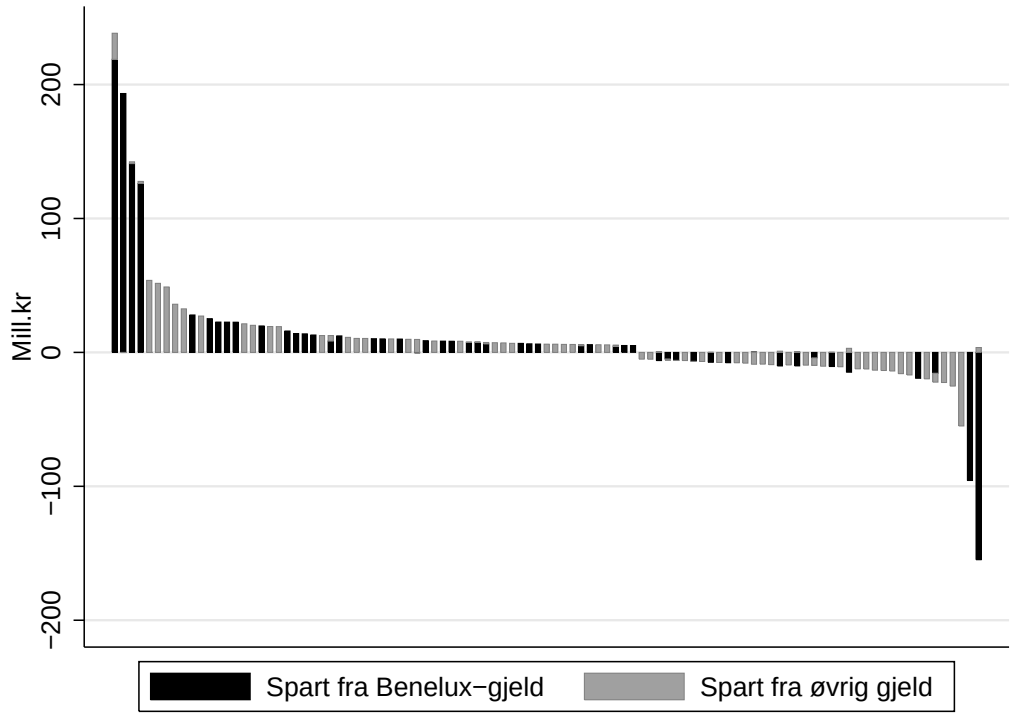
overskudd ut av Norge til lavskatteland ved å plassere interngjeld i Norge, med et konsernselskap i et lavskatteland som kreditor. Med data fra UT-rapportene kan det tegnes et bilde av hvor mange konsern tilstedeværende i Norge som utnytter skattedifferanser på denne måten. Skattebesparelsen for det enkelte konsern vil utgjøre norsk skattesats fratrukket skattesatsen i motpartslandet, multiplisert med rentekostnaden. Motsatt blir skattebesparelsen ved konserninterne lån ytt *fra* Norge, lik skattesatsen i *motpartslandet* fratrukket norsk skattesats. Der disse skattedifferansene er negative, eller vi bytter om på rente*kostnader* og -*inntekter* i eksempelet ovenfor, vil konsernintern finansiering påføre konsernet en skatteulempe.

I Figur 5.6 er resultatet av denne beregningen for alle konserner i utvalget presentert. Hver stolpe i figuren representerer årlig, gjennomsnittlig besparelse fra interngjeld. De estimerte skattebesparelsene ved interngjeld er her mål som netto besparelser. Det vil si at konserner med interngjeld til selskaper i land med høyere skattesats enn Norge, samt konserner med fordringer til land med lavere skattesats enn Norge, vil tape på gjeldsskiftingen.

I delkapitlene 3.2, 3.3.8 og 4.1 er det drøften spesielle forhold ved Benelux-land som tilsier at renteinntekter i disse landene ofte beskattes til langt lavere skattesatser enn de formelle. Derfor er det gjort et sjablongmessig anslag på at renteinntekter i disse landene beskattes med fem prosent, og at rentekostnader motsvarende gir fem prosent fradrag. Dette anslaget preger i stor grad de estimerte skattebesparelsene ved interngjeld i utvalget.

Vi ser av Figur 5.6 at det er en overvekt av konsern i Norge med netto skattebesparelser fra sine konserninterne finansieringsaktiviteter i Norge. Summert skattebesparelse over samtlige konsern i utvalget, gir en total årlig skattebesparelse ved interngjeld på 560 millioner kroner i året, målt som gjennomsnitt over perioden 2007 til 2012. Dette må kunne sies å være temmelig lavt, tatt i betraktning at utvalget består av 3.000 selskaper som ifølge SSB skal være blant Norges største og mest internasjonaliserte.

Denne summen på skattebesparelse ved interngjeld trekkes endel ned av at en rekke konserner tilsynelatende taper på konsernintern finansiering. Disse konsernene kan neppe benytte seg av gjeldsskifting som skatteminimerende strategi, og anslaget på skattemessige konsekvenser av gjeldsskifting blir dermed for lavt når disse konsernene inkluderes. Tilsvarende tall når denne gruppen konserner ekskluderes, er at årlig skattebesparelse ved konsernintern finansiering utgjør ca 1,2 milliarder kroner for selskapene i utvalget.

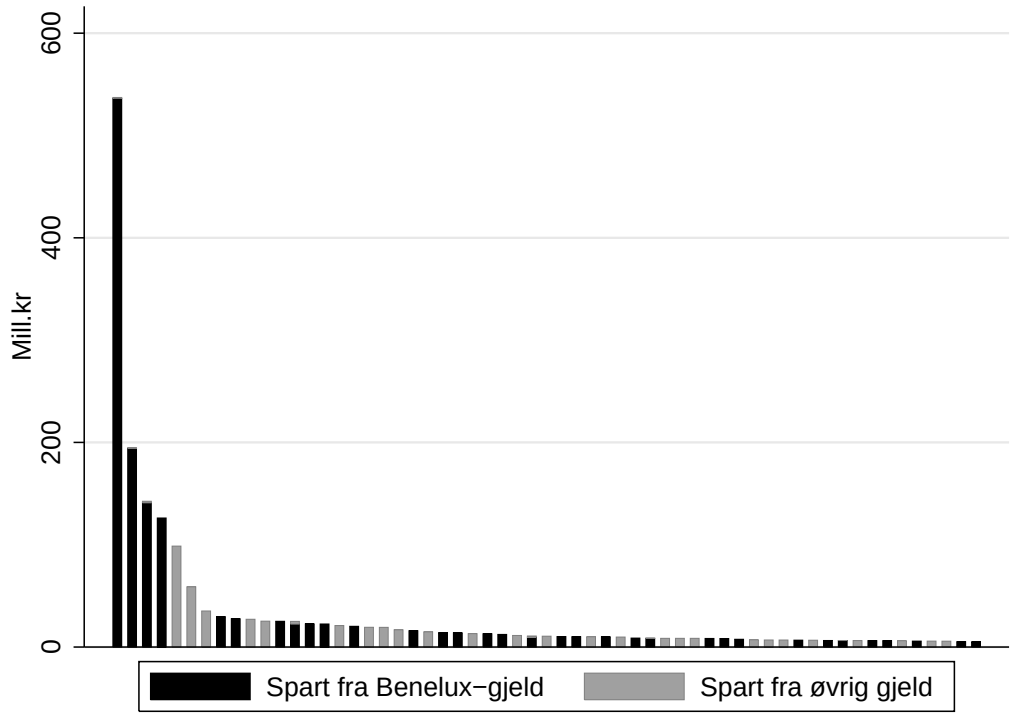


Figur 5.6: Konserner i Norge: Netto skattebesparelse ved interngjeld

Hver stolpe representerer ett konsern tilstedeværende i Norge. Stolpene måler gjennomsnittlig, årlig, netto skattebesparelse fra konsernintern gjeld og fordringer. Stolpen representerer dermed $(skattesats_{NORGE} - skattesats_{MOTPARTSLAND}) \times rentekostnad + (skattesats_{MOTPARTSLAND} - skattesats_{NORGE}) \times renteinntekt$, summert for alle selskapets motpartsland med konserninterne rentekostnader og -inntekter, summert for alle år selskapet har rapportert, delt på antall år med rapportering i perioden 2007 til 2012. Besparelse ved rentekostnader til Benelux-land er sjablongmessig beregnet som om renteinntekten (kostnaden) i Benelux-landet beskattes med (gir fradrag på) 5 prosent. Konserner med en årlig, gjennomsnittlig skattebesparelse i intervallet $[-5, 5]$ millioner kroner, er utelatt. 104 konserner inngår dermed i grafen.

Figur 5.6 inkluderer skattebesparelser ved konserninterne fordringer norske selskap har mot konsernselskaper i land med høyere skattesats enn Norge. Figuren inkluderer dermed skattebesparelser ved profittflytting *inn* i Norge ved gjeldsskifting. I Figur 5.7 er det bare inkludert skattemessige fordeler av norske selskapers gjeld, og bare den gjeld til motpartsland med lavere skattesats enn Norge. Beregnede skattebesparelser ved interngjeld blir dermed

avgrenset til å omfatte effektene av overskuddsflytting *ut* av Norge til land med lavere skatt. Rentekostnadene som forårsaker slik profittflytting, utgjør årlig 10,2 milliarder kroner for hele SSBs utvalg, beregnet som årsgjennomsnitt for perioden 2007-2012. Total, årlig skattebesparelse ved denne profittflyttingen beregnes til 1,5 milliarder kroner, hvorav profittflytting til Benelux-land utgjør 2/3 av besparelsene. Ettersom reelle skattesatser i Benelux-land er sjablongmessig justert til 5, vil disse anslagene medføre betydelig usikkerhet.



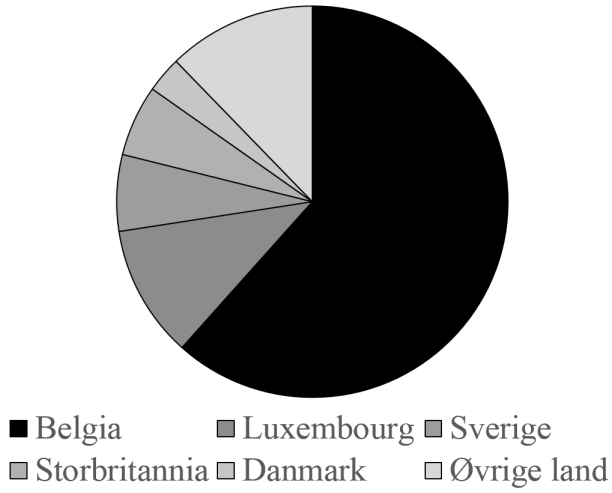
Figur 5.7: Konserner i Norge: Brutto skattebesparelse ved interngjeld

Hver stolpe representerer årlig, gjennomsnittlig skattebesparelse fra interngjeld for det enkelte konsern i utvalget. Besparelsen er beregnet på samme måte som i Figur 5.6, men bare skatteeffekter fra selskapenes intern*gjeld*, ikke konserninterne fordringer, er tatt med, og bare interngjeld overfor land med lavere skattesats enn Norge. Besparelse ved rentekostnader til Benelux-land er sjablongmessig beregnet som om renteinntekten i Benelux-landet beskattes med 5 prosent. Bare selskaper med årlig skatteeffekt fra interngjeld større enn 5 millioner kroner er med i grafen, som dermed representerer 60 konserner.

Det klare inntrykket fra Figur 5.7 er at profittflytting ut fra Norge ved gjeldsskifting er

en strategi som omfavnes av relativt få konserner i Norge. I utvalget er det 33 selskaper som har en beregnet årlig skattebesparelse over 10 millioner kroner.

Ved å studere de 30 av disse 33 som var med i SSBs utvalg i 2012, kan vi fastslå at disse konsernene er relativt store. I snitt hadde morselskapene i disse konsernene bokført totalkapital på 38 milliarder kroner og omsetning på 20 milliarder kroner. Av disse selskapene er syv eid fra Luxembourg, fem er norskeid, tre er eid fra Bahamas, tre fra Nederland og de øvrige er alle eid fra ulike jurisdiksjoner, der iblant Guernsey, Jersey og Singapore. Den samlede interngjelden i disse selskapene overfor Benelux-land eller land med lavere skattesats enn Norge, utgjorde 265 milliarder kroner per 2012. Over halvparten av denne gjelden (61 prosent) er interngjeld til Belgia (se Figur 5.8).



Figur 5.8: Interngjeld i selskaper som flytter overskudd

Figuren viser den totale interngjeld i 30 konserner tilstedeværende i Norge per 2012, fordelt på motpartsland. De 30 konserner er de i SSBs UT-rapportering som har beregnet årlige skattebesparelser ved interngjeld som overstiger 10 millioner kroner og som inngår i undersøkelsen i 2012. Konserngjelden som er med i figurens beregning, er bare interngjeld overfor Benelux-land eller land med lavere skattesats enn Norge, og denne gjelden utgjorde 270 milliarder kroner for de 30 konsernene.

5.3 Empirisk strategi

I delkapittel 5.2 dokumenteres det at norske selskaper har mer konsernintern gjeld enn konserninterne fordringer overfor «gunstige» land som Belgia og Luxembourg, og det fremkommer at enkelte få, store konsern tilstedeværende i Norge sparer betydelig skattekostnader på å flytte overskudd både inn og ut av Norge ved interngjeld.

Teorien om gjeldsskifting tilsier imidlertid ikke bare at konserner vil låne ut penger fra datterselskap i lavskatteland til datterselskaper i høyskatteland som Norge. En sentral prediksjon er at selskapene som benytter seg av gjeldsskifting, vil ha høyere gjeldsgrad enn nasjonale selskaper, både målt som grad av ekstern og intern gjeld. For å undersøke om dette er tilfellet, trengs en økonometrisk analyse. Denne analysen skal søke å bekrefte eller avkreft følgende hypoteser:

Hypotese 1. *Norske selskaper som er en del av et internasjonalt konsern, har som følge av både ekstern og intern gjeldsskifting, høyere gjeldsgrad enn rene nasjonale selskaper.* Hypotesen danner grunnlag for følgende regresjonsligning:

$$b_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 U_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} + \boldsymbol{\beta_4 \mathbf{x}_{i,t}} + \delta_t + \sigma_B + \epsilon_{i,t} \ , \tag{5.1}$$

der $b_{i,t}$ er selskap i's gjeldsgrad i år t. $U_{i,t}$ er en dummy for om selskapet har et flertall av utenlandske aksjonærer i år t, og $D_{i,t}$ er en dummy som er lik 1 hvis selskapet er norskeid, men har datterselskap i utlandet. Internasjonale selskaper vil dermed få utslag enten på dummyen $U_{i,t}$ eller på dummyen $D_{i,t}$, avhengig av om selskapet er henholdsvis utenlandskeid eller norskeid. Kontrollvariabler er samlet i vektoren $\mathbf{x_{i,t}}$ og utgjør blant annet dummyer for størrelseskvintiler det enkelte selskap i tilhører i år t, målt etter totale inntekter. Størrelse kan tenkes å ha en positiv effekt på selskapets gjeldsgrad. Dette kan begrunnes i at større selskaper er mer diversifiserte og dermed har lavere risiko for mislighold (Møen et al., 2011). Salgsinntekter vil også gi tilfang av kontanter, som i sin tur kan føre til at selskapet oppnår bedre lånebetingelser (ibid.). Anleggsmidler og fremførbart underskudd, begge som andeler av bokført totalkapital, inngår også i $\mathbf{x_{i,t}}$. Anleggsmidler kan tenkes å ha en positiv påvirkning på selskapets gjeldsgrad, da slike kan brukes som pant og dermed styrke selskapets stilling i kredittmarkedet. Fremførbart underskudd kan ha to effekter på selskapets gjeldsgrad som

begge trekker i hver sin retning. På den ene siden vil fremførbare underskudd innebære at selskapet ikke er i skatteposisjon og dermed ikke har like sterke incentiver til å flytte overskudd ut av Norge ved gjeldsskifting. På den andre siden, vil fremførbare underskudd stamme fra, nettopp, underskudd, noe som kan ha svekket selskapets egenkapital og dermed økt gjeldsgraden.

Årsfaste effekter er representert ved δ_t, og bransjefaste effekter ved σ_B. Kontrollvariablene er valgt etter inspirasjon fra litteraturen.

Hypotese 2. *Norske selskaper med interngjeld til selskaper i land med lavere skattesats enn Norge, har høyere gjeldsgrad enn øvrige selskaper, som følge intern gjeldsskifting.* Hypotesen danner grunnlag for følgende regresjonsligning:

$$b_{i,t}^I = \beta_0 + \beta_1 I_{i,t}^G + \boldsymbol{\beta_2 \mathbf{x_i}} + \delta_t + \sigma_B + \epsilon_{i,t} \ , \tag{5.2}$$

hvor $b_{i,t}^I$ er selskapets interngjeld som andel av bokført totalkapital i år t og $I_{i,t}^G$ er en dummy for om selskapet har interngjeld overfor et selskap i et Benelux-land eller land med lavere skattesats enn Norge (28 prosent for hele perioden som studeres). Det anvendes samme sett kontrollvariabler som i (5.1). Hypotesen kan også testes med et gradert mål på «gunstigheten» av motpartslandet, slik at graden av interngjeld kan uttrykkes som

$$b_{i,t}^I = \beta_0 + \beta_1 S_{i,t} + \boldsymbol{\beta_2 \mathbf{x_i}} + \delta_t + \sigma_B + \epsilon_{i,t} \ , \tag{5.3}$$

der $S_{i,t}$ måler differansen mellom norsk skattesats og skattesatsen i landet selskapet har interngjeld til.

Ettersom avhengig variabel i disse spesifikasjonene er avgrenset med nedre grense lik 0 og øvre grense lik 1, vil avhengig variabel være en såkalt begrenset avhengig variabel. Hvis det forekommer oppsamlinger av observasjoner i yttergrensene for variabelen, kan OLS-estimering gi lite anvendelige estimater som vil kunne predikere verdier for avhengig variabel utenfor mulighetsområdet, og Tobit-regresjon vil i disse tilfellene kunne være en egnet regresjonsmodell som vil uttrykke observert respons i avhengig variabel som en underliggende latent variabel (Wooldridge, 2013). Der det er ikke-trivielle andeler av utvalget som har verdier av avhengig variabel i yttergrensene 0 og 1, er Tobit-modellen anvendt. Dette er tilfellet for en-

kelte av regresjonene med interngjeld som avhengig variabel. Tobit-estimeringen gir forøvrig like, kvalitative resultater, og estimatene fra Tobit-regresjoner er ikke gjengitt her. Forøvrig er det gjennomgående anvendt standardavvik som er robuste for heteroskedastisitet og klustret rundt selskap eller konsern, avhengig av hvilke enheter som ligger til grunn for regresjonen.

Den empiriske analysen er todelt. Først analyseres dataene på selskapsnivå. En slik tilnærming vil være i tråd med mesteparten av litteraturen om selskapers kapitalstruktur. Det er imidlertid en svakhet ved en slik tilnærming at kapitalstrukturen i enkeltselskaper ikke gir uttrykk for reell kapitalstruktur i konsernet, som vist både i delkapittel 2.3 og i Kapittel 3. Tynt kapitaliserte konserner kan for eksempel ha plassert gjelden i ett selskap i en kjede av holdingselskaper, hvor øvrige selskaper fremstår som selskaper med høy egenkapital. Dette kan skape støy i datasettet og i verste fall systematisk gale estimater når sammenhengen mellom kapitalstruktur og ulike indikatorer måles. Dette begrunnes med følgende eksempel: Statoil Fuel & Retail var i utgangspunktet et norskeid selskap som ikke var tynt kapitalisert. Deretter ble selskapet kjøpt opp og lagt under et holdingselskap som var tynt kapitalisert, slik at konsernet som helhet fikk dramatisk økt gjeldsgrad. Samtidig fikk det oppkjøpte selskapet ny innskutt egenkapital, som ble brukt til å nedbetale ekstern gjeld. Ved oppkjøp kan slike emisjoner som blir brukt til å nedbetale ekstern gjeld tenkes å være en systematisk trend utover dette enkelttilfellet. Dette vil være tilfellet dersom kreditorer stiller krav på å få bli kjøpt ut dersom eierforhold i selskapet endrer seg. I en kvantitativ analyse der alle enkeltselskaper teller likt uavhengig av størrelse, kan effekten av nedbetalt eksterngjeld i datterselskap dominere effekten av tynn kapitalisering i holdingselskapet, dersom det er snakk om nedbetaling av gjeld i flere datterselskap. Da vil gjennomsnittlig gjeldsgrad kunne bli redusert, selv om reell kapitalstruktur blir endret i favør av gjeldsfinansiering. Dette vil kunne svekke estimert sammenheng mellom utenlandsk eierskap, og i verste fall føre til et estimat med gale fortegn.

Derfor foretas det i den andre delen av den empiriske analysen estimeringer der konserner utgjør enhetene i analysen. Faren ved denne analysen, er at den er svært avhengig av at informasjonen om eierskap i datasettet er pålitelig. De to delene av analysen kan imidlertid fungere som robusthetsanalyser for hverandre, og resultater på tvers av de to tilnærmingene vil kunne anses for å være solide.

5.4 Analyse på selskapsnivå

Analysen omfatter selskaper med mer enn 10 millioner kroner i bokført totalkapital. Selskapene som faller ut med denne restriksjonen, kan tenkes å i større grad være sovende selskaper og selskaper med dårligere regnskapskvalitet, noe som vil skape støy. I den grad sammenhengene som avdekkes blir annerledes av at denne gruppen selskaper utelukkes, kan det forsvares med at de små selskapene har mindre økonomisk betydning for samfunnet. Analysen utelukker også selskaper i bransjer som er omfattet av særegne skatteregimer eller andre reguleringer som vil påvirke selskapenes kapitalstruktur. Dermed utelukkes selskaper som omfattes av Petroleumskatteloven, rederiskatteordningen, samt alle selskaper i finansiell sektor utenom holdingselskaper og investeringsselskaper. Offentlig virksomhet er også utelukket, sammen med virksomhet kategorisert som lønnet arbeid i private husholdninger. Tabell 5.1 viser hvordan eksklusjonene påvirker utvalgets størrelse.

Tabell 5.1: Eksklusjoner

Kriterium for eksklusjon (2)-(8)	Gjenstående observasjoner	Prosent
(1) Alle år/selskap-observasjoner	1.448.435	100,0 %
(2) Utvinning av råolje og naturgass	1.445.867	99,8 %
(3) Sjøfart	1.431.381	98,8 %
(4) Finans og forsikring*	1.423.367	98,3 %
(5) Offentlig administrasjon og forsvar	1.423.112	98,3 %
(6) Lønnet arbeid i private husholdninger	1.418.955	98,0 %
(7) Bransjekode mangler	1.325.225	91,5 %
(8) Totalkapital $<$ 10 millioner kroner	289.099	20,0 %
Endelig utvalg	289.099	20,0 %

*eksl. holding- og investeringsselskap, som er innlemmet i analysen

(1) Viser antall selskap/år-observasjoner i regnskapsstatistikken til SNF i perioden 2007 (Berner et al., 2014), og nedenfor angis antall gjenstående observasjoner (for samme periode) når angitt eksklusjonskriterium slår inn.

5.4.1 Variablene i modellen

Avhengige variabler. Gjeldsgrad er målt som total bokført gjeld i selskapet som andel av bokført totalkapital, hentet fra SNFs regnskapsstatistikk. Der selskapet har bokført gjeld og

negativ bokført egenkapital, er gjeldsgraden erstattet med én. I slike tilfeller vil det være riktig å si at kreditorene finansierer all kapital i selskapet, men ikke at kreditorene finansierer mer enn all kapital i selskapet. I særtilfeller der det er bokført negativ gjeld, og selskapet har positiv egenkapital, er gjeldsgraden justert til null. Grad av interngjeld er målt som bokført langsiktig og kortsiktig gjeld til foretak i samme konsern, som andel av bokført totalkapital. Dette målet er justert tilsvarende som for målet på gjeldsgrad.

Forklaringsvariabler. Selskaper er klassifisert som utenlandskeid dersom det ifølge SIFON-registeret er 100 prosent eid av en og samme utenlandske aksjonær. Selskaper som har delvis norske og delvis utenlandske aksjonærer, eller er joint ventures med deltakere fra ulike utland, vil dermed klassifiseres som «ikke utenlandskeid». Schindler og Schjelderup (2012) viser både teoretisk og empirisk at minoritetseierskap svekker incentivene for gjeldsskifting. Denne analysen har ikke som formål å undersøke sammenhengen mellom minoritetseierskap og kapitalstruktur. Derfor klassifiseres ikke delvis utenlandskeide selskaper som utenlandskeide, koeffisientene for utenlandsk eierskap vil uttrykke sammenheng mellom avhengig variabel og 100 prosent utenlandsk eierskap. Delvis utenlandskeide selskaper vil imidlertid likevel ha større incentiv for gjeldsskifting enn rene nasjonale selskaper (ibid.). Utelatelsen kan dermed trekke estimatet på sammenhengen mellom gjeldsskifting og utenlandsk eierskap i begge retninger.

SIFON-registeret gir anledning til å skille mellom direkte og indirekte utenlandsk eierskap. Det lages dermed dummyer som skiller utenlandskeide selskaper som er konsernspiss i Norge, og utenlandskeide selskaper som ikke er konsernspiss i Norge, men datterselskaper av den norske konsernspissen.

Data fra UT-rapporten brukes for å avgjøre om norskeide selskaper har datterselskaper i utlandet. Dummyen som måler dette, får verdien én dersom selskapet har rapportert investert egenkapital i utlandet eller rentetransaksjoner, gjeld eller fordringer mot tilknyttede selskaper i utlandet. Dummyen tar verdien null dersom slike transaksjoner ikke er rapportert, eller dersom selskapet er klassifisert som utenlandskeid etter kriteriene i forrige avsnitt.

Hvorvidt selskapet har konserngjeld mot Benelux-land eller land med lavere skatteprosent enn Norge (dvs $<$ 28 prosent), er avgjort ved kombinasjon av data fra UT-rapportene og skattedata fra KPMG (2014a) og EY (2014). For at denne dummyen skal innta verdien én, må selskapet ha rapportert rentekostnader til et konsernselskap i et «gunstig» land, i tillegg

til gjeld. Dermed vil denne variabelen fange opp rentebærende interngjeld, og ikke gjeld av typen «avsatt, men ikke utbetalt utbytte», gjeld som er nedbetalt på balansetidspunktet, kreditter fra internhandel eller rentefrie lån.

Variabelen som måler største skattedifferanse mellom Norge og land selskapet har konserngjeld til, $S_{i,t}$, er programmert ved kombinasjon av data fra UT-rapporten og skattedata. Beregningen følger formelen 28 - laveste «gunstige» skattesats i land selskapet har interngjeld overfor. Variabelen er dermed lik 0 for selskaper uten interngjeld eller selskaper med «innenlands» interngjeld. Variabelen øker én-til-én med den negative skattedifferansen mellom Norge og det landet med lavest skattesats som selskapet har interngjeld til, dersom skattesatsen i dette landet er lavere enn norsk skattesats. Hvis selskapet har interngjeld til Sverige i 2012, vil $S_{i,t}$ være lik 8, ettersom skattesatsen i Sverige var 20 prosent i 2012[5]. Hvis selskapet har interngjeld mot Bermuda, vil $S_{i,t}$ være lik 28 fordi skattesatsen på Bermuda er 0. Hvis selskapet har interngjeld til både Bermuda og Sverige, vil $S_{i,t}$ være lik 28. Hvis selskapet bare har interngjeld til USA, vil $S_{i,t}$ være 0 fordi skattesatsen i USA er høyere enn i Norge. $S_{i,t}$ er dermed programmert til å fange opp incentivet for profittflytting *ut* av Norge ved gjeldsskifting.

$S_{i,t}$ er sjablongmessig beregnet som om renteinntekter i Benelux-land beskattes med 5 prosent[6].

Kontrollvariabler. Bransjedummyer er hentet fra SNFs regnskapsstatistikk og utgjør 13 dummyer basert på hovedgrupper i SSBs bransjekategorier (SN2007). Dummyer for størrelseskvintiler er beregnet ut ifra hvor selskapet plasserer seg i hele universet av norske selskaper målt i totale inntekter, hvor universet er hele SNFs regnskapsstatistikk det enkelte år. Anleggsmidler og fremførbart underskudd er hentet fra balansepostene anleggsmidler og utsatt skattefordel fra SNFs regnskapsstatistikk, og dividert med selskapets totalkapital. De er justert tilsvarende som for gjeldsgradsvariabler slik at de bare inntar verdier mellom null og én.

[5]Se Appendiks E for oversikt over ulike lands skattesatser.

[6] Begrunnelse for dette kan finnes i delkapittel 3.2, seksjon 3.3.8 og delkapittel 4.1.

Tabell 5.2: Variabelliste

	Hele utvalget			***Selskaper i UT-rapporteringen***		
	Antall obs.	Gj.snitt	St.avv.	Antall obs.	Gj.snitt	St.avv.
Avhengige variabler						
Gjeldsgrad	298099	0,61	0,32	11761	0,54	0,31
Interngjeldsgrad	298099	0,05	0,16	11761	0,12	0,23
Forklaringsvariabler						
Utenlandskeid	298099	0,06	0,24	11761	0,44	0,50
Utenlandskeid, konsernspiss	298099	0,04	0,19	11761	0,39	0,49
Utenlandskeid, datter	298099	0,02	0,19	11761	0,39	0,49
Norsk, internasjonalt selskap	298099	0,02	0,14	11761	0,48	0,50
Interngjeld til land hvor skatt<28%	298099	0,01	0,07	11761	0,13	0,34
Interngjeld til land hvor skatt<19%	298099	0,00	0,04	11761	0,05	0,22
Negativ skattedifferanse til Norge ($S_{i,t}$)	298099	0,05	0,98	11761	1,26	4,78
Kontrollvariabler						
Bransje: Bergverk og utvinning	298099	0,01	0,07	11761	0,06	0,24
Bransje: Industri	298099	0,07	0,25	11761	0,19	0,39
Bransje: Energiforsyning	298099	0,01	0,11	11761	0,02	0,14
Bransje: Vann, avløp og renovasjon	298099	0,01	0,07	11761	0,00	0,06
Bransje: Bygg og anlegg	298099	0,09	0,29	11761	0,03	0,18
Bransje: Varehandel	298099	0,12	0,33	11761	0,21	0,41
Bransje: Transport og lagring	298099	0,02	0,15	11761	0,03	0,17
Bransje: Hotell- og service	298099	0,01	0,11	11761	0,01	0,09
Bransje: Informasjon og kommunikasjon	298099	0,03	0,16	11761	0,09	0,28
Bransje: Holding- og investeringsselskaper	298099	0,09	0,29	11761	0,08	0,28
Bransje: Eiendom	298099	0,40	0,49	11761	0,11	0,31
Bransje: Øvrig tjenesteyting	298099	0,12	0,33	11761	0,16	0,37
Anleggsmidler/totalkapital	298099	0,58	0,37	11761	0,56	0,35
Fremførbart underskudd/Totalkapital	298099	0,01	0,03	11761	0,02	0,05
Totale inntekter (mill. kr)	298099	87	3233	11761	959	12066
Har interngjeld	298099	0,07	0,26	11761	0,21	0,41

Størrelseskvintiler og årsdummyer er utelatt fra variabellisten. Totale inntekter inngår ikke som variabel i analysen, men utgjør grunnlag for størrelseskvintilene.

5.4.2 Resultater

Tabell 5.3 gjengir resultater fra estimeringen av regresjonsligningen (5.1). Resultatene bekrefter at selskaper som er utenlandskeid, har høyere gjeldsgrad enn øvrige selskaper, kontrollert for øvrige forhold som antas å ha innvirkning på selskapets kapitalstruktur. Når hele universet av norske selskaper brukes som kontrollgruppe, estimeres sammenhengen til at utenlandskeide selskaper har litt over 3 prosentpoeng høyere gjeldsgrad enn nasjonale foretak (regresjon (2) i Tabell 5.3). Effekten er signifikant, men må sies å være noe svakere enn antatt, tatt i betrakting Hægelands estimat på ca 7 prosentpoeng (Finansdepartementet, 2003).

Norskeide selskaper som har tilknyttede selskaper i utlandet, har betydelig lavere gjeldsgrad enn øvrige selskaper. Sammenhengen er både statistisk og økonomisk signifikant. Kontrollert for øvrige forhold, har norskeide, internasjonale selskaper gjennomsnittlig litt over 10 prosentpoeng lavere gjeldsgrad enn øvrige selskaper. Resultatet taler for at gjeldsskifting ikke anvendes i det brede lag av norskeide selskaper. Tatt i betraktning hvor få selskaper i Norge som påviselig har betydelige skattebesparelser ved gjeldsskifting (se seksjon 5.2.1), er det ikke gitt at regresjonsanalyse over hele universet av selskaper vil fange opp tynn kapitalisering hos gjeldsskifterne.

Det kan være rimelig å anta at de norske, internasjonale selskapene har flere likheter med de utenlandskeide selskapene enn de rene, nasjonale selskapene. Modellen estimeres derfor separat for gruppen selskaper som er plukket ut til å delta i SSBs UT-rapportering (regresjon (3) i Tabell 5.3). Dette er en gruppe selskaper som i mye større grad enn resten av universet består av internasjonalt orienterte selskaper. I dette utvalget styrker koeffisienten for utenlandsk eierskap seg, og koeffisienten for norsk, internasjonalt selskap svekkes.

Regresjon (4) og (5) utnytter SIFON-registerets skille mellom direkte og indirekte utenlandsk eierskap. Resultatet viser at de norske konsernspissene i de utenlandske konsernene har høyere gjeldsfinansiering enn datterselskapene i disse konsernene. Det kan tyde på at disse konsernene foretrekker å plassere gjelden i sine norske konsernspisser, slik som Couche-Tard strukturerte sin investering i Statoil Fuel & Retail AS. På den andre siden, viser regresjon (5) at konsernspissene i norske, utenlandskeide selskaper ikke er mer lastet med *intern*gjeld enn sine datterselskap, slik som i tilfellet Statoil Fuel & Retail AS etter oppkjøpet fra det internasjonale konsernet Couche-Tard.

Tabell 5.3: Kapitalstruktur i norske selskaper

Avhengig variabel	Gjeldsgrad (1)	Gjeldsgrad (2)	Gjeldsgrad (3)	Gjeldsgrad (4)	Interngjeld (5)
Utenlandskeid	0,036***	0,032***	0,051**		
	(0,003)	(0,004)	(0,018)		
Norskeid, internasjonalt	-0,130***	-0,104***	-0,047**	-0,104***	0,047***
	(0,004)	(0,007)	(0,017)	(0,007)	(0,005)
Konsernspiss, utenlandskeid				0,038***	0,048***
				(0,005)	(0,004)
Datterselskap, utenlandskeid				0,021**	0,088***
				(0,007)	(0,005)
Salgskvintil 2		0,164***	-0,004	0,164***	-0,024***
		(0,004)	(0,012)	(0,004)	(0,002)
Salgskvintil 3		0,203***	0,087***	0,203***	-0,014***
		(0,004)	(0,015)	(0,004)	(0,002)
Salgskvintil 4		0,248***	0,143***	0,248***	-0,010***
		(0,004)	(0,016)	(0,004)	(0,002)
Salgskvintil 5		0,307***	0,193***	0,308***	0,000
		(0,004)	(0,016)	(0,004)	(0,002)
Anleggsmidler		0,168***	0,015	0,168***	0,034***
		(0,004)	(0,017)	(0,004)	(0,002)
Fremførbart underskudd		0,257***	0,272**	0,258***	0,138***
		(0,033)	(0,083)	(0,033)	(0,020)
Antall observasjoner	298 099	298 099	11761	298 099	298 099
R^2	0,004	0,249	0,176	0,249	0,033

*signifikant på 5 %-nivå, **signifikant på 1 %-nivå, *** signifikant på 0,1 %-nivå.

De avhengige variablene gjeldsgrad og interngjeld er målt som henholdsvis total gjeld og total interngjeld som andel av bokført totalkapital i det enkelte selskap. Målene er justert slik at de bare inntar verdier mellom 0 og 1. Koeffisientene er estimert ved OLS, og rapporterte standardavvik er robuste for heteroskedastisitet og klustret rundt selskap. Det er kontrollert for årsfaste effekter for hvert år i perioden 2007-2012, samt for bransjefaste effekter for 13 ulike bransjekategorier. Koeffisienter for årsdummyer og bransjedummyer er utelatt. Regresjon (1), (2), (4) og (5) har benyttet alle norske selskap som ikke er rammet av restriksjonene angitt i Tabell 5.1, mens regresjon (3) anvender bare de selskap som er omfattet av SSBs UT-rapportering. For denne regresjonen er størrelseskvintilene justert slik at selskapene plasserer seg i kvintiler innad i dette underutvalget. Se forøvrig seksjon 5.4.1 for variabeldefinisjoner.

Forøvrig gir kontrollvariablene utslag som forventet. For hver størrelseskvintil selskapet

rykker opp, øker for det meste gjeldsgraden i selskapet, noe som støtter opp under at større selskaper står sterkere i kredittmarkedet. Dette er konsistent med funnene hos blant andre Jog og Tang (2001).

Anleggsmidler i prosent av selskapets totalkapital er også assosiert med gjeldsopptak, med unntak av utvalget som bare omfatter selskaper fra UT-rapporteringen. Sammenhengen er signifikant, men av beskjeden økonomisk betydning: Dersom selskapets anleggsmidler som andel av totalkapitalen øker med 10 prosentpoeng, vil gjeldsgraden øke med ca. 1,5 prosentpoeng. Dette underbygger til en viss grad at selskaper med stor grad av anleggsmidler, vil ha bedre muligheter til å stille garantier for kreditorer og dermed stille sterkere på kredittmarkedet. Det kan også være at koeffisienten for anleggsmidler fanger opp en kausalvirkning som går motsatt vei, nemlig at selskaper er avhengige av gjeldsfinansiering ved store investeringer i anleggsmidler.

Selskaper med fremførbart underskudd har også signifikant høyere gjeldsgrad enn selskaper uten. Hvis selskapets utsatte skattefordel som andel av totalkapitalen øker med ti prosentpoeng, øker gjeldsgraden med 1,5-2,5 prosentpoeng. Dette kan skyldes at selskaper som opplever underskudd, ikke nedskalerer gjeldsbelastningen på kort sikt. Hvis gjelden holdes konstant etter en periode med underskudd, vil gjeldsgraden øke fordi egenkapitalen minker. Størrelsen på estimatet må likevel kunne sies å være beskjeden.

Regresjonene presentert i Tabell 5.4 nedenfor undersøker hypotesen om at selskapers interngjeld som andel av totalkapitalen øker med skattedifferansen mellom Norge og den laveste skattesatsen blant landene konsernet er etablert i. Resultatene gir støtte til prediksjonen om at internasjonale selskaper flytter overskudd ut av Norge ved intern gjeldsskifting. Selskaper med interngjeld overfor et land med lavere skattesats enn Norge, har i snitt 10 prosentpoeng høyere grad av interngjeld som andel av totalkapital (regresjon (1) i Tabell 5.4).

I regresjon (1) vil det derimot være betydelige endogenitetsproblemer ettersom interngjeldsgraden estimeres som en funksjon av hvorvidt selskapet har rentebærende interngjeld til en viss type utland. I de øvrige regresjonsmodellene som presenteres i tabellen, er derfor utvalget begrenset til selskaper med positiv interngjeld. Dette utgjør litt over 20 000 selskap/år observasjoner. Også i denne gruppen er interngjelden høyere blant selskapene som har interngjelden i land med lavere skattesats enn Norge. Størrelsen på effekten av at interngjelden er skattemessig gunstig, blir her en god del redusert, men sammenhengen er fortsatt

signifikant, både økonomisk og statistisk: Blant selskaper med interngjeldsfinansiering, har selskapene med skattegunstig interngjeld gjennomsnittlig 7 prosentpoeng høyere interngjeld som andel av selskapets totalkapital, kontrollert for andre relevante variabler.

Det kan tenkes at bruken av skattegunstig interngjeld substituerer ekstern gjeld, slik at selskapene med gjeld til lavskatteland har samme totale gjeldsgrad som øvrige selskaper. Regresjon (3) tyder ikke på dette. Blant selskapene med skattegunstig interngjeld, er den totale gjeldsgraden så vel som interngjeldsgraden, høyere enn i øvrige selskaper. Koeffisienten i (3) er derimot noe mindre enn i (2), noe som kan tyde på at interngjelden delvis kommer istedenfor eksterngjeld, men at en del av interngjelden kommer «på toppen» av ekstern gjeld og dermed bidrar til at disse selskapene blir tynnere kapitalisert enn øvrige selskaper.

I regresjon (4) inkluderes en dummy for å ha interngjeld i et land med skattesats lavere enn 19 prosent eller et Benelux-land. Dette ser ikke ut til å ha en ytterligere effekt på bruken av interngjeld. Effekten synes derimot å være negativ, men denne koeffisienten er ikke signifikant forskjellig fra null. Heller ikke variabelen som måler skattedifferanse mellom Norge og motpartsland for interngjeld synes å være signifikant forskjellig fra null (regresjon (5)).

Tabell 5.4: Skattemotivert interngjeld

Avhengig variabel	Gjeldsgrad (1)	Interngjeld (2)	Gjeldsgrad (3)	Interngjeld (4)	Interngjeld (5)
Interngjeld i land hvor skatt <28%	0,103***	0,071***	0,045**	0,079***	
	(-0,012)	(-0,019)	(0,015)	(-0,023)	
Interngjeld i land hvor skatt <19%				-0,023	
				(-0,037)	
Negativ skattedifferanse til Norge					0,002
					(0,002)
Salgskvintil 2	0,166***	0,003	0,088***	0,003	0,096**
	(-0,004)	(-0,011)	(0,009)	(-0,011)	(0,038)
Salgskvintil 3	0,205***	-0,016	0,059***	-0,016	-0,185***
	(-0,004)	(-0,011)	(0,009)	(-0,011)	(0,036)
Salgskvintil 4	0,250***	-0,061***	0,053***	-0,061***	-0,179***
	(-0,004)	(-0,011)	(0,009)	(-0,011)	(0,030)
Salgskvintil 5	0,310***	-0,092***	0,067***	-0,092***	-0,176***
	(-0,004)	(-0,011)	(0,010)	(-0,011)	(0,0261)
Anleggsmidler	0,163***	0,084***	-0,034**	0,084***	0,045
	(-0,004)	(-0,012)	(0,010)	(-0,012)	(-0,012)
Fremførbart underskudd	0,256***	0,303***	0,343***	0,303***	0,176
	(-0,033)	(-0,073)	(0,057)	(-0,073)	(0,131)
Antall observasjoner	298099	22179	22179	22179	2520
R^2	0,247	0,061	0,051	0,061	0,103

*signifikant på 5 %-nivå, **signifikant på 1 %-nivå, *** signifikant på 0,1 %-nivå.

Koeffisientene er estimert ved OLS. Rapporterte standardavvik er robuste for heteroskedastisitet og klustret rundt selskap. Regresjon (1) har selskapets totale gjeld som andel av selskapets totalkapital som avhengig variabel og benytter hele universet av selskapet i Norge i perioden 2007-2012. Regresjonene (2), (4) og (5) har interngjeld som andel av selskapets totalkapital som avhengig variabel. Regresjon (2), (3) og (4) benytter alle selskaper i utvalget som har positiv interngjeld, mens regresjon (5) har en ytterligere restriksjon ved at den bare benytter selskaper som inngår i SSBs UT-rapportering. Det er kontrollert for årsfaste effekter, samt for bransjefaste effekter for 13 ulike bransjekategorier. Koeffisienter for årsdummyer og bransjedummyer er utelatt. Se forøvrig seksjon 5.4.1 for variabeldefinisjoner.

Et ankepunkt mot modellene i Tabell 5.4, er at forklaringsvariablene er basert på en datakilde hvor det bare finnes informasjon om en undergruppe i utvalget, nemlig de selskaper som deltar i SSBs UT-rapportering. Dermed kan det tenkes at en rekke selskaper i kontrollgrup-

pen har konsernintern finansiering mot gunstige land. Dersom det er tilfellet, og det er en sammenheng mellom slik interngjeld og tynn kapitalisering, vil effekten bli vannet ut i regresjonene. Derfor er de samme modellene estimert med utgangspunkt bare i selskaper fra SSBs UT-rapportering. Resultatene er svært like som når hele utvalget benyttes, og de er derfor ikke gjengitt her.

Oppsummert kan det konkluderes med at analysen av kapitalstruktur på selskapsnivå gir delvis støtte til teorien om gjeldsskifting. Det er svake forskjeller i kapitalstruktur mellom nasjonale og internasjonale selskaper, og sammenhengen mellom internasjonalisering og gjeldsfinansiering er negativ for norskeide selskaper. Forskjellene i gjeldsgrad er tydelige mellom selskaper som har interngjeld i skattegunstige land og selskaper som ikke har det, men det synes i mindre grad at interngjeldsfinansiering fra land med spesielt lav skattesats er assosiert med spesielt tynn kapitalisering.

5.5 En konsern-tilnærming

En studie av kapitalstruktur på selskapsnivå kan, som nevnt, være rammet av støy og i verste fall systematiske skjevheter hvis analysens formål er å avdekke determinanter for reell kapitalstruktur. For å ta egne påstander om kapitalstruktur i konserner på alvor, er det forsøkt å gjøre tilsvarende økonometrisk analyse som ovenfor, men med utgangspunkt i aggregerte konsernvariabler. Konsernfellesskap er identifisert med en makro som benytter informasjon om identiteten til hvert selskaps morselskap, hentet fra SNFs regnskapsstatistikk. Selskaper som ikke har oppført et morselskap i datasettet det enkelte år, klassifiseres av makroen som konsernets norske konsernspiss.

I denne seksjonen blir det først redegjort for hvordan variablene i den økonometriske analysen er omprogrammert til konsernvariabler. Deretter testes de samme hypotesene som i delkapittel 5.3 med konserner som enheter.

5.5.1 Omregning til konsernvariabler

Avhengige variabler. Modifisert gjeldsgrad for konserner er kalkulert etter formel (2.25) i delkapittel 2.3. Utregningen, med utgangspunkt i variabler fra SNFs regnskapsstatistikk, blir

dermed:

$$konsernets\, gjeldsgrad = \frac{\sum_i \left(B_i^E + B_i^I - F_i^I\right)}{V_1 + \sum_i \left(B_i^E + B_i^I - F_i^I\right)} = \frac{\sum_i \left(B_i - F_i^I\right)}{V_1 + \sum_i \left(B_i - F_i^I\right)} \,.$$

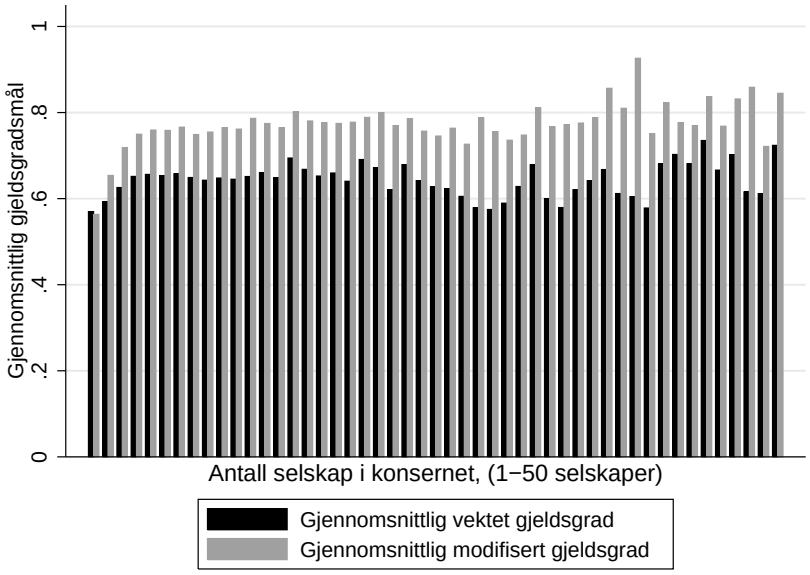
B_i og F_i representerer henholdsvis gjeld og fordringer i selskap i, toppskrift E og I uttrykker om balanseposten gjelder overfor henholdsvis ekstern aktør eller et selskap innad i det globale konsernfellesskapet. B_i uten toppskrift refererer til total gjeld i selskap i. Den modifiserte gjeldsgraden kan, som tidligere nevnt, omtales som et mål på til hvilken grad konsernet utnytter rentefradraget i Norge ved både intern og ekstern gjeldsskifting.

Ved utregningen av konsernenes reelle gjeldsgrad, er V_1 hentet fra egenkapitalen i den norske konsernspissen, B_i utgjør summen av alle gjeldsposter i alle konsernets selskap, inkludert interne gjeldsposter, og F_i^I er summen av postene «Langsiktig lån til foretak i samme konsern», «kortsiktig lån til foretak i samme konsern» og «Lån til tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet» for alle konsernselskap det aktuelle året. Gjeldsgradsmålet antar verdien 0 ved negative verdier. Dette er fordi modellspesifikasjonen er tilpasset til å estimere profitttflytting ut av Norge ved gjeldsskifting, men ikke inn.

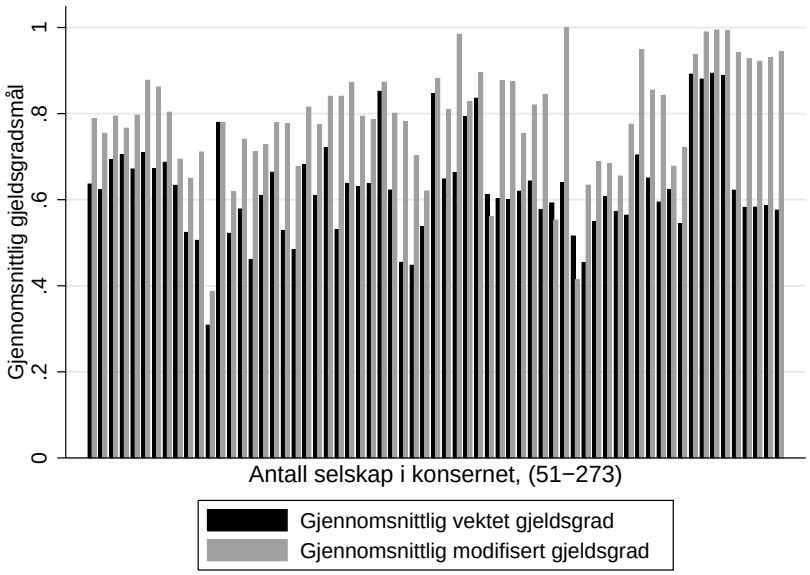
Variabelliste med variabelstatistikk er gjengitt i Tabell 6.2. Den viser at gjennomsnittlig, modifisert gjeldsgrad er marginalt høyere enn gjennomsnittlig gjeldsgrad for selskaper vurdert hver for seg (62 mot 61 prosent). Det svake utslaget skyldes at majoriteten av utvalget ikke inngår i konsern, og dermed ikke får endret gjeldsgrad. Blant de større selskapene gir modifikasjonen av gjeldsgrad større utslag. Figur 5.9 (a) og (b) sammenligner det modifiserte målet på gjeldsgrad med et mål på gjeldsgrad som måler gjeldsgrad i enkeltselskaper innad i konsernet, vektet på enkeltselskapets totalkapital som andel av konsernet totalkapital. Figuren viser at modifiseringen ikke gir utslag for enkeltselskaper (de to stolpene til venstre i Figur (a)), men for konserner som består av flere selskaper, gir modifikasjonen betydelig utslag. Som forventet, øker betydningen av modifikasjonen desto flere selskaper som inngår i konsernet (desto flere hakk mot høyre i figurene).

Figur (a) viser gjennomsnittlige verdier for konserner som består av mellom 1 og 50 enkeltselskaper. Figur (b) viser gjennomsnittlige verdier for konserner som inneholder flere enn 50 selskaper. Når antall enkeltselskaper blir høyt, vil det ofte være bare ett konsern som har akkurat det bestemte antall enkeltselskaper. Der vil stolpene lengst til høyre i figur (a)

og i hele figur (b) typisk vise gjeldsgradene for ett selskap. Derfor er det, som forventet, betydelig mer spredning til høyre i figur (a) og i figuren (b), som bare omfatter store konsern (b), enn til venstre i figur (a), hvor det vil være mange konsern som danner gjennomsnitt for gjeldsgradsmålene.



(a) Små og mellomstore konsern



(b) Store konsern (flere enn 50 enkeltselskaper)

Figur 5.9: Modifisert gjeldsgrad sammenlignet med ordinær gjeldsgrad

Figuren sammenligner to ulike gjeldsgradsmål for konserner. Stolpene viser gjennomsnittet av gjeldsgradsmålene for hele utvalget, fordelt etter antall enkeltselskap som inngår i konsernet. De to stolpene helt til venstre i Figur (a) angir gjennomsnittet av de to gjeldsgradsmålene for enkeltselskap («konsern» med ett selskap). De to neste stolpene angir gjennomsnittlig gjeldsgrad for konserner som består av to selskaper, osv. De to stolpene lengst til høyre i Figur (a) angir gjennomsnittlig gjeldsgradsmål blant konserner som har 50 selskaper i sitt konsernfellesskap. Figur (b) omfatter konsern med flere enn 50 enkeltselskaper.

Gjennomsnittlig vektet gjeldsgrad er målt som gjennomsnittlig gjeldsgrad for alle selskaper innad i konsernet, vektet på enkeltselskapenes totalkapital. Modifisert gjeldsgrad er gjeldsgrad for konsernet utregnet etter formelen angitt i seksjon 5.5.1.

I gruppen med store konserner, gir modifikasjonen dels dramatiske utslag, med modifiserte gjeldsgrader over 0,9 og enkelte tilfeller av gjeldsgrad lik 1. Modellen vil gi særlig store utslag hvis datterselskaper i konserner er vurdert etter historisk kost-prinsippet fremfor egenkapitalmetoden, noe som kan gi kraftig «underprising» av datterselskap i selskapenes balanse. Avviket mellom bokført og virkelig egenkapital kan dermed tenkes å gi større utslag desto flere ledd konsernet har i selskapsstrukturen. Mulige modifikasjoner av gjeldsgradsmålet kan forsøke å bøte på problemet ved å erstatte egenkapital i morselskapet med modifiserte egenkapitalmål etter ulike multipler, for eksempel pris/bok-forhold. Dette må overlates til eventuelle senere anvendelser av gjeldsgradsmålet.

Graden av interngjeldsfinansiering i konserner er regnet ut med utgangspunkt i formel (2.25) i delkapittel 2.3 som

$$\frac{\sum_i \left(B_i^I - F_i^I\right)}{V_1 + \sum_i \left(B_i^E + B_i^I - F_i^I\right)}$$

og måler dermed netto interngjeldsfinansiering fra utlandet. Dette er en indikator som måler i hvilken grad konsernet skifter overskudd ut av Norge ved intern gjeldsskifting.

Forklaringsvariabler. Hvis et selskap er klassifisert som utenlandskeid som beskrevet i seksjon 5.4.1, vil klassifiseringen som utenlandskeid «smitte» over på alle øvrige selskap i samme konsernfellesskap. På samme måte vil selskaper klassifisert som norskeid, internasjonale selskaper, overføre klassifiseringen til øvrige konsernselskap. Hvis et selskap klassifiseres som utenlandskeid, nulles dummyen for norskeid, internasjonalt selskap ut.

På tilsvarende måte vil dummyer for interngjeld i «gunstig» motpartsland smitte mellom konsernselskap. Variabelen som måler skattedifferanse, vil for hvert konsern ta verdien til den høyeste skattedifferansen innad i konsernet, i tråd med teorien om at det er maksimal skattedifferanse som avgjør optimal grad av interngjeld.

Kontrollvariabler. Konsernene er fordelt i størrelseskvintiler i respektive år, etter at de konsernene som skal utelukkes fra analysen, er fjernet. Inntekt er målt som summert inntekt over alle selskap i konsernet. Dette er ikke en optimal indikator på størrelse, da internhandel mellom konsernselskaper ikke vil bli eliminert. I regresjoner der utvalget begrenses på ulike måter, er størrelsesdummyene alltid erstattet med kvintiler innenfor hvert utvalg.

Anleggsmidler og fremførbart underskudd som andel av konsernets totalkapital, er målt

som vektet snitt innad i konsernet. Det er altså tatt andelsmålene som beskrevet i seksjon 5.4.1, multiplisert med selskapets totalkapital dividert med konsernets totalkapital, summert over alle selskap i samme konsern.

Konsernene har fått bransjedummyer av samme type som beskrevet i seksjon 5.4.1. For hvert konsern er det summert hvor mye bokført totalkapital selskapene tilsammen har i de ulike bransjene, og konsernet er tildelt den bransjen med mest bokført totalkapital. Konserner med mest bokført totalkapital innen bransjer som skal ekskluderes, blir ekskludert.

Tabell 5.5: Variabelliste - konsernanalyse

	Hele utvalget			***Store konsern (tot. kap > 1 mrd. kr)***		
	Antall obs.	Gj.snitt	St.avv.	Antall obs.	Gj.snitt	St.avv.
Avhengige variabler						
Modifisert gjeldsgrad, konsern	215855	0,62	0,33	5123	0,55	0,35
Modifisert interngjeldsgrad, konsern	215855	0,02	0,10	5123	0,05	0,16
Forklaringsvariabler						
Utenlandskeid	215855	0,06	0,23	5123	0,22	0,41
Norsk, internasjonalt selskap	215855	0,02	0,14	5123	0,27	0,45
Interngjeld til land hvor skatt<28%	215855	0,01	0,08	5123	0,11	0,31
Interngjeld til land hvor skatt<19%	215855	0,00	0,05	5123	0,05	0,21
Negativ skattedifferanse til Norge ($S_{i,t}$)	215855	0,05	1,04	5123	0,93	4,44
Kontrollvariabler						
Bransje: Bergverk og utvinning	215855	0,02	0,14	5123	0,02	0,13
Bransje: Industri	215855	0,00	0,06	5123	0,04	0,20
Bransje: Energiforsyning	215855	0,06	0,24	5123	0,15	0,36
Bransje: Vann, avløp og renovasjon	215855	0,01	0,10	5123	0,06	0,24
Bransje: Bygg og anlegg	215855	0,00	0,07	5123	0,01	0,09
Bransje: Varehandel	215855	0,09	0,29	5123	0,06	0,23
Bransje: Transport og lagring	215855	0,13	0,34	5123	0,09	0,29
Bransje: Hotell- og service	215855	0,02	0,14	5123	0,03	0,18
Bransje: Informasjon og kommunikasjon	215855	0,01	0,10	5123	0,01	0,08
Bransje: Holding- og investeringsselskaper	215855	0,02	0,15	5123	0,04	0,19
Bransje: Eiendom	215855	0,10	0,31	5123	0,18	0,39
Bransje: Øvrig tjenesteyting	215855	0,39	0,49	5123	0,17	0,38
	215855	0,13	0,34	5123	0,14	0,35
Anleggsmidler/totalkapital*	215855	0,56	0,35	5123	0,60	0,32
Fremførbart underskudd/Totalkapital*	215855	0,01	0,03	5123	0,01	0,02
Totale inntekter (mill.kr)**	215855	122	4807	5123	3475	31006

*Vektet snitt for konsernet.
**Summert over alle selskap i konsernet

Strørrelseskvintiler og årsdummyer er utelatt fra variabellisten.

5.5.2 Resultater

Utvalget av konserner er her inndelt i to grupper som analyseres separat: En gruppe med total omsetning over 10 millioner kroner (regresjonene (1)-(3) i Tabell 5.6), og en gruppe som bare inkluderer konserner med totale inntekter over én milliard kroner (regresjonene (4)-(6) i samme tabell). Idéen er at dersom gjeldsskifting er noe som anvendes blant selskaper over en viss terskelstørrelse, vil determinantene fremstå som mer tydelig i et utvalg med større selskaper.

Resultatene av konsernanalysen samsvarer i en god del med resultatene av analysen på selskapsnivå. Regresjon (1) i Tabell 5.6 indikerer imidlertid ingen negativ sammenheng mellom utenlandsk eierskap og kapitalstruktur. Det å være et norskeid, internasjonalt selskap er forbundet med lavere gjeldsgrad[7], tilsvarende funnet i analysen på selskapsnivå.

Den positive sammenhengen mellom interngjeld[8] i et «skattegunstig» motpartsland og interngjeldsgrad går igjen i analysen på konsernnivå. Den synes imidlertid noe sterkere enn i analysen på selskapsnivå.

I analysen på selskapsnivå, var utvalget i interngjeldsanalysen begrenset til selskaper med positiv interngjeld for å motvirke endogenitetsproblemer. I konsernanalysen er utvalget heller begrenset til å omfatte internasjonale konsern. Det vil si at regresjonene (2), (3), (5) og (6) bare omfatter konserner som enten er utenlandskeide eller har datterselskaper i utlandet. Formålet er å kunne sammenligne kapitalstruktur innenfor en gruppe konserner som alle skulle ha gode muligheter til å anvende gjeldsskifting som skatteminimerende strategi, som følge av at de har et internasjonalt nettverk av selskaper[9]. Dessuten vil ikke nødvendigvis denne modellen være ramme av endogenitetsproblemer i like stor grad. Her måler avhengig variabel *netto* interngjeld overfor utlandet, mens forklaringsvariabelen («Interngjeld hvor skattesats i motpartsland er mindre enn 28 %») gir utslag dersom ett eller flere selskap i konsernet har en gjeldspost til et gunstig motpartsland. Slike selskaper kan vel så gjerne ha

[7] I dette avsnittet referer «gjeldsgrad» til det modifiserte gjeldsgradsmålet nærmere forklart i delkapittel 2.3. Denne indikatoren måler i hvilken grad konsernet utnytter renteskatteskjoldet i Norge, men det justeres for at interngjeld overfor utlandet kan utlignes av interne fordringer overfor utlandet og dermed ikke bør «telle» som utnyttelse av rentefradraget i Norge.

[8] Interngjeld refererer til graden av netto interngjeld, justert tilsvarende som beskrevet i note 7.

[9] Samme analyser som i Tabell 5.6 er gjort ved å ekskludere alle konserner som ikke har netto interngjeld overfor utlandet. Denne restriksjonen gjør ikke vesentlig utslag i resultatene. Resultatene fra disse regresjonene er ikke gjengitt her.

netto interngjeld lik null.

I konsernanalysen, i likhet med analysen på selskapsnivå, ser det ikke ut til at dummyen som skiller konserner med interngjeld overfor «ekstra» gunstige land gir signifikant sammenheng med høyere gjeldsgrad (regresjon (2) og (5)). I konsernanalysen blir derimot skattedifferansen målt som en kontinuerlig variabel, utslagsgivende, med tilnærmet like koeffisienter som for selskapsanalysen (regresjon (3) og (6)). En økning maksimal skattedifferanse på 10 prosent mellom Norge og det landet med lavest skattesats som konsernet har interngjeld mot, gir en økning i interngjeldsgraden på 3 prosent ($10 \times 0,003$). Forskjellen i interngjeldsgrad mellom et selskap som ikke har gunstig interngjeld og et selskap som har interngjeld i et maksimalt gunstig land, estimeres til 8,4 prosent ($28 \times 0,003$).

Funnet samsvarer kvalitativt med funnene hos Møen et al. (2011), som målte at gjeldsgraden i europeiske selskaper øker med 1,2 prosentpoeng når maksimal skattedifferanse innad i konsernet øker med 10 prosentpoeng. Funnet her kan være noe større fordi variabelen i denne analysen måler en skattedifferanse som faktisk blir benyttet av konsernet (selskapet må ha rentekostnader til landet for at dummyen slår inn), mens analysen i Møen et al. måler maksimal skattedifferanse som ikke nødvendigvis benyttes i en gjeldsskiftingsstrategi av det enkelte selskap.

Koeffisientene som måler sammenhengen mellom forklaringsvariablene og interngjeld, er svært like for utvalget med de største konsernene, som for utvalget som helhet. For sammenhengen mellom eierskapsstatus og gjeldsgrad er imidlertid omslaget fra regresjon (1) til (4) bemerkelsesverdig. Innenfor gruppen med store konsern, er utenlandsk eierskap forbundet med 7 prosent høyere gjeldsgrad, mens den negative sammenhengen mellom gjeldsgrad og det å være et norskeid, internasjonalt selskap, forsvinner. En mulig forklaring, kan være at gjeldsskifting særlig anvendes blant de større, utenlandskeide selskapene.

Tabell 5.6: Gjeldsskifting i konserner

Utvalg		Hele utvalget		Store konsern (totalkapital>1 mrd.kr)		
Underutvalg	Alle	Internasjonale konsern		Alle	Internasjonale konsern	
Avhengig variabel	gjeldsgrad	interngjeld	interngjeld	gjeldsgrad	interngjeld	interngjeld
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Utenlandskeid	-0,003			0,056**		
	(0,005)			(0,019)		
Norsk, internasjonalt	-0,136***			-0,026		
	(0,008)			(0,017)		
Interngjeld til land hvor skatt<28%		0,100***			0,101***	
		(0,013)			(0,021)	
Interngjeld til land hvor skatt<19%		-0,022			-0,032	
		(0,022)			(0,034)	
Skattedifferanse til Norge			0,004***			0,003**
			(0,001)			(0,001)
Salgskvintil 2	0,227***	-0,008	-0,007	0,232***	-0,009	-0,003
	(0,004)	(0,008)	(0,009)	(0,027)	(0,017)	(0,018)
Salgskvintil 3	0,250***	-0,012	-0,010	0,331***	0,003	0,013
	(0,004)	(0,009)	(0,009)	(0,027)	(0,021)	(0,022)
Salgskvintil 4	0,326***	-0,021*	-0,016	0,399***	0,010	0,014
	(0,004)	(0,008)	(0,008)	(0,028)	(0,021)	(0,021)
Salgskvintil 5	0,361***	-0,017	-0,006	0,413***	-0,001	0,003
	(0,004)	(0,009)	(0,009)	(0,028)	(0,019)	(0,020)
Anleggsmidler	0,204***	0,018*	0,025**	0,165***	0,097***	0,104***
	(0,004)	(0,009)	(0,009)	(0,028)	(0,023)	(0,024)
Fremførbart underskudd	0,199***	0,131*	0,139*	0,081	0,802**	0,810**
	(0,042)	(0,059)	(0,059)	(0,267)	(0,301)	(0,299)
Antall observasjoner	215855	16228	16228	5124	2512	2512
R^2	0,326	0,039	0,029	0,487	0,124	0,102

*signifikant på 5 %-nivå, **signifikant på 1 %-nivå, *** signifikant på 0,1 %-nivå.

Regresjon (1)-(3) benytter alle konsern med total bokført kapital over 10 millioner kroner, og som ellers oppfyller kriteriene for å delta i utvalget (se Tabell 6.2 i Appendiks D). Regresjonen (4)-(6) benytter et ytterligere begrenset utvalg der bare konserner med totalkapital over 1 milliard kroner er inkludert. I regresjon (2), (3), (5) og (6) er det i tillegg en restriksjon der bare utenlandskeide eller norske, internasjonale selskaper er med i beregningsgrunnlaget. Rapporterte standardavvik er robuste for heteroskedastisitet og klustret rundt konsern. Det er kontrollert for årsfaste effekter for hvert år i perioden 2007-2012, samt for bransjefaste effekter for 13 ulike bransjekategorier. Koeffisienter for årsdummyer og bransjedummyer er utelatt. Se forøvrig seksjon 5.5.1 for variabeldefinisjoner.

Avslutningsvis i denne analysen bemerkes det at høyere gjeldsgrad blant utenlandskeide konserner kan skyldes at det ikke kontrolleres for størrelsen til disse konsernene på globalt nivå. Størrelsesmålene er gjennomgående avgjørende for å predikere konserners kapitalstruktur, og gjeldsgraden vokser betydelig med størrelse. Internasjonale konsern vil oftest være en del av et konsern som overgår den norske delen av konsernet i størrelse, og nettopp dette kan forårsake at det vil velge høyere gjeldsfinansiering av andre årsaker enn skattemessige. Disse selskapene kan for eksempel kunne tenkes å oppnå bedre betingelser på kredittmarkedet, og dette kan være det som fanges opp i dummyen for utenlandskeide konsern.

5.6 Robusthetsanalyser

Ovenfor er utenlandskeide selskaper definert som selskaper med 100 prosent av sin aksjebeholdning eid av en og samme utenlandske investor. Dette kan være diskutabelt. For eksempel kan selskaper ha mindre aksjeposter på hendene til ledelsen, ansatte eller styremedlemmer. Selskaper med 95 og 90 prosent aksjeandel hos utenlandsk investor er derfor forsøkt som alternative mål på hvorvidt selskapet er utenlandskeid. Dette burde inkludere selskaper som for alle praktiske formål kontrolleres er og oppfører seg som et selskap heleid fra utlandet. Koeffisientene for «utenlandskeid» i regresjonene (1) og (4) i Tabell 5.6 endrer seg imidlertid ikke nevneverdig etter disse justeringene (resultater fra regresjoner med ulike definisjon av det å være utenlandskeid, er ikke gjengitt her).

Ettersom størrelse ser ut til å være en avgjørende forklaringsvariabel for konserners kapitalstruktur, er det forsøkt å kontrollere for størrelsesmål som fanger opp mer av variasjonen i konsernenes størrelse. Derfor er alle regresjoner i Tabell 5.6 gjennomført med fjerdegradspolinomer for salgsinntekter i istedenfor dummyvariabler for salgskvintiler. Dette endrer ingen koeffisientene til forklaringsvariablene, med unntak av koeffisienten i regresjon (1) og (4) for hvorvidt selskapet er utenlandskeid. Disse koeffisientene blir noe styrket i signifikant og størrelse[10].

For å undersøke om gjeldsskifting i større grad kan være påviselig blant store selskaper enn blant små, er det laget interaksjonsvariabler mellom størrelseskvintilene og dummy for

[10]Resultatene er ikke gjengitt her

om selskapet har interngjeld til land med skattesats lavere enn Norge eller Benelux-land. Det er også laget interaksjonsledd mellom negativ skattedifferanse til Norge og størrelseskvintiler. Regresjonene (2), (3), (5) og (6) i Tabell 5.6 er gjennomført etter at forklaringsvariablene er byttet ut med interaksjonsledd. Resultatene er gjengitt i Tabell 5.7.

Tabell 5.7: Intern gjeldsskifting i konsern - Interaksjoner mellom forklaringsvariabler og størrelse

Utvalg	Alle internasjonale konsern		Store, internasjonale konsern (inntekt>1 mrd.kr)	
Avhengig variabel	Interngjeld	Interngjeld	Interngjeld	Interngjeld
	(1)	(2)	(3)	(4)
«Gunstig interngjeld»×str.kvint 1	0,153***		0,129**	
	(0,034)		(0,044)	
«Gunstig interngjeld»×str.kvint 2	0,066*		0,117**	
	(0,033)		(0,039)	
«Gunstig interngjeld»×str.kvint 3	0,073*		0,117**	
	(0,031)		(0,040)	
«Gunstig interngjeld»×str.kvint 4	0,102***		0,068*	
	(0,020)		(0,031)	
«Gunstig interngjeld»×str.kvint 5	0,080***		0,030	
	(0,014)		(0,024)	
Skattediff. til Norge×str.kvint 1		0,007**		0,004
		(0,002)		(0,002)
Skattediff. til Norge×str.kvint 2		0,002		0,001
		(0,002)		(0,001)
Skattediff. til Norge×str.kvint 3		0,003		0,006
		(0,002)		(0,004)
Skattediff. til Norge×str.kvint 4		0,003*		0,006*
		(0,001)		(0,003)
Skattediff. til Norge×str.kvint 5		0,004**		0,000
		(0,001)		(0,002)
Antall observasjoner	16228	16228	2512	2512
R^2	0,040	0,029	0,129	0,108

*signifikant på 5 %-nivå, **signifikant på 1 %-nivå, *** signifikant på 0,1 %-nivå.

Koeffisientene er estimert ved OLS. Standardavvike, rapportert i parenteser, er robuste for heteroskedastisitet og klustret rundt konsern. Regresjon (1)-(2) benytter alle konsern med total bokført kapital over 10 millioner kroner, som enten er utenlandskeid eller norskeid med datterselskaper i utlandet, og som ellers oppfyller kriteriene for å delta i utvalget (se Tabell 6.2 i Appendiks D). I regresjonene (3)-(4) er utvalget ytterligere begrenset til konsern med samlet omsetning over 1 milliard kroner. «Gunstig interngjeld» er dummy for om selskapet har interngjeld mot et land med lavere skattesats enn Norge. «Skattediff. til Norge» er den positive differansen mellom norsk skattesats og skattesatsen i det eventuelle landet konsernet har interngjeld til, dersom denne skattesatsen er lavere enn norsk skattesats. Ved interngjeld mot flere «gunstige» land, er laveste skattesats benyttet. Strørrelseskvintiler er dummyer som plasserer konserner i forhold til hverandre målt etter totale inntekter i konsernet. Kvintildummyene er justert ved begrensninger av utvalget. Det er kontrollert for årsfaste effekter for hvert år i perioden 2007-2012, samt for bransjefaste effekter for 13 ulike bransjekategorier, fremførbart underskudd og anleggsmidler, begge som andel av totalkapitalen. Koeffisienter for kontrollvariabler er utelatt. Se forøvrig seksjon 5.5.1 for variabeldefinisjoner.

Koeffisientene fra interaksjonsleddene viser ikke at gjeldsskifting er mer påviselig blant store konsern. Interngjeld i et «gunstig» land ser ut til å være forbundet med tynnere kapitalisering både for store og små konsern.

Det er også forsøkt å utnytte panelstrukturen i datasettet ved å kontrollere for konsernfaste effekter. I Tabell 5.8 presenteres resultater av regresjoner med fixed effects, som ellers tilsvarer regresjonene (4), (5) og (6) fra Tabell 5.6. Resultatene viser at effekten av utenlandsk eierskap forsvinner sammen med den signifikante sammenhengen mellom skattesatsen i kreditorlandet og interngjeldsgraden. Derimot består den positive sammenhengen mellom «gunstig» interngjeld og høy grad av interngjeld (regresjon (5) i tabellen).

Tabell 5.8: Gjeldsskifting i konserner - Fixed effects

Utvalg	Store konsern (totalkapital>1 mrd.kr)		
Underutvalg	Alle	Internasjonale konsern	
Avhengig variabel	gjeldsgrad	interngjeld	interngjeld
	(4)	(5)	(6)
Utenlandskeid	0,029		
	(0,027)		
Norsk, internasjonalt	0,012		
	(0,015)		
Interngjeld til land hvor skatt<28%		0,045**	
		(0,017)	
Interngjeld til land hvor skatt<19%		-0,033	
		(0,027)	
Skattedifferanse til Norge			0,001
			(0,001)
Salgskvintil 2	0,027	-0,030	-0,029
	(0,016)	(0,019)	(0,019)
Salgskvintil 3	0,093***	-0,018	-0,017
	(0,021)	(0,023)	(0,023)
Salgskvintil 4	0,141***	-0,045	-0,044
	(0,027)	(0,028)	(0,028)
Salgskvintil 5	0,207***	-0,040	-0,039
	(0,037)	(0,033)	(0,033)
Anleggsmidler	-0,020	0,085	0,089
	(0,040)	(0,067)	(0,067)
Fremførbart underskudd	0,205	0,299	0,299
	(0,222)	(0,339)	(0,341)
Antall observasjoner	5124	2512	2512
R^2	0,074	0,093	0,086

*signifikant på 5 %-nivå, **signifikant på 1 %-nivå, *** signifikant på 0,1 %-nivå.

Koeffisientene er estimert ved OLS og det er kontrollert for konsernfaste effekter med fixed effects. Rapporterte standardavvik (i parentes) er robuste for heteroskedastisitet og klustret rundt konsern. Regresjonene benytter alle konsern med totale inntekter over 1 milliard kroner, og som ellers oppfyller kriteriene for å delta i utvalget (se Tabell 6.2 i Appendiks D). I regresjon (2) og (3) er det i tillegg en restriksjon der bare utenlandskeide eller norske, internasjonale selskaper er med i beregningsgrunnlaget. Det er kontrollert for årsfaste effekter for hvert år i perioden 2007-2012, samt for bransjefaste effekter for 13 ulike bransjekategorier. Koeffisienter for årsdummyer og bransjedummyer er utelatt. Se forøvrig seksjon 5.5.1 for variabeldefinisjoner.

Hægeland foretar også en fixed effects-analyse av sammenhengen mellom utenlandske oppkjøp og gjeldsgrad i norske selskaper (Finansdepartementet, 2003). Mens han med POLS estimerte en positiv sammenheng mellom utenlandsk eierskap og selskapets gjeldsgrad, finner han motsatt sammenheng med fixed effects: Norske selskap som i løpet av perioden 1994-1999 gikk fra å være norskeid til å være utenlandskeid, fikk redusert gjeldsgrad med 4 prosentpoeng. Hægeland advarer mot å vektlegge dette resultatet fordi det er få selskap i utvalget som endrer eierstatus i perioden som studeres. Det samme gjelder for datasettet i denne analysen. Det kan imidlertid være mer alvorlige problemer med å analysere effekten av utenlandske oppkjøp. Det vil i praksis bli svært vanskelig å foreta en «alt-annet-likt»-analyse ved oppkjøp, ettersom oppkjøp kan føre til en rekke endringer i selskapet som det i praksis vil være vanskelig å kontrollere for.

Som vist i delkapittel 3.3, vil det dessuten være avgjørende med en helhetlig analyse av kapitalstrukturen for å fange opp hvorvidt gjeldsskifting har sammenheng med utenlandske oppkjøp. Men dersom dette skal tas hensyn til i en fixed effects-analyse, vil det oppstå ytterligere utfordringer ved at konserner vil kunne få en ny identitet i statistikkene dersom det legges under et nyopprettet holdingselskap ved utenlandsk oppkjøp. Dette var tilfellet ved oppkjøpet av Statoil Fuel & Retail, og det er for eksempel også tilfellet ved de fleste oppkjøp innen private equity (se for eksempel Lohnaas og Sæberg (2014)). En mulig fremgangsmåte for å bøte på dette problemet, kunne være å konstruere et datasett med enkeltselskaper som enheter, og studere sammenhengen mellom konsernvariabler for enkeltselskapene. Dette må imidlertid overlates til eventuell videre utforskning i fremtiden.

5.7 Oppsummering

Det kan ikke påvises at internasjonale selskaper generelt benytter seg av gjeldsskifting i sine norske selskaper på en slik måte at det gir utslag i signifikante forskjeller i kapitalstruktur mellom internasjonale og rene nasjonale selskaper. Derimot har utenlandskeide selskaper i Norge systematisk høyere grad av gjeldsfinansiering sammenlignet rene nasjonale selskaper og sammenlignet med norske, internasjonale selskaper.

- På selskapsnivå har utenlandskeide selskaper 3-5 prosentpoeng høyere grad av gjelds-

finansiering enn øvrige selskaper i Norge. Ved mål av reell kapitalstruktur i konserner, står denne sammenhengen seg innenfor gruppen av store konsern, der internasjonalt eide konserner har 5,6 prosentpoeng høyere, reell grad av gjeldsfinansiering enn sine norskeide konkurrenter.

Sammenhengen kan skyldes gjeldsskifting, men det kan også skyldes at det ikke her har latt seg gjøre å kontrollere for internasjonale selskapers størrelse. Dette problemet kan være utslagsgivende ettersom de øvrige resultatene taler for at størrelse er en viktig determinant for gjeldsgrad.

Resultatene gir imidlertid klare konklusjoner om at selskaper som benytter seg av konsernintern finansiering hos konsernselskaper i land med lavere skattesats enn Norge, har betydelig høyere grad av gjeldsfinansiering enn øvrige selskaper:

- Konsernene med interngjeld overfor konsernselskap i land med lavere skattesats enn Norge, har 10 prosentpoeng høyere reell gjeldsgrad enn øvrige konsern.

- Utnyttelsen av rentefradraget i Norge øker med skattedifferansen mellom Norge og den laveste skattesatsen konsernet har interngjeld mot. Effekten er imidlertid ikke signifikant på selskapsnivå. Når enheten i analysen er konserner, og avhengig variabel er reell interngjeldsgrad i konseret, er derimot effekten signifikant, både økonomisk og statistisk. Hvis skattedifferansen overfor motpartslandet for interngjelden øker med 10 prosent, vil graden av interngjeld øke med 3 prosentpoeng. Konserner med interngjeld mot lavskatteland der skattesatsen er lik 0, har i snitt 8,4 prosentpoeng høyere grad av interngjeldsfinansiering enn konserner som ikke har skattegunstig interngjeld.

Kapittel 6

Konklusjon

Teorien presentert i Kapittel 2 predikerer at selskaper, nasjonale så vel som internasjonale, vil ha sterke incentiver til å finansiere sine investeringer med høy grad av gjeld. Dette følger av den fordelaktige behandlingen av gjeld i forhold til egenkapital, hvor rentekostnader kvalifiserer til skattefradrag i selskapet, i motsetning til aksjonærgodtgjørelser. Selskapene vil da øke graden av gjeldsfinansiering helt opp til det punkt hvor visse uobserverbare kostnader ved gjelden vil bli så dominerende at det ikke lenger lønner seg å utnytte renteskatteskjoldet. I litteraturen antas det at disse kostnadene hovedsakelig utgjør konkurskostnader, som omtalt i delkapittel 2.1.4. Internasjonale selskap vil kunne oppnå ytterligere skattereduksjon ved å allokere både ekstern og intern gjeld til land med høyt nivå på selskapsbeskatningen, som Norge.

I case-studiet av Statoil Fuel & Retail i delkapittel 3.3 kunne vi observere en adferd svært lik den teorien predikerer. Da selskaper ble kjøpt opp av et utenlandsk konsern, canadiske Alimentation Couche-Tard Inc., ble selskapet svært tynt kapitalisert med intern gjeld fra et mellomliggende holdingselskap i Luxembourg. Den reelle gjeldsgraden i konsernet økte med dette fra 51 prosent til 88 prosent, og konsekvensene av denne kapitalstrukturen er her beregnet til at 945 millioner kroner av konsernets årlige overskudd i Norge dermed kan flyttes til Luxembourg.

Det har ikke lyktes å dokumentere hvordan disse pengene kommer til beskatning i Luxembourg. Høsten 2014 har det imidlertid blitt avslørt at internasjonale selskaper kan oppnå svært gunstige skattebetingelser gjennom såkalte bindende forhåndsuttalelser fra luxembourgske

myndigheter (Wayne et al., 2014). Korrespondansen med en representant for Statoil Fuel & Retail i forbindelse med denne analysen, kan indikere at Couche-Tard har oppnådd en slik skatteavtale, noe som igjen vil kunne bety at konsernet ikke beskatter inntekter i Luxembourg til den formelle skattesatsen i landet på 29 prosent. Ettersom oppkjøpet av Statoil Fuel & Retail ble finansiert med ekstern gjeld, initielt opptatt av Couche-Tard i Canada, vil konsernet kunne få rentefradrag for gjeld knyttet til investeringen i Norge to ganger; først i Norge, deretter i Canada. Dette kvalifiserer til en såkalt double-dipping-strategi, som er en klassisk manøver blant selskaper som benytter seg av gjeldsskifting.

De store besparelsene som kan oppnås ved gjeldsskifting, som tydelig fremgår i casestudiet i denne oppgaven og i øvrige dokumenterte enkelttilfeller av gjeldsskifting i norske selskap, kan lede til en antakelse om at gjeldsskifting er svært utbredt. Det kan også pekes på årsaker til at Norge vil være spesielt utsatt for gjeldsskifting, ettersom vi i internasjonal sammenheng har hatt relativt svak regulering av denne strategien frem til 2014, kombinert med et relativt høyt nivå på selskapsskatten.

Med data fra SSBs som tidligere ikke har vært analysert på selskapsnivå, påvises det i Kapittel 5 at selskaper som låner penger fra konsernselskaper i land med lave skattesatser, låner mer enn andre selskaper. Sammenhengen er imidlertid moderat, i tråd med øvrige funn i litteraturen. Gjeldsskifting ser ut til å være en strategi som anvendes av relativt få selskaper. Dersom en substansiell andel internasjonale selskaper benyttet seg av gjeldsskifting i samme utstrekning som Statoil Fuel & Retail og øvrige dokumenterte enkelttilfeller i Norge, kunne vi forvente at utslagene i den kvantitative analysen i Kapittel 5 ville ha vært større. Spørsmålet melder seg om hvorfor gjeldsskifting ikke anvendes av flere, og i større grad, tatt i betraktning de potensielle skattebesparelsene.

En mulig forklaring kan være at det kan knytte seg vesentlige engangskostnader til å sette opp en selskapsstruktur som muliggjør lønnsom gjeldsskifting. Avsløringene av gunstige skatteavtaler mellom luxembourgske myndigheter og internasjonale selskaper høsten 2014 omfattet svært store konsern. Dette kan tale for at gjeldsskifting eller andre strategier for flytting av overskudd, krever vesentlige etableringskostnader. Det kan også tenkes at internasjonale konsern flytter overskudd mer effektivt ved andre metoder, som for eksempel ved internprising. Med denne strategien manipulerer internasjonale konsern prisene når datterselskap i ulike land handler med hverandre. Ved å selge dyrt fra lavskatteland eller selge billig

fra høyskatteland, kan overskudd flyttes fra sistnevnte til førstnevnte. Balsvik et al. (2009) finner for eksempel at internasjonale selskaper i Norge har rundt 30 prosent lavere profittmargin enn rene nasjonale foretak, noe forfatterne tilskriver effekten av internprismanipulering. Studien kontrollerer for forskjeller i gjeldsgrad, noe som gjør at effekten av gjeldsskifting ikke fanges opp i dette estimatet. Overskuddsflytting ved internprising vil helt eller delvis kunne erstatte gjeldsskifting dersom denne metoden er mer kostnadseffektiv.

Det er også mulig at risikoen for ulovfestet gjennomskjæring eller andre sanksjoner fra skattemyndighetene skaper betydelig aversjon mot å tøyle grensene for lovlig skatteplanlegging, som omtalt under delkapittel 2.2.1 ovenfor. Videre undersøkelser av barrierer mot gjeldsskifting, samt effekten av den nye rentebegrensningsregelen fra og med 2014, må imidlertid overlates til eventuelle videre analyser i fremtiden.

I denne oppgaven er det ikke gjort forsøk på å anslå statens provenytap fra gjeldsskifting. Dermed er det på ingen måte grunnlag for å nedtone effekten gjeldsskifting i Norge med bakgrunn i analysene gjort her. På tross av at bruken av gjeldsskifting synes moderat på aggregert nivå, vil konsekvensene kunne være skadelige for samfunnet på flere måter. I tillegg til at staten vil måtte tåle provenytap, vil også incentiver til gjeldsfinansiering skape et dødvektstap i form av samfunnsøkonomisk ineffektiv. Dette er påpekt i både av Scheel-utvalget (Finansdepartementet, 2014) og av den svenske Företagsskattekommittén (2014) . Til slutt gis det her støtte til OECD (2013), som uttrykker bekymring for tilliten til skattesystemet dersom enkelte aktører i økonomien, i motsetning til andre, mer eller mindre kan velge selv hvor mye skatt de ønsker å betale.

Bibliografi

Aftenposten (2013). *Norske statsselskaper krymper skatten i Belgia.* 13. august 2013.

Alimentation Couche-Tard Inc. (2012). 2011 annual report. Internett. Tilgjengelig fra `http://corpo.couche-tard.com/wp-content/uploads/2014/06/Annual-Report-2011-FINAL.pdf` Nedlastet 27. november 2014.

Alimentation Couche-Tard Inc. (2013a). *2. Quarterly Report.* Internett. Tilgjengelig fra `http://corpo.couche-tard.com/wp-content/uploads/2014/06/2014-Q2-EF-Eng.pdf` Nedlastet 25. november 2014.

Alimentation Couche-Tard Inc. (2013b). 2012 annual report. Internett. Tilgjengelig fra `http://corpo.couche-tard.com/wp-content/uploads/2014/06/ANNUAL-REPORT.pdf` Nedlastet 25. november 2014.

Alimentation Couche-Tard Inc. (2013c). *FISCAL YEAR 2012.* Internett. Tilgjengelig fra `http://corpo.couche-tard.com/wp-content/uploads/2014/06/MDA-anglais-2011-2012_Avec-page-couverture-sans-FS.pdf` Nedlastet 25. november 2014.

Alimentation Couche-Tard Inc. (2014). *Annual Report 2013.* Internett. Tilgjengelig fra `http://corpo.couche-tard.com/wp-content/uploads/2014/06/2013-Annual-Report1.pdf` Nedlastet 25. november 2014.

Allison, G. T. (1969). Conceptual models and the cuban missile crisis. *American political science review 63*(03), 689–718.

Andersen, S. S. (1997). *Case-studier og generalisering - Forskningsstrategi og design*. Bergen: Fagbokforlaget.

Balsvik, R., S. Jensen, J. Møen, and J. Tropina (2009). Kunnskapsstatus for hva økonomisk forskning har avdekket om flernasjonale selskapers internprising i norge.

Berk, J. B. and P. M. DeMarzo (2007). *Corporate finance* (2nd ed.). Pearson Education.

Berner, E., A. Mjøs, and M. Olving (2014). Regnskapsboka - dokumentasjon og kvalitetssikring av snfs og nhhs database med regnskaps- og foretaksinformasjon for norske bedrifter. *SNF* (Arbeidsnotat 18/13). Internett. Tigjengelig fra `http://www.snf.no/Admin/Public/DWSDownload.aspx?File=%2fFiles%2fFiler%2fPublications%2fA18_13.pdf` Nedlastet 25. august 2014.

BHL DA (2014). *Konsernregnskap*. Internett. Tilgjengelig fra `http://www.bhl.no/section.cfm?path=21,35` Nedlastet 7. desember 2014.

Bizweb (2014). Søkbar regnskapsdatabase. Internett. Tilgjengelig fra `http://www.bizweb.no`.

Bloomberg (2014). Financial analysis. Bloomberg-terminal. Tilgjengelig fra Norges Handelshøyskoles bibliotek.

Blouin, J., H. Huizinga, M. L. Laeven, and G. Nicodème (2014). *Thin capitalization rules and multinational firm capital structure*. International Monetary Fund.

Brønnøysundregistrene (2014a). Kunngjøring for organisasjonsnummer 995 532 921 statoil fuel & retail as. Internett. Tilgjengelig fra `http://w2.brreg.no/kunngjoring/hent_alle.jsp?kid=20130000538945&sokeverdi=995532921&spraak=nb` Nedlastet 25. november 2014.

Brønnøysundregistrene (2014b). Kunngjøringer for organisasjonsnummer 997 789 717 couche-tard norway as. Internett. Tilgjengelig fra `http://w2.brreg.no/kunngjoring/hent_alle.jsp?kid=20140000507399&sokeverdi=997789717&spraak=nb` Nedlastet 23. november 2014.

Brønnøysundregistrene (2014c). Organisasjonsnummer 999 064 949 couche-tard norway gp ans. Internett. Tilgjengelig fra http://w2.brreg.no/kunngjoring/hent_en.jsp?kid=20120000519800&sokeverdi=999064949&spraak=nb Nedlastet 26. november 2014.

Bråthen, T. (2000). Aksjeklasser. Internett. Tilgjengelig fra http://www.magma.no/aksjeklasser Publisert mars 2000. Nedlastet 4. desember 2014.

Dagens Næringsliv (2001). *Skattegevinst i Belgia*. 29. september 2001.

Dagens Næringsliv (2009). *Statkrat til Brussel for å spare skatt*. 28. januar 2009.

Dagens Næringsliv (2012). *Avtale setter stopper for budkamp*. 19. april 2012.

Dagens Næringsliv (2014a). *Ikea flatpakker skatten*. 21. februar 2014.

Dagens Næringsliv (2014b). *Rettsoppgjør om skattesmell på 123 millioner*. 1. august 2014.

Desai, M. A., C. F. Foley, and J. R. Hines (2004). A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *The Journal of Finance 59*(6), 2451–2487.

DNB Markets (2013). *Gjennomsnittskurser 2012*. Internett. Tilgjengelig fra https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/historiske/hovedvalutaer/2012.html Nedlastet 26. november 2014.

Domstoladministrasjonen (2014). Rett til fradrag i skatt for omkostninger ved angrep på ordinær ligning. Internett. Tilgjengelig fra http://www.domstol.no/no/Enkelt-domstol/-Norges-Hoyesterett/Avgjorelser/Avgjorelser-2005/Rett-til-fradrag-i-skatt-for-omkostninger-ved-angrep-pa-ordinar-ligning/. Publisert 3. mars 2007. Nedlastet 22. november 2014.

Dourado, A. P. and R. De la Feria (2008). Thin capitalization rules in the conext of the ccctb.

Europakommisjonen (2014). *Parent companies and their subsidiaries in the European Union*. Internett. Tilgjengelig fra http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/company_tax/parents-subsidiary_directive/index_en.htm Nedlastet 15. november 2014.

EY (2014). *Tax Guide Archive*. Internett. Tilgjengelig fra http://www.ey.com/GL/en/Services/Tax/Global-tax-guide-archive Nedlastet 1. oktober 2014.

Finansdepartementet (2003). *Skatteutvalget - Forslag til endringer i skattesystemet*. NOU 2003 (9). Oslo. Internett. Tilgjengelig fra http://www.regjeringen.no/Rpub/NOU/20032003/009/PDFS/NOU200320030009000DDDPDFS.pdf Nedlastet 8. desember 2014.

Finansdepartementet (2013). *Proposisjon 1 LS (2013-2014)*. Internett. Tilgjengelig fra http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Budsjettdokumenter/Skatte--avgifts/Prop-1-LS/Del-2-Narmere-om-de-enkelte-forslagene/4-Begrensning-av-fradrag-for-rentekostnader-i-interessefellesskap/ Publisert oktober 2014. Nedlastet 10. desember 2014.

Finansdepartementet (2014). *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. NOU 2014 (13). Oslo. Internett. Tilgjengelig fra http://www.regjeringen.no/pages/116605362/PDFS/NOU201420140013000DDDPDFS.pdf Publisert 2. desember 2014. Nedlastet 2. desember 2014.

Företagsskattekommittén (2014). *Neutral bolagsskatt - för ökad effektivitet och stabilitet*. SOU 2014 (40). Stockholm. Det svenske Finansdepartementet. Internett. Tilgjengelig fra http://www.regeringen.se/content/1/c6/24/22/09/ac924e9c.pdf Publisert 12. juni 2014. Nedlastet 19. desember 2014.

Grønmo, S. (2004). *Samfunnsvitenskapelige metoder*. Bergen: Fagbokforlaget.

Haufler, A. and M. Runkel (2012). Firms' financial choices and thin capitalization rules under corporate tax competition. *European Economic Review 56*(6), 1087–1103.

Høgalmen, H. V. and M. Olsen (2013). Skatteplanlegging i flernasjonale selskap: En analyse av ikea. Master's thesis, Norges Handelshøyskole.

Huizinga, H., L. Laeven, and G. Nicodeme (2008). Capital structure and international debt shifting. *Journal of Financial Economics 88*(1), 80–118.

Jacobsen, M. R. and G. Schjelderup (2011). Nye utfordringer i bedriftsbeskatningen. *SNF* (Arbeidsnotat 38/11). Internett. Tigjengelig fra `http://www.snf.no/Files/Filer/Publications/A38_11.pdf` Nedlastet 20. desember 2014.

Jog, V. and J. Tang (2001). Tax reforms, debt shifting and tax revenues: multinational corporations in canada. *International Tax and Public Finance 8*(1), 5–25.

KPMG (2012). *Participation Exemption Regime - Luxembourg 2012*. Internett. Tilgjengelig fra `http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/Luxembourg-participation-exemption-regime-13.pdf` Nedlastet 24. november 2014.

KPMG (2014a). *Corporate tax rates table*. Internett. Tilgjengelig fra `http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/corporate-tax-rates-table.aspx` Nedlastet 3. oktober2014.

KPMG (2014b). *Konsernbidrag*. Internett. Tilgjengelig fra `http://verdtavite.kpmg.no/konsernbidrag2.aspx` Nedlastet 2. desember 2014.

Lohnaas, O. K. and H. K. Sæberg (2014). The counter effect of leverage in private equity - an empirical study of norwegian private equity acquisitions. Master's thesis, Norges Handelshøyskole.

Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *the Journal of Finance 32*(2), 261–275.

Mintz, J. M. and A. J. Weichenrieder (2010). *The The Indirect Side of Direct Investment: Multinational Company Finance and Taxation*. MIT press.

Mintzberg, H. (1979). The structuring of organizations: A synthesis of the research. *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*.

Modigliani, F. and M. H. Miller (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261–297.

Møen, J., D. Schindler, G. Schjelderup, and J. Tropina (2011). International debt shifting: Do multinationals shift internal or external debt? Technical report, CESifo working paper: Public Finance.

Myles, G. D. (1995). *Public economics*. Cambridge university press.

OECD (2013). *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*. Paris: OECD P.

Oslo Tingrett (2014). *Dom i sak 14-076330TV1-OTR/03, Ikea Handel og Eiendom As mot Staten v/ Skatt øst*. Avsagt 11. november 2014. Innsynsbegjært.

Registre de Commerce et des Sociétés Luxembourg (2014). *Auszug Couche-Tard Luxembourg*. Generert fra bestilling den 28. november 2014.

Ruf, M. and D. Schindler (2012). Debt shifting and thin-capitalization rules-german experience and alternative approaches. Technical report, NHH Discussion Paper RRR 06-2012, Bergen, pg. 1-24.

Schindler, D. and G. Schjelderup (2012). Debt shifting and ownership structure. *European Economic Review 56*(4), 635–647.

Sikham, P. (2011). Cra confirms luxco financing structure. *Canadian Tax Focus 1*(2). Internett. Tilgjengelig fra `http://www.ctf.ca/ctfweb/EN/Newsletters/Canadian_Tax_Focus/2011/2/110804.aspx` Publisert august 2011. Nedlastet 7. desember 2014.

Skatteetaten (2013). Lignings-abc 2014. Internett. Tilgjengelig fra `http://www.skatteetaten.no/upload/PDFer/Lingnings%20ABC%202014.pdf?epslanguage=nb-NO`. Nedlastet 22. november 2014.

SSB (2013). *Rekneskap for ikkje-finansielle føretaks utanlandsfinansiering, 2012, førebelse tal - Om statistikken*. Seksjon for regnskapsstatistikk. Internett. Tilgjengelig fra `http://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/regnut/aar/2013-10-23?fane=om#content` Publisert 23. oktober 2013. Nedlastet 27. august 2014.

Statoil Fuel & Retail ASA (2010). Prospectus. Internett. Tilgjengelig fra http://www.statoilfuelretail.com/en/aboutus/investorcentre/Downloads/Prospectus.pdf Publisert 6. oktober 2010. Nedlastet 17. oktober 2014.

Statoil Fuel & Retail ASA (2012a). *Recommended cash offer by Alimentation Couche-Tard Inc. to acquire 100% of the shares of Statoil Fuel & Retail.* Børsmelding. Internett. Tilgjengelig fra http://www.statoilfuelretail.com/en/newsandmedia/news/Pages/HuginPressRelease_1603464.aspx Publisert 18. april 2012. Nedlastet 25. november 2014.

Statoil Fuel & Retail ASA (2012b). *Statoil Fuel & Retail ASA - Ex dividend NOK 1.80 today.* Børsmelding. Internett. Tilgjengelig fra http://www.statoilfuelretail.com/en/newsandmedia/news/Pages/HuginPressRelease_1606544.aspx Publisert 18. april 2012. Nedlastet 25. november 2014.

Statoil Fuel & Retail ASA (2012c). *Statoil Fuel & Retail ASA - exercise of the change of control put option - status.* Børsmelding. Internett. Tilgjengelig fra http://www.statoilfuelretail.com/en/newsandmedia/news/Pages/HuginPressRelease_1632924.aspx Publisert 9. august 2012. Nedlastet 25. november 2014.

Statoil Fuel & Retail ASA (2012d). *Statoil Fuel & Retail welcomes Couche-Tard as new principal shareholder.* Børsmelding. Internett. Tilgjengelig fra http://www.statoilfuelretail.com/en/newsandmedia/news/Pages/HuginPressRelease_1620666.aspx Publisert 19. juni 2012. Nedlastet 25. november 2014.

Statoil Fuel & Retail ASA (2013). Statoilstasjonene fortsatt størst i norge. Internett. Pressemelding. tilgjengelig fra http://www.mynewsdesk.com/no/statoil-norge-as/pressreleases/statoilstasjonene-fortsatt-stoerst-i-norge-910963 Publisert 30. september 2013. Nedlastet 25. november 2014.

Styczen, M. P. (2010). Financial centers in belgium: a comprehensive case study of multinationals financial centers in belgium.

TSX Inc. (2014). *News Headlines for Alimentation Coche-Tard Inc.* Internett. Tilgjengelig fra `http://web.tmxmoney.com/news.php?qm_symbol=ATD.B` Nedlastet 26. november.

Wayne, L., K. Carr, M. W. Guevara, M. Cabra, and M. Hudson (2014). Leaked documents expose global companiesŽ secret tax deals in luxembourg. *The International Consortium of Investigative Journalists*. Internett. Tilgjengelig fra `http://www.icij.org/project/luxembourg-leaks/leaked-documents-expose-global-companies-secret-tax-deals-luxembourg` Publisert 4. november 2014. Nedlastet 4. november 2014.

Weyzig, F. (2014). The capital structure of large firms and the use of dutch financing entities. *Fiscal Studies 35*(2), 139–164. Internett, bak betalingsmur. Nedlastet 12. desember 2014.

Wooldridge, J. M. (2013). *Introductary Econometrics - A Modern Approach* (5 ed.). Ottawa: South-Western Cengage Learning.

Zimmer, F. (2014). *Lærebok i Skatterett* (7 ed.). Oslo: Universitetsforlaget.

Appendiks A

Myles (1995) viser hvordan bedriftsbeskatning påvirker optimal kapitalstruktur i en bedrift som har tre kilder til finansiering: Egenkapital, gjeld og tilbakeholdt overskudd. Ved begynnelsen av år t sitter bedriften igjen med netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter etter skatt fra periode$t-1$: z_{t-1}. «Etter skatt» betyr i denne sammenhengen at overskudd før skatt er fratrukket en skatt som er beregnet *som om* bedriften ikke har rentekostnader som kommer til fradrag for skattepliktig overskudd. Ved begynnelsen av hver periode t vil også bedriften oppta gjelden B_t, som den tilbakebetaler i periode $t+1$. Gjelden opptatt i periode $t-1$ må dermed tilbakebetales ved begynnelsen av periode t, gjelden opptatt i periode t må tilbakebetales i periode $t+1$, også videre. Lån kan tas opp til renten i_t, og rentekostnadene for gjelden i periode $t-1$, gitt ved $B_{t-1} \times (i_{t-1})$, tilbakebetales ved begynnelsen av periode t. Bedriften får fradrag for rentekostnadene, noe som gir bedriften et renteskatteskjold til en verdi av $\tau_c \times B_{t-1} \times i_{t-1}$. Bedriften utsteder også nye aksjer ved begynnelsen av periode t til en verdi av V_t^n. Utbyttet for periode $t-1$ utbetales dermed i begynnelsen av periode t som en residual fra bedriftens kontantstrøm knyttet til operasjonelle aktiviteter og finansieringsaktiviteter ekskludert utbytte, etter følgende formel:

$$D_t = z_t + B_{t+1} + V_{t+1}^n - [1 + i_t (1 - \tau_c)] B_t \ . \tag{6.1}$$

Umiddelbart etter utbytteutbetalingen kan verdien av selskapet uttrykkes som

$$V_t = V_t^o + V_t^n \ , \tag{6.2}$$

hvor V_t^o utgjør aksjeverdien for de «gamle» aksjonærene.

Videre kan aksjeandelen til de nye aksjonærene i periode t uttrykkes som

$$\eta_t = \frac{V_t^n}{V_t} \ . \tag{6.3}$$

Hvis vi substituerer V_t^n fra (6.2), kan vi skrive

$$\eta_t = \frac{V_t - V_t^o}{V_t} \ \rightarrow \ (1-\eta_t)\, V_t = V_t^o \ . \tag{6.4}$$

Ettersom «gamle» aksjonærer blir vannet ut i begynnelsen av periode t, vil de ved begynnelsen av neste periode, $t+1$, bare motta utbyttet $D_t \times (1-\eta_t)$. I periode $t+1$ blir de «gamle» aksjonærene fra begynnelsen av periode t vannet ut på nytt, og utbyttet utbetalt i periode $t+2$ vil dermed bli $D_{t+1} \times (1-\eta_t) \times (1-\eta_{t+1})$, også videre. Nåverdien av fremtidige utbytter for de «gamle» aksjonærene på tidspunkt t kan dermed uttrykkes som

$$V_t^o = \sum_{s=t}^{\infty} \frac{D_s \prod_{u=t}^{s} (1-\eta_u)}{\prod_{u=t}^{s} (1+\rho_u)} = \frac{1-\eta_t}{1+\rho_t} \left(D_t + V_{t+1}^o \right) \ , \tag{6.5}$$

der ρ_t er uttrykk for avkastningen på alternative investeringer. Substitusjon av V_t^o fra (6.4) gir

$$(1-\eta_t)\, V_t = \frac{1-\eta_t}{1+\rho_t} \left(D_t + V_{t+1}^o \right) \ . \tag{6.6}$$

Uttrykket i (6.6) reduserer seg til arbitrasjebetingelsen

$$\rho_t V_t = D_t + V_{t+1}^o - V_t \ \rightarrow \ \rho_t = \frac{D_t \left(V_{t+1}^o - V_t \right)}{V_t} \ , \tag{6.7}$$

som uttrykker at avkastningen på aksjene må være lik avkastningen på alternative investeringer.

Bedriftens oppgave er å maksimere velferden til de aksjonærer bedriften til enhver tid måtte ha. På begynnelsen av periode t kan velferdsfunksjonen til eksisterende aksjonærer uttrykkes som

$$W_t^o = V_t^o + D_{t-1} \ . \tag{6.8}$$

Ved å substituere fra (6.1) og (6.2) kan velferdsfunksjonen uttrykkes

$$W_t^o = V_t + z_{t-1} + B_t - \left[1 + i_{t-1}\left(1 - \tau_c\right)\right] B_{t-1} \ . \tag{6.9}$$

Bedriften har ingen mulighet til å påvirke variablene med underskriften $t-1$ da utfallet av disse forløp i perioden før t. Velferdsmaksimeringsfunksjonen kan dermed like gjerne uttrykkes

$$\widehat{W}_t^o = V_t + B_t \ . \tag{6.10}$$

Hvis vi videre tar uttrykket fra (6.7) og substituere inn uttrykket for D_t fra (6.1) får vi

$$\rho_t V_t = z_t + B_{t+1} + V_{t+1}^n - \left[1 - i_t\left(1 - \tau_c\right)\right] B - t + V_{t+1}^n + V_{t+1}^n - V_t \ , \tag{6.11}$$

som kan organiseres til

$$V_t\left(1 + \rho_t\right) + B_t + i_t B_t\left(1 - \tau_c\right) = z_t + B_{t+1} + V_{t+1} \tag{6.12}$$

ved å bruke at $V_{t+1} = V_{t+1}^o + V_{t+1}^n$. Videre kan gjeldsgraden defineres som

$$b_t = \frac{B_t}{V_t + B_t} \ , \tag{6.13}$$

og vi kan bruke at $B_t = b_t\left(B_t + V_t\right)$ og $V_t = \left(1 - b_t\right)\left(B_t + V_t\right)$. Putter vi inn disse variantene av V_t og B_t i (6.12) får vi

$$\left(1 - b_t\right)\left(B_t + V_t\right)\left(1 - \rho_t\right) + b_t\left(B_t + V_t\right) + i_t b_t\left(B_t + V_t\right)\left(1 - \tau_c\right) = z_t + B_{t+1} + V_{t+1} \ , \tag{6.14}$$

som kan ryddes til

$$\left(V_t + B_t\right)\left[1 + b_t i_t\left(1 - \tau_c\right) + \left(1 - b_t\right)\rho_t\right] = z_t + B_{t+1} + V_{t+1} \tag{6.15}$$

og gir

$$V_t + B_t = \frac{z_t + B_{t+1} + V_{t+1}}{1 + b_t i_t\left(1 - \tau_c\right) + \left(1 - b_t\right)\rho_t} = \frac{z_t \widehat{W}_{t+1}^o}{1 + r_t} \ , \tag{6.16}$$

der r_t er uttrykk for den effektive kapitalkostnaden til bedriften. Ved å bruke uttrykket for $V_t + B_t$ fra (6.16) kan velferdsfunksjonen i (6.10) dermed uttrykkes som

$$\widehat{W}_t^o = V_t + B_t = \frac{z_t}{1+r_t} + \frac{\widehat{W}_{t+1}^o}{1+r_t} \; . \tag{6.17}$$

Det blir nå tydelig at velferden til aksjonærene ved begynnelsen av periode t fortoner seg som nåverdien av en uendelig rekke kontantstrøm z_t, diskontert med den effektive kapitalkostnaden r_t:

$$\widehat{W}_t^o = \frac{z_t}{1+r_t} + \frac{1}{1+r_t}\left(\frac{z_{t+1}}{1+r_{t+1}} + \frac{\widehat{W}_{t+2}^o}{1+r_{t+1}}\right) = \sum_{s=t}^{\infty}\left[\prod_{u=t}^{s}\left(1+r_u\right)^{-1}\right] z_s \; , \tag{6.18}$$

og maksimering av velferdsfunksjonen blir ekvivalent med å minimere de effektive kapitalkostnadene

$$r_t = 1 + b_t i_t\left(1-\tau_c\right) + \left(1-b_t\right)\rho_t \; . \tag{6.19}$$

Førsteordensbetingelsen for optimal kapitalstruktur blir dermed

$$\frac{\partial r_t}{\partial b_t} = i_t\left(1-\tau_c\right) - \rho_t = 0 \; , \tag{6.20}$$

som gir hjørneløsningene (i) $b_t = 0$ hvis $i_t\left(1-\tau_c\right) > \rho_t$, (ii)$b_t = 1$ hvis $i_t\left(1-\tau_c\right) < \rho_t$ og (iii)b_t er uten betydning for kapitalkostnadene dersom $i_t\left(1-\tau_c\right) = \rho_t$. I en verden uten usikkerhet, vil arbitrasjebetingelsen $\rho_t = i_t$ gjøre seg gjeldende, og bedriften vil fullfinansiere seg med gjeld dersom $\tau_c > 0$. Hvis det har seg slik at $i_t < \rho_t$, vil dette trekke i retning mot $b_t = 1$.

Appendiks B

Funksjonen for profitt etter skatt for et internasjonalt konsern i (2.10) kan settes i Lagrange-funksjon som

$$\begin{aligned}\mathscr{L} = \ \sum_i \Big\{ & (1-\tau_i) \times \left[F\left(K_i, L_i\right) - w_i L_i \right] - r K_i + \tau_i r \times \left[D_i^E + D_i^I \right] \\ & - (1-\tau_i) \times \left[C^E\left(b_i^E\right) + C^I\left(b_i^I\right) \right] \times K_i \Big\} - C_f\left(b_f\right) \\ & - \lambda \times \sum_i D_i^I \times r\end{aligned}$$

Graden av eksterngjeld b_i^E uttrykker forholdet D_i^E / K_i, og førsteordensbetingelse for b_i^E finnes dermed ved

$$\frac{\partial \mathscr{L}}{\partial b_i^E} = \tau_i r K_i - (1-\tau_i) \frac{\partial C^E}{\partial b_i^E} \times K_i - \frac{\partial C_f}{\partial b_f} \times \frac{\partial b_f}{\partial b_i^E} = 0 \tag{6.21}$$

b_f uttrykker konsernets samlede grad av eksterngjeld og kan skrives

$$b_f = \frac{\sum_i D_i^E}{\sum_i K_i} = \frac{\sum_{j \neq i} D_j^E}{\sum_i K_j} + \frac{D_i^E}{K_i} = \frac{\sum_{j \neq i} b_j^E \times K_j}{\sum_i K_i} + \frac{b_i^E \times K_i}{\sum_i K_i}$$

Herfra ser vi at

$$\frac{\partial b_f}{\partial b_i^E} = \frac{K_i}{\sum_i K_i} \ ,$$

som kan puttes inn i (6.21) og gi

$$\tau_i r K_i - (1-\tau_i) \frac{\partial C^E}{\partial b_i^E} \times K_i - \frac{\partial C_f}{\partial b_f} \times \frac{K_i}{\sum_i K_i} = 0 \ .$$

Hele dette uttrykket kan divideres med K_i og omorganiseres til

$$\tau_i r = (1-\tau_i)\frac{\partial C^E}{\partial b^E} + \frac{\partial C_f}{\partial b_f} \times \frac{1}{\sum_i K_i}$$

som i (2.12) i teksten.

Graden av eksterngjeld b_i^I uttrykker forholdet D_i^I/K_i, og førsteordensbetingelse for b_i^I finnes dermed ved

$$\frac{\partial \mathscr{L}}{\partial b_i^I} = \tau_i r K_i - (1-\tau_i)\frac{\partial C^I}{\partial b_i^I} \times K_i - \frac{\partial^2 C_f}{\partial b_f^2} \times \frac{db_f}{db_i^I} - \lambda \times K_i \times r = 0\ .$$

Siden b_f ikke påvirkes av forandringer i interngjeld, vil db_f/db_i^I være lik null og dette leddet faller bort. Ved å dividere med K_i står vi da igjen med

$$\tau_i r - (1-\tau_i)\tfrac{\partial C^I}{\partial b_i^I} - \lambda r = 0 \quad \rightarrow \quad r\left(\tau_i - \lambda\right) = (1-\tau_i)\tfrac{\partial C^I}{\partial b_i^I}$$

som i (2.15).

Hvis vi deriverer (2.12) med hensyn på τ_i ved implisitt derivasjon, får vi

$$r = (1-\tau_i)\frac{\partial^2 C^E}{\partial b^{E2}} \times \frac{db_i^E}{d\tau_i} - \frac{\partial C^E}{\partial b^E} + \frac{\partial^2 C_f}{\partial b_f^2} \times \frac{1}{\sum_i K_i} \times \frac{\partial b_f}{\partial b_i^E} \times \frac{db_i^E}{d\tau_i}\ .$$

Ettersom $\left(\partial b_f/\partial b_i^E\right) = \left(K_i/\sum_i K_i\right)$ kan uttrykket skrives

$$r - \frac{\partial C^E}{\partial b^E} = \frac{db_i^E}{d\tau_i}\left[(1-\tau_i)\frac{\partial^2 C^E}{\partial b^{E2}} + \frac{\partial^2 C_f}{\partial b_f^2} \times \frac{K_i}{\left(\sum_i K_i\right)^2}\right]$$

som gir (2.13) fra teksten:

$$\frac{db_i^E}{d\tau_i} = \frac{r + \partial C^E/\partial b_i^E}{(1-\tau_i)\left(\partial^2 C/\partial b_i^{E2}\right) + \left(\partial^2 C_f/\partial b_f^2\right)\frac{K_i}{\left(\sum_i K_i\right)^2}} > 0\ .$$

Hvis vi deriverer (2.12) med hensyn på $\tau_{j\neq i}$ ved implisitt derivasjon, får vi

$$0 = (1-\tau_i)\frac{\partial^2 C^E}{\partial b_i^{E2}} \times \frac{db_i^E}{d\tau_{j\neq i}} + \frac{\partial^2 C_f}{\partial b_f^2} \times \frac{db_f}{d\tau_{j\neq i}} \times \frac{1}{\sum_i K_i} \,. \tag{6.22}$$

Vi bruker igjen at

$$b_f = \frac{\sum_{j\neq i} b_j^E \times K_j}{\sum_i K_i} + \frac{b_i^E \times K_i}{\sum_i K_i}$$

og at dermed

$$\frac{db_f}{d\tau_{j\neq i}} = \frac{\sum_{j\neq i} K_j}{\sum_i K_i} \times \frac{db_{j\neq i}^E}{d\tau_{j\neq i}} + \frac{K_i}{\sum_i K_i} \times \frac{db_i^E}{d\tau_{j\neq i}}$$

Ved å putte dette uttrykket for $db_f/d\tau_{j\neq i}$ inn i (6.22), får vi

$$0 = (1-\tau_i)\frac{\partial^2 C^E}{\partial b_i^{E2}} \times \frac{db_i^E}{d\tau_{j\neq i}} + \frac{\partial^2 C_f}{\partial b_f^2} \times \left(\frac{\sum_{j\neq i} K_j}{\sum_i K_i} \times \frac{db_{j\neq i}^E}{d\tau_{j\neq i}} + \frac{K_i}{\sum_i K_i} \times \frac{db_i^E}{d\tau_{j\neq i}} \right) \times \frac{1}{\sum_i K_i} \,,$$

som lar seg omorganisere til

$$0 = \frac{db_i^E}{d\tau_{j\neq i}} \left[(1-\tau_i)\frac{\partial^2 C^E}{\partial b_i^{E2}} + \frac{\partial^2 C_f}{\partial b_f^2} \times \frac{K_i}{\left(\sum_i K_i\right)^2} \right] + \frac{\partial^2 C_f}{\partial b_f^2} \times \frac{\sum_{j\neq i} K_j}{\left(\sum_i K_i\right)^2} \times \frac{db_{j\neq i}^E}{d\tau_{j\neq i}} \,,$$

og dermed kan vi rydde oss frem til (2.14):

$$\frac{db_i^E}{d\tau_{j\neq i}} = -\frac{\left(\partial^2 C_f/\partial b_f^2\right)\left(db_{j\neq i}^E/d\tau_{j\neq i}\right)\left[\sum_{j\neq i} K_j/\left(\sum_i K_i\right)^2\right]}{(1-\tau_i)\left(\partial^2 C^E/\partial b_i^{E2}\right) + \left(\partial^2 C_f/\partial b_f^2\right)\left[K_i/\left(\sum_i K_i\right)^2\right]} \,.$$

Hvis kostnader og fordeler knyttet til ekstern gjeld på selskapsnivå var henholdsvis fradragsberettiget og skattepliktig, hadde målfunksjonen (2.10) inneholdt leddet $+\sum_i \tau_i \times C\left(b_i^E\right)$ og førsteordensbetingelsen (2.12) hadde dermed blitt

$$\tau_i r = (1-\tau_i)\,\tfrac{\partial C^E}{\partial b_i^E} + \tfrac{\partial C_f}{\partial b_f} \times \tfrac{1}{\sum_i K_i} \;\forall i \,.$$

I denne varianten kan det under visse betingelser være optimalt for konsernet å redusere graden av ekstern gjeld i selskap i hvis skatten for selskap i øker, selv om skatteskjoldet

$\tau_i r$ øker. For at det skal være tilfellet må selskapets kapitalstruktur være i en likevekt der $b_i^E < b*$, i det området hvor de marginale fordelene ved gjeld på selskapsnivå dominerer de marginale kostnadene ($\partial C^E / \partial b_i^E < 0$). For at en skatteøkning skal føre til lavere grad av eksterngjeld, må i tillegg likevekten innebære at de marginale fordelene av eksterngjeld på selskapsnivå er større enn rentesatsen, det vil si $\left[- \left(\partial C^E / \partial b_i^E \right) / r \right] > 1$. Her må også marginale konkurskostnader være høyere enn skatteskjoldet.

Muligheten for at økt skattesats vil få selskapet til å redusere gjelden, er også betinget av at bare kostnader og fordeler på selskapsnivå, ikke konkurskostnadene på konsernnivå, er fradragsberettiget/skattepliktig. Hvis også konkurskostnader på konsernnivå ga skattefradrag, ville førsteordensbetingelsen for eksterngjeld blitt

$$\tau_i r = (1 - \tau_i) \left(\frac{\partial C^E}{\partial b_i^E} + \frac{\partial C_f}{\partial b_f} \times \frac{1}{\sum_i K_i} \right) \ \forall i \ ,$$

og økt skatt ville ikke kunne føre til redusert gjeld i optimum.

Utregninger - interngjeld

Med utgangspunkt i førsteordensbetingelsen for interngjeld (2.17) kan vi derivere med hensyn på τ_i ved implisitt derivasjon og få

$$r = - \frac{\partial C^I}{\partial b_i^I} + (1 - \tau_i) \frac{\partial^2 C^I}{\partial b_i^{I2}} \times \frac{d b_i^I}{d \tau_i} \ ,$$

som kan ryddes til (2.17):

$$\frac{d b_i^I}{d \tau_i} = \frac{r + \partial C^I / \partial b_i^I}{(1 - \tau_i) \left(\partial^2 C^I / \partial b_i^{I2} \right)} \ .$$

Ved å derivere med hensyn på λ får vi

$$-r = (1 - \tau_i) \times \frac{\partial^2 C^I}{\partial b_i^{I2}} \times \frac{d b_i^I}{d \lambda} \ ,$$

som kan ryddes til(2.18) i teksten:

$$\frac{db_i^I}{d\lambda_1} = -\frac{r}{(1-\tau_i)\left(\partial^2 C^I/\partial b_i^{I2}\right)}$$

Appendiks C

Tabell 6.1: Beregnet rentesats for gjelden i Statoil Fuel & Retail ASA

Rentebærende gjeld 31. desember 2011 (mill.kr)	5072
Rentebærende gjeld 31. desember 2012 (mill.kr)	5582
Gjennomsnittlig rentebærende gjeld i 2012 (mill.kr)	5327
Rentekostnader (mill.kr)	247
Indikert rentesats (%)	4,64

Tallene er hentet fra årsregnskapene til Statoil Fuel & Retail ASA for 2011 og 2012.

Epost-korrespondanse med Statoil Fuel & Retail

Henvendelse til selskapet:

Håkon Frede Foss <XX@gmail.com>
Wed, Dec 10, 2014 at 11:42 AM
To: XX@statoilfuelretail.com
Hei,
Jeg skriver for tiden masteroppgave ved Norges Handelshøyskole, hvor temaet er skattetilpasning i internasjonale selskaper. Nærmere bestemt undersøker jeg hvorvidt det kan påvises at internasjonale konsern allokerer gjeld til sine norske datterselskaper for å utnytte rentefradrag.
Analysen omfatter både allokering av ekstern og konsernintern gjeld.
Som en del av oppgaven, undersøker jeg hvordan kapitalstrukturen i Statoil Fuel & Retail forandret seg som følge av Couche-Tards oppkjøp i 2012.

Analysen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, hovedsakelig årsregnskapene til ulike SFR-selskaper for 2011 og 2012. Konklusjonen av analysen er at SFR, som følge interngjeldsfinansieringen av Couche-Tard Norway AS, kan oppnå vesentlige skattebesparelser sammenlignet med SFR før oppkjøpet.

De sentrale momentene i analysen kan sammenfattes i denne epostens vedlegg. Ta gjerne kontakt per epost eller telefon dersom det er ønskelig med ytterligere informasjon om grunnlaget for analysen.

I oppgaven blir det også drøftet mulighetene for at Couche-Tard oppnår rentefradrag i canadiske selskap som følge av låneopptak for å finansiere SFR-oppkjøpet. Hvis dette er tilfellet, kvalifiserer finansieringsstrategien til en såkalt double-dipping-strategi, der det oppnås to rentefradrag for ett og samme investeringsobjekt. For at dette skal være tilfellet for SFR-oppkjøpet, må følgende betingelser møtes: Låneopptaket må være foretatt i et canadisk Couche-Tard-selskp. Couche-Tard Luxembourg Sarl må være finansiert med egenkapital fra Canada.

Mitt spørsmål til SFR er om selskapet ønsker å bidra til analysen beskrevet ovenfor under forutsetning om at selskapets synspunkter kan bli videreformidlet i min masteroppgave. Hvis dette er tilfellet, har jeg følgende spørsmål:

1. Hvorfor er SFR finansiert via et luxembourgsk selskap, Couche Tard Luxembourg Sarl? 2. Hvorfor er Couche-Tard Norway AS delvis finansiert med intern gjeld fra aksjonæren, fremfor egenkapital? 3. Hvordan beskattes renteinntekter betalt fra Couche-Tard Norway AS til Couche-Tard Luxembourg Sarl i Luxembourg? 4. Har selskapet kommentarer og innspill til konklusjonen i denne analysen? 5. Hva er/har vært de sentrale funksjonene til selskapet Couche-Tard GP ANS? 6. Hvorfor har ikke Couche-Tard GP ANS selskapet levert årsregnskap, og hvorfor har ikke Couche-Tard Norway AS og Statoil Fuel & Retail AS levert årsregnskap for 2013? 7. Kan det opplyses om hvilken enhet i Couche-Tard som foretok låneopptaket for å finansiere SFR-oppkjøpet? 8. Kan det opplyses hvor mye Couche-Tard har investert i Couche-Tard Luxembourg Sarl, og hvor mye av dette som utgjør henholdsvis egenkapital og eventuell konsernintern gjeld?

Dersom selskapet ønsker at dets synspunkter og innspill skal komme med i oppgaven, må jeg be om at denne henvendelsen besvares i løpet av førstkommende mandag formiddag.

Mvh. Håkon Frede Foss

student, Norges Handelshøyskole
Mob: XX
E-post: XX@gmail.com
Twitter: @haakonfrede

Svar fra Selskapet

Pål Heldaas <XX@statoilfuelretail.com>
Mon, Dec 15, 2014 at 4:23 PM
To: Håkon Frede Foss <XX@gmail.com>
Hei, vi ønsker å være imøtekommende, men har problemer med å svare innen den korte tidsfristen du har gitt oss. Dette skyldes dels at du spør om komplekse emner og at vi må samrå oss med ACT group (Alimentation Couche-Tard) i Canada.
Generelt kan vi si følgende: - ACT lånte penger i Canada for å finansiere oppkjøpet av SFR. Det er ACTs policy å allokere gjelden i samme jurisdiksjon som investeringen. Siden SFR er ledet fra Norge, har ACT allokert i størrelsesorden samme beløp i Norge som låneopptaket, fordelt mellom gjeld og egenkapital. Gjelden er betydelig redusert etter oppkjøpet.
Siden ACT allerede er etablert i Luxembourg, benyttet de denne jurisdiksjonen til å foreta investeringen i Norge. Luxembourg er en velegnet jurisdiksjon for europeiske investeringer som tilbyr både forutsigbarhet og fleksibilitet, og har ett godt skattetraktatnettverk, noe som reduserer risikoen for dobbeltbeskatning. Videre innebærer bruken av bindende forhåndsavgjørelser god forutsigbarhet.
ACT er et globalt selskap med virksomhet i mer enn 20 land og har ansatte og samarbeidspartnere over hele verden, inkludert Luxembourg. Det er for tiden flere ACT-ansatte i Luxembourg med et globalt virkefelt. (For ordens skyld: Skatt på renteinntekter i Luxembourg er 29,22 prosent).
I tillegg vil vi understreke at SFR er et stort selskap i Norge med flere tusen ansatte på stasjoner og kontorer. Vår virksomhet generer store inntekter til staten gjennom moms (5,4 milliarder) og et franchisenettverk bestående av omlag 300 norske aksjeselskaper som bidrar med skatteinntekter både lokalt og nasjonalt. I tillegg kommer store inntekter til fellesskapet i form av drivstoffavgifter, som på våre produkter utgjør 10 milliarder kroner i året. .

Vi kjenner igjen navnet ditt fra Dagens Næringsliv, dersom temaet for oppgaven tas videre i en redaksjonell prosess, regner vi med å få anledning til å kommentere da.
Vennlig hilsen/Best regards,
Pål Heldaas
Kommunikasjonsdirektør/Communication director
Statoil Fuel & Retail Norge AS
m: XX
t: XX
e: XX@statoilfuelretail.com

2. Henvendelse til Statoil Fuel & Retail AS

Håkon Frede Foss <haakonfrede@gmail.com>
Mon, Dec 15, 2014 at 5:20 PM
To: Pål Heldaas <Pal.Heldaas@statoilfuelretail.com> Hei og takk for svar!
Jeg håper du har anledning til å besvare følgende oppfølgingsspørsmål:
I hvilken grad er gjelden i Couche-Tard Norway AS (og eventuelt Statoil Fuel & Retail AS) redusert siden oppkjøpet, og er det mulig å få bekreftet dette ved å få oversendt de respektive regnskap for 2013?
Couche Tard Luxembourg Sarl ble stiftet 16. april 2012, midt under budprosessen, og er ett av to luxembourgske selskaper som bærer konsernets navn (det andre ble stiftet senere). Dette gjør at det kan fremstå som Couche-Tard etablerte selskap i Luxembourg nettopp ifm. SFR-oppkjøpet. Er dette likevel ikke tilfellet?
Grunnen til at jeg spurte hvordan renteinntekter beskattes i Couche Tard Luxembourg Sarl, er at det den siste tiden er dokumentert at en rekke internasjonale selskaper oppnår en beskatning av sine inntekter i Luxembourg som er vesentlig lavere enn den formelle skattesatsen i landet, som du viser til. Dette har selskapene oppnådd gjennom bindende forhåndsuttalelser, som du også viser til.
Jeg vil derfor spørre igjen om hvordan renteinntekter i Couche Tard Luxembourg Sarl beskattes, og om selskapets skattekostnader kan vises ved å oversende regnskapene til dette selskapet, samt luxembourgske myndigheters bindende forhåndsuttalelse overfor Couche Tard Luxembourg Sarl.

Jeg jobber ikke lenger i Dagens Næringsliv, og denne masteroppgaven er påbegynt etter avslutningen av mitt arbeidsforhold til avisen, og avisen har ellers ingen tilknytning til oppgaven.
Mvh. Håkon
Mvh.
Håkon Frede Foss
Mob: XX
E-post: XX@gmail.com
Twitter: @haakonfrede

Appendiks D

Tabell 6.2: Variabelliste - konsernanalyse

Kriterium of eksklusjon (2)-()	Antall observasjoner	Prosent
(1) Alle år/selskap-observasjoner	1 121 795	100,0 %
(2) Utvinning av råolje og naturgass	1 103 446	98,4 %
(3) Sjøfart	1 095 246	97,6 %
(4) Finans og forsikring, eksl. holding- og investeringsselskap	1 089 546	97,1 %
(5) Offentlig administrasjon og forsvar	1 089 332	97,1 %
(6) Lønnet arbeid i private husholdninger	1 085 181	96,7 %
(7) Bransjekode mangler	1 004 612	89,6 %
(8) Totalkapital $<$ 10 millioner kroner	215 855	19,2 %
Delutvalg	215 855	19,2 %
(9) Totalkapital $<$ 1 milliard kroner	5 124	0,5 %

Appendiks E

Table 6.3: Skattesatser

Location	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Afghanistan	20	20	20	20	20	20
Albania	20	10	10	10	10	10
Algeria*	-	-	-	-	-	25
Angola	35	35	35	35	35	35
Argentina	35	35	35	35	35	35
Armenia	20	20	20	20	20	20
Aruba	28	28	28	28	28	28
Australia	30	30	30	30	30	30
Austria	25	25	25	25	25	25
Azerbaijan*	22	22	22	20	20	20
Bahamas	0	0	0	0	0	0
Bahrain	0	0	0	0	0	0
Bangladesh	30	30	27,5	27,5	27,5	27,5
Barbados	25	25	25	25	25	25
Belarus	24	24	24	24	24	18
Belgium	33,99	33,99	33,99	33,99	33,99	33,99
Bermuda	0	0	0	0	0	0
Bolivia	-	-	-	25	25	25
Bonaire, Saint Eustatius and Saba	-	-	-	-	-	0

Location	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bosnia and Herzegovina	10	10	10	10	10	10
Botswana	25	25	25	25	22	22
Brazil	34	34	34	34	34	34
British Virgin Islands*	0	0	0	0	0	0
Bulgaria	10	10	10	10	10	10
Cambodia	-	-	-	20	20	20
Canada	36,1	33,5	33	31	28	26
Cayman Islands	0	0	0	0	0	0
Chile	17	17	17	17	20	18,5
China	33	25	25	25	25	25
Colombia	34	33	33	33	33	33
Costa Rica	30	30	30	30	30	30
Croatia	20	20	20	20	20	20
Curacao	-	-	-	-	34,5	27,5
Cyprus	10	10	10	10	10	10
Czech Republic	24	21	20	19	19	19
Denmark	25	25	25	25	25	25
Dominican Republic	25	25	25	25	29	29
Ecuador	25	25	25	25	24	23
Egypt	20	20	20	20	20	25
El Salvador	-	-	-	-	-	30
Estonia	22	21	21	21	21	21
Fiji	31	31	29	28	28	28
Finland	26	26	26	26	26	24,5
France	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33
Georgia	-	-	-	-	-	-
Germany	38,36	29,51	29,44	29,41	29,37	29,48
Ghana*	25	25	25	25	25	25
Gibraltar	35	33	27	22	10	10

Location	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Greece	25	25	25	24	20	20
Guatemala	31	31	31	31	31	31
Guernsey	0	0	0	0	0	0
Guinea*	35	35	35	35	35	35
Honduras	30	30	30	25	35	35
Hong Kong SAR	17,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Hungary	16	16	16	19	19	19
Iceland	18	15	15	18	20	20
India	33,99	33,99	33,99	33,99	32,44	32,45
Indonesia	30	30	28	25	25	25
Iraq*	-	15	15	15	15	15
Ireland	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Isle of Man	0	0	0	0	0	0
Israel	29	27	26	25	24	25
Italy	37,25	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4
Jamaica	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33
Japan	40,69	40,69	40,69	40,69	40,69	38,01
Jersey	0	0	0	0	0	0
Jordan	25	25	25	14	14	14
Kazakhstan	30	30	20	20	20	20
Kenya	-	-	-	-	-	30
Korea, Republic of	27,5	27,5	24,2	24,2	22	24,2
Kuwait	55	55	15	15	15	15
Latvia	15	15	15	15	15	15
Lebanon	-	-	-	-	-	-
Libya	40	40	40	40	20	20
Liechtenstein	-	-	-	-	12,5	12,5
Lithuania	15	15	20	15	15	15
Luxembourg	29,63	29,63	28,59	28,59	28,8	28,8

Location	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Macau	12	12	12	12	12	12
Macedonia	12	10	10	10	10	10
Malawi	-	-	-	-	-	30
Malaysia	27	26	25	25	25	25
Malta	35	35	35	35	35	35
Mauritius	22,5	15	15	15	15	15
Mexico	28	28	28	30	30	30
Montenegro	9	9	9	9	9	9
Morocco*	35	30	30	30	30	30
Mozambique	32	32	32	32	32	32
Namibia	-	-	-	-	34	34
Netherlands	25,5	25,5	25,5	25,5	25	25
New Zealand	33	30	30	30	28	28
Nigeria	30	30	30	30	30	30
Norway	28	28	28	28	28	28
Oman	12	12	12	12	12	12
Pakistan	35	35	35	35	35	35
Panama	30	30	30	27,5	25	25
Papua New Guinea	30	30	30	30	30	30
Paraguay	10	10	10	10	10	10
Peru	30	30	30	30	30	30
Philippines	35	35	30	30	30	30
Poland	19	19	19	19	19	19
Portugal	25	25	25	25	25	25
Qatar	35	35	35	10	10	10
Romania	16	16	16	16	16	16
Russia	24	24	20	20	20	20
Samoa	27	27	27	27	27	27
Saudi Arabia	20	20	20	20	20	20

Location	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Serbia	10	10	10	10	10	10
Sierra Leone	-	-	-	-	-	-
Singapore	20	18	18	17	17	17
Sint Maarten	-	-	-	-	34,5	34,5
Slovakia	19	19	19	19	19	19
Slovenia	23	22	21	20	20	18
South Africa	36,89	34,55	34,55	34,55	34,55	34,55
Spain	32,5	30	30	30	30	30
Sri Lanka	35	35	35	35	28	28
Sudan	30	15	15	15	35	35
Suriname	-	-	-	-	-	-
Sweden	28	28	26,3	26,3	26,3	26,3
Switzerland	20,63	19,2	18,96	18,75	18,31	18,06
Syria	28	28	28	28	28	28
Taiwan	25	25	25	17	17	17
Tanzania	-	-	30	30	30	30
Thailand	30	30	30	30	30	23
Trinidad and Tobago	-	-	-	-	-	25
Tunisia	30	30	30	30	30	30
Turkey	20	20	20	20	20	20
Uganda	30	30	30	30	30	30
Ukraine	25	25	25	25	25	21
United Arab Emirates	55	55	55	55	55	55
United Kingdom	30	30	28	28	26	24
United States	40	40	40	40	40	40
Uruguay	30	25	25	25	25	25
Vanuatu	0	0	0	0	0	0
Venezuela	34	34	34	34	34	34
Vietnam	28	28	25	25	25	25

Location	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Yemen	35	35	35	35	20	20
Zambia	35	35	35	35	35	35
Zimbabwe	30,9	30,9	30,9	25,75	25,75	25,75

Skattesatser hentet fra KPMG (2014a). Skattesatser for land markert med * er hentet fra EY (2014)

Appendiks F

Dofiler

```
**Denne dofilen:
	*Klargjør avidentifiserte foretak_bransje-filer, dvs. identifiserer selskap
	*i konsern år for år og lagrer i egen mappe.
	clear
	*Problem: ID-variabler og bransjevariabler skifter navn i 2010. Løsning:
	local i = 2007 while `i'!=2010 {
	clear
	cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\"
	use foretak_bransje_`i'_avid.dta
	rename mors_orgnr_id mors_orgnr_ID rename frtk_id frtk_ID rename bransjkny_2s ///
	bransjek_07_2s rename bransjkny bransjek_07
	cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2\"
	save foretak_bransje_`i'_avid_renamed.dta,
	replace local i=`i'+1
	}
	*Flytter resterende årsserier til samme mappe:
	local i = 2010
	while `i'!=2013 {
	clear
	cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\" use foretak_bransje_`i'_avid.dta cd "\\Lire\Stud$\s073560\M
Documents\master\data\midlertidig2\"
	save foretak_bransje_`i'_avid_renamed.dta,
	replace local i=`i'+1
	}
	clear
	cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2\"
	***Identifiserer hvilken verdi for mors_orgnr_ID som representerer at mors ID
	***er missing:
	use foretak_bransje_2007_avid_renamed.dta
	egen gruppering_mors_id=group(mors_orgnr_ID)
	bysort gruppering_mors_id: gen antall_med_samme_mor=_N
	tab mors_orgnr_ID antall_med_samme_mor if antall_med_samme_mor>100
	drop gruppering_mors_id
	*Dette viser at 179,895 selskaper av 249,190 har samme verdi av mors_orgnr_ID,
	*omtrent like mange som har denne variabelen som "missing" i det ikke-avidentifiserte
	*datasettet fra SNF. Antar dermed at mors_orgnr_ID=="D376C626DF1FC89A31263D392579D104"
	*betyr at mors_orgnr er missing.
	***Sjekker om selskaper er oppført dobbelt
	clear
```

```
local i = 2007
while `i'!=2013 {
use foretak_bransje_`i'_avid_renamed.dta
bysort frtk_ID: gen dup=_N
tab dup clear local i=`i'+1 }
*ingen duplikater
***Her starter makroen som klargjør samtlige avidentifiserte foretaksdata
local aar = 2007
while `aar'<=2012 {
use foretak_bransje_`aar'_avid_renamed.dta
*Lager dummyvaribel for om selskapet er en norsk konsernspiss.
*Konsernspiss=1 når selskapet er utenlandseid eller mors organisasjonsnummer
*er missing (mors_orgnr_ID=="D376C626DF1FC89A31263D392579D104"
gen konsernspiss=(mors_orgnr_ID=="D376C626DF1FC89A31263D392579D104")
replace konsernspiss=1 if eierstruktur==9
*Lager konsernvariabel til makroen.
*Kosnerspiss får sitt orgnr som konsernid, 2. ledd i får mors orgnr:
gen str32 konsern=mors_orgnr_ID if konsernspiss==0
replace konsern=frtk_ID if konsernspiss==1
*Merker selskaper identifisert i konsern tom. 2. ledd:
bysort konsern: egen ledd2=sum(konsernspiss)
*hvis ledd2=0, befinner selskapet seg i ledd 3 eller lavere
*Lager grupperings-variabel til makroen som grupper mor og datter fra og med det
*identifiserte konsernledd. Dvs etter 2. ledd er identifisert, vil konsernspiss
*og 2.ledd ha eget orgnr, datterselskaper lenger nede vil ha morsselskapets:
gen str32 gruppering = "."
*Variabel for konsernledd, som starter på 2:
local i = 2
*Variabel for neste konsernledd, som starter på 3:
local j = 3
*Variabel for antall identifiserte selskap:
local a = 0
*Variabel for antall identifiserte selskap ved forrige loop:
local b= 0
*Variabel for antall nye identifserte selskap i denne loopen:
local c= 1
while `c' > 0 {
replace gruppering=mors_orgnr_ID if ledd`i'==0
replace gruppering=frtk_ID if ledd`i'==1
bysort gruppering (ledd`i'): replace konsern=konsern[_N]
bysort gruppering: egen ledd`j'=sum(ledd`i')
qui sum ledd`j' local a= r(sum) qui sum ledd`i' local b= r(sum)
local c= `a'-`b'
local i = `i'+1
local j = `j'+1
}
*Makroen fortsetter å identifisere helt til en ny loop ikke gir ytterligere
*reduksjon i gjenstående selskap til identifisering. Dvs, det gjøres en
*overflødig loop
save midlertidigdata1_`aar'.dta, replace
***Problem: Selskap som er konsernspiss i datasettet, har ikke blitt
*identifisert som konsernspiss fordi det er oppført et mors_orgnr_ID, men
*mor er ikke i datasettet, feks, mor er kommune eller departement. Løsning:
drop if ledd`i'!=0
gen nr=_n gen finnes_mor=0
gen str32 mor=mors_orgnr_ID
gen mor_finnes=0
local a = 1
```

```
while ‘a’!=‘=_N’ {
replace mor = mors_orgnr_ID[‘a’]
replace finnes_mor=(mor==frtk_ID)
egen finnes_mor1=max(finnes_mor)
replace mor_finnes=finnes_mor1 if nr==‘a’
drop finnes_mor1 local a = ‘a’+1
}
*Der hvor mor_finnes=1 er selskapene datterselskap av øvrige selskaper i dette
*utvalget.
*Dropper ledd-variabler som alle er null:
drop ledd3-ledd‘i’
*Der hvor mor ikke finnes i datasettet, vil vi merke ledd2=1
replace ledd2=1 if mor_finnes==0
*og vi kan kjøre identifiseringsmakroen pånytt:
local x = 2
local j = 3
local a = 0
local b= 0
local c= 1
while ‘c’ > 0 {
replace gruppering=mors_orgnr_ID if ledd‘x’==0
replace gruppering=frtk_ID if ledd‘x’==1
bysort gruppering (ledd‘x’): replace konsern=konsern[_N]
bysort gruppering: egen ledd‘j’=sum(ledd‘x’)
qui sum ledd‘j’
local a= r(sum)
qui sum ledd‘x’
local b= r(sum)
local c= ‘a’-‘b’
local x = ‘x’+1
local j = ‘j’+1 }
*Legger til leddvariabler slik at datasettet passer med det opprinnelige
*datasettet
while ‘j’<=‘i’ {
gen ledd‘j’=1
local j=‘j’+1
}
save midlertidigdata2_‘aar’.dta, replace
clear
use midlertidigdata1_‘aar’.dta
*Dropper de med mor som ikke eksisterer i datasettet
drop if ledd‘i’==0
*Erstatter disse med de som er kjørt gjennom ovenstående makro og har
*blitt identifisert:
append using midlertidigdata2_‘aar’.dta
*PROBLEM: EN DEL UTENLANDSKEIDE SELSKAP HAR SAMME MOR, MEN KOMMER DA I FORSKJELLIGE
*KONSERN. LØSNING:
gen str32 utkonsern="."
*SJEKKER OM NOEN SELSKAPER HAR SAMME UTL. MOR
bysort mors_orgnr_ID: replace utkonsern=mors_orgnr_ID if konsernspiss==1 ///
& eierstruktur==9
bysort konsern (konsernspiss): replace utkonsern=utkonsern[_N]
*NORSKE KONSERN FÅR MISSING, DET SAMME FÅR UTL.KONSERN MED UKJENT MOR.
*Slår sammen utlanskeide konsern eid av samme mor, til samme konsern:
replace konsern=utkonsern if utkonsern!="." & utkonsern!="D376C626DF1FC89A31263D392579D104"
**Lager variabel for konsernplassering:
egen konsernplass=rowtotal(ledd* konsernspiss)
gen konsern_plass=‘i’-konsernplass+1
```

```
drop konsernplass
*Lagrer datasett
save konsernidentifiserte_selskap_‘aar’.dta, replace
*Sletter midlertidig data:
erase midlertidigdata1_‘aar’.dta
erase midlertidigdata2_‘aar’.dta
local aar=‘aar’+1
}
*Klargjør regnskapsdata 2007-2009
local aar=2007
while ‘aar’<=2009 {
clear use "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\rskap_sel_‘aar’_0411_avid.dta"
rename frtk_id frtk_ID
keep frtk_ID totinn avskr nedskr driftsrs rentintkons rentekostkon skattordrs ///
sumskatt aarsrs utb konsbid laankonl laanann laankonk cash utsskf anl sumeiend ek gjeld konsgl ///
konsgk levgj betsk sumgjek
save regnskap_‘aar’.dta, replace
local aar=‘aar’+1
}
*Klargjør regnskapsdata 2010-2011
local aar=2010
while ‘aar’<=2011 {
clear use "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\rskap_sel_‘aar’_0713_avid.dta"
keep frtk_ID totinn avskr nedskr driftsrs rentintkons rentekostkon skattordrs ///
sumskatt aarsrs utb konsbid laankonl laanann laankonk cash utsskf anl sumeiend ek gjeld konsgl ///
konsgk levgj betsk sumgjek
save regnskap_‘aar’.dta, replace
local aar=‘aar’+1
}
*Klargjør regnskapsdata 2012
clear use "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\rskap_sel_2012_0614_avid.dta"
keep frtk_ID totinn avskr nedskr driftsrs rentintkons rentekostkon skattordrs ///
sumskatt aarsrs utb konsbid laankonl laanann laankonk cash utsskf anl sumeiend ek gjeld konsgl ///
konsgk levgj betsk sumgjek
save regnskap_2012.dta, replace
*Merger konsernidentifiserte selskap med regnskapsdata og dropper unødvendige
*variabler
clear local aar=2007
while ‘aar’<=2012 {
clear
use konsernidentifiserte_selskap_‘aar’.dta
keep aar eierstruktur mors_land bransjek_07_2s bransjek_07 frtk_ID konsern konsern_plass
merge 1:1 frtk_ID using regnskap_‘aar’.dta
drop if _merge==1
drop _merge
save konsernidentifiserte_selskap_‘aar’_redux.dta, replace
local aar=‘aar’+1
}
***Denne dofilen:
*Endrer variabelnavn i filen for inngående FDI, slik at det passer med
*variabler i utgående FDI.
clear all
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
use "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\fdi_inng_2005_2012_avid.dta"
destring aar, replace
rename LAAN_GJ lanegjeld
rename LAAN_FO lanefordring
rename rentutg renteutg
```

```
rename rentinnt renteinnt
rename SN07 SN2007
drop sektor SEK_2014
drop if aar<2007
save fdi_inn.dta, replace
***Denne dofilen:
*Slår sammen landkodedata, skattedata og data fra SSBs UT-rapportering, som
*også inneholder data fra SSBS "Investeringer i utlandet". Det ryddes i
*ulogiske rentevariabler, og lagres som ssb_ut_m_skatt.dta
*STEG 1 - KLARGJØRE LANDDATA
clear
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
*Henter oversikt over ISO3166-koder
import delimited "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\iso_3166_2_countries.csv"
keep commonname formalname iso316612lettercode sovereignty
rename iso316612lettercode land
*Problem: Her er territorier ført opp med samme landkode som
*moderlandet. Løsning:
egen test=group(land)
bysort test: gen test2=_N
*Dropper territorier og beholder kun moderland
gen behold=0 replace
behold=1 if test2==1
local i commonname=="
replace behold=1 if `i'"Australia" | `i'"Azerbaijan" | `i'"Cyprus" |`i'"Georgia" ///
|`i'"Guadeloupe"|`i'"Moldova"|`i'"French Polynesia" |`i'"Somalia"|`i'"Wake Island"
keep if behold==1
save landkodedata.dta, replace
*STEG 2 - GI SKATTEDATA ISO 3166-KODE
clear import excel "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\skattedata kmpg.xlsx", ///
sheet("Sheet2") cellrange(A1:J149) firstrow
rename B skatt_2006
rename C skatt_2007
rename D skatt_2008
rename E skatt_2009
rename F skatt_2010
rename G skatt_2011
rename H skatt_2012
rename I skatt_2013
rename J skatt_2014
rename Location commonname
*Fikser forskjellig skrivemåte på land:
replace commonname= "Bahamas, The" if commonname=="Bahamas"
replace commonname= "China, People's Republic of" if commonname=="China"
replace commonname= "Korea, South" if commonname=="Korea, Republic of"
replace commonname= "Hong Kong" if commonname=="Hong Kong SAR"
replace commonname= "China, Republic of (Taiwan)" if commonname=="Taiwan"
replace commonname= "Netherlands Antilles" if commonname=="Bonaire, Saint Eustatius and Saba"
gen gjennomsnitt_dummy= strpos(commonname, "average")
*dropper gjennomsnittsobservasjonene
drop if gjennomsnitt_dummy!=0
merge 1:1 commonname using landkodedata.dta
*Dropper skatteobservasjoner som ikke finnes i landkodedata (Curacao og St. Maartin)
drop if _merge==1
keep commonname skatt* land save skatt_m_landkode.dta, replace
erase landkodedata.dta clear
**STEG 3 - SLÅR SAMMEN UT OG INN-DATA
use "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\fdi_utg_2004_2012_avid.dta"
```

```
*Lager variabel for om selskapet har inngående eller utgående FDI.
gen ut=1
*Gir nye variabelnavn
rename LåNEFORDRING lanefordring
rename LåNEGJELD lanegjeld
rename vr aar
destring aar, replace
*Legger til data fra inngående FDI.
append using fdi_inn.dta
replace ut=0 if ut==.
*I utgående FDI-data er renteutgifter oppført negativt. Dette endres her:
replace renteutg=-renteutg if ut==0
*Endrer Færøyene til Danmark replace land="DK" if land=="FO"
save fdi_inn_og_ut_2007_2012.dta, replace
*STEG 3 - FÅ SKATTEVARIABLER OG LAND-NAVN INN I FDI-DATA local aar=2007
while `aar'<=2012 {
clear
use skatt_m_landkode.dta
keep commonname land skatt_`aar'
save skatt_`aar'.dta, replace
clear
use fdi_inn_og_ut_2007_2012.dta
destring aar, replace
drop if aar!=`aar'
merge m:1 land using skatt_`aar'.dta
*Not matched from master er alle UT-observasjoner med ukjent motpartsland (XX)
*Not matched from using er land uten UT-observasjoner. Disse kan fjernes
drop if _merge==2
save ut_med_skatt_`aar'.dta, replace
erase skatt_`aar'.dta local aar=`aar'+1 }
*Steg 4 - Merger datasettene sammen igjen og rydder
clear
use ut_med_skatt_2007.dta
local i =2008
while `i'!=2013 {
append using ut_med_skatt_`i'.dta
local i=`i'+1
}
*Destringer skattedata
foreach var of varlist skatt* {
destring `var', replace
}
*Markør for manglende skattedata:
egen smiss=rowmiss(skatt_2*)
gen skatt_mangler =(smiss==6)
egen skatteprosent = rowtotal(skatt_2*)
replace skatteprosent=. if smiss==6
*Erstatter missing skatteobservasjoner med 0
foreach var of varlist skatt_2* {
replace `var'=0 if missing(`var')
}
*Lager dummy for Beneluxe-land
gen benelux=(land=="BE")
replace benelux=1 if land=="NL" | land=="LU"
**Tar med konsernfellesskap:
drop _merge
merge m:1 frtk_ID aar using konserner.dta
drop if _merge==2
```

```
replace konsern=frtk_ID if _merge==1
**Rydder:
drop _merge skatt_2* sektor SN2002 SEK_2014 smiss SN2007 nace *Erstatter missing-verdier med 0
replace renteinnt=0 if missing(renteinnt)
replace renteutg=0 if missing(renteutg)
*Antar videre at negative renteinntekter er feiloppført som negativt, dersom
*selskapet har oppført en positiv lånefordring
*Det kunne vært vel så ideelt å droppe observasjonene som endres nedenfor,
*men det er bare 12 av 40000 observasjoner som endres.
replace renteinnt=-renteinnt if renteinnt<0 & lanefordring>0
*Antar videre at dersom både renteinntekter og lånefordring er oppført med
*negative tall, dreier det seg egentlin om gjeld og renteutg.
gen endringsmarkor=(lanefordring<0 & renteinnt<0)
replace renteutg=renteinnt if endringsmarkor==1
replace lanegjeld=-lanefordring if endringsmarkor==1
replace lanefordring=0 if endringsmarkor==1
replace renteinnt=0 if endringsmarkor==1
drop endringsmarkor
*Antar til slutt at negative renteinntekter er feiloppførte rentekostnader dersom
*selskapet har positiv (tilsynelatende korrekt) oppført lånegjeld og 0 oppført
*fordring
replace renteutg=renteinnt if renteinnt<0 & lanefordring==0
replace renteinnt=0 if renteinnt<0 & lanefordring==0
*Én observasjon har positiv verdi av renteutgifter. Obervasjonen har oppført
*lånefording, men ikke gjeld. Derfor antas det at positiv renteutgift er en
*feiloppføring, dvs. det skulle vært en positiv renteinntekt. Korreksjon:
replace renteinnt=renteinnt+renteutg if renteutg>0 replace renteutg=0 if renteutg>0
*Lager netto rentevariabel
gen rentenetto=renteinnt+renteutg
save ssb_ut_m_skatt.dta, replace
**Denne dofilen:
**bruker ssb_ut_m_skatt.dta, lager dummies for interngjeld og en skattevariabel
** som måler skattedifferanse mellom Norge og motpartslandet for interngjelden.
**Deretter komprimeres datasettet til en observasjon per selskap, og datasettet
**lagres som ut_med_gjeldsvar.dta.
clear
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
use ssb_ut_m_skatt.dta
**Her lages forklaringsvariabler:
**Har selskapet rapportert tilknyttede selskaper i utlandet?
gen i_sel=(ek!=0 | lanefordring!=0 | lanegjeld!=0 | renteinnt!=0 | ///
renteutg!=0 | utbytte!=0)
**Har selskapet netto, rentebærende interngjeld (gitt samme rentekostnad på eventuelle inn- og utlån)
gen rentegjeld=(rentenetto<0 & lanegjeld>0)
**Har selskapet netto, rentebærende interngjeld til Benelux-land?
gen benelux_gjeld=(rentegjeld==1 & benelux==1)
*Mindre restriktiv dummy for om det er konsernintern finansiering
*med rentebærende gjeld i lavskatteland eller Benelux-land
gen rentegjeld2=rentegjeld
replace rentegjeld2=0 if skatteprosent>=28 & benelux==0
*Lager skattevariabel knyttet til dummy for konsernintern finansiering i "gunstig" land:
gen skatt_rentegjeld2 =28-skatteprosent
replace skatt_rentegjeld2=0 if rentegjeld2==0 & skatteprosent!=.
* Tommelfingerestimat for Benelux-land:
replace skatt_rentegjeld2=23 if rentegjeld2==1 & benelux==1
*Lager skattevariabel knyttet til dummy for konsernintern finansiering i "gunstig" land,
*der missing blir 0:
gen skatt_rentegjeld2_mis0 =28-skatteprosent
```

```
replace skatt_rentegjeld2_mis0=0 if rentegjeld2==0
* Tommelfingerestimat for Benelux-land:
replace skatt_rentegjeld2_mis0=23 if rentegjeld2==1 & benelux==1
*Restriktiv dummy for om det er konsernintern finansiering i lavskatteland
*Eller Benelux-land
gen rentegjeld3=rentegjeld2
replace rentegjeld3=0 if skatteprosent>=19 & benelux==0
*Lager skattevariabel knyttet til dummy for konsernintern rentebærende finansiering i "gunstig" land:
gen skatt_rentegjeld3 = 28 - skatteprosent
replace skatt_rentegjeld3=0 if rentegjeld3==0 & skatteprosent!=.
* Tommelfingerestimat for Benelux-land:
replace skatt_rentegjeld3=23 if rentegjeld3==1 & benelux==1
*Lager skattevariabel knyttet til dummy for konsernintern finansiering i "gunstig" land,
*der missing blir 0:
gen skatt_rentegjeld3_mis0 =28-skatteprosent
replace skatt_rentegjeld3_mis0=0 if rentegjeld3==0
* Tommelfingerestimat for Benelux-land:
replace skatt_rentegjeld3_mis0=23 if rentegjeld3==1 & benelux==1
**Slår sammen alle selskaps UT-rapportert for hvert år, slik at det blir
**"en linje" per selskap/år, og dummyene samles opp i selskap/år-observasjonene
collapse (max) rentegjeld* i_sel benelux_gjeld skatt_*, by(aar frtk_ID)
**Lager labler:
label var i_sel "Utl. aksjonær, datter i utl. eller andre tilknyttede sel. i utl."
label var rentegjeld "Rentebærende, netto interngjeld mot tilknyttet selskap i utlandet"
label var rentegjeld2 "Rentebærende, netto interngjeld mot gunstig land"
label var rentegjeld3 "Rentebærende, netto interngjeld svært gunstig land"
label var benelux_gjeld "Rentebærende, netto interngjeld mot Benelux-land"
label var skatt_mangler "Minst én UT-rapport-linje mot ukjent land/land uten skattedata"
save ut_med_gjeldsvar.dta, replace clear
**Denne dofilen: Klargjør SIFON-data
clear
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\Data til Håkon Frede Foss\"
use sifon2007_avid.dta
rename storste_utenlandsk_eierandel moreier
rename storst_utenlandsk_eier_landkode mor_land
rename foretak_type_1 ftype
rename frtk_id frtk_ID
keep ftype moreier mor_land frtk_ID
gen aar=2007
local aar =2008
while `aar'<2013 {
append using sifon`aar'_avid.dta
replace aar=`aar' if aar==.
local aar=`aar'+1 }
destring ftype, replace
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
save sifon.dta, replace
**Denne dofilen:
*Bruker datasettet ut_med_gjeldsvar, som inneholder data fra SSBs UT-rapportering,
*komprimert til en obs. per selskap/år, med genererte dummies og variabler for
*skattedifferanse. Dette merges med foretaksdata, og deretter med data om utenlandsk
*eierskap fra SIFON-registeret.
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
clear
use ut_med_gjeldsvar.dta
local aar = 2007
while `aar'<=2012 {
drop if aar!=`aar'
```

```
merge 1:1 frtk_ID using konsernidentifiserte_selskap_‘aar’_redux.dta
save n‘aar’.dta, replace
clear use ut_med_gjeldsvar.dta
local aar=‘aar’+1
}
clear
use n2007.dta
local aar=2008 while ‘aar’<=2012 {
append using n‘aar’.dta
erase n‘aar’.dta local aar=‘aar’+1
}
rename _merge kilde
label var kilde "1=UTselskap finnes ikke i regnsk.stat.
2=ikke i UT 3=match"
**Merger med SIFON:
merge 1:1 frtk_ID aar using sifon.dta
drop if _merge==2
gen sifon=(_merge==3)
drop _merge
save ut_sifon_regnskapsstat.dta, replace
**Denne dofilen: Lager variabler fra regnskapsstatistikken og klargjør
**datasett for regresjon.
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
clear
use ut_sifon_regnskapsstat.dta
*Erstatter missing med 0 der det er korrekt:
foreach var of varlist rentegjeld* i_sel benelux_gjeld ///
skatt_rente* ftype moreier {
replace ‘var’=0 if missing(‘var’)
}
**Avgjøre om selskapet er utenlandskeid (utlending har >50 % av aksjene)
gen utl_50=(moreier>50)
gen utl_100=(moreier==100)
gen utl_95=(moreier>=95)
gen utl_90=(moreier>=90)
**Øverste i utl.konsern:
gen utl_spiss50=1 if utl_50==1 & ftype==1
replace utl_spiss50=0 if missing(utl_spiss50)
gen utl_spiss90=1 if utl_90==1 & ftype==1
replace utl_spiss90=0 if missing(utl_spiss90)
gen utl_spiss95=1 if utl_95==1 & ftype==1
replace utl_spiss95=0 if missing(utl_spiss95)
gen utl_spiss100=1 if utl_100==1 & ftype==1
replace utl_spiss100=0 if missing(utl_spiss100)
**Datterselskap i utenlandske konsern
gen utl_dat50=(utl_50==1 & ftype!=1)
gen utl_dat90=(utl_90==1 & ftype!=1)
gen utl_dat95=(utl_95==1 & ftype!=1)
gen utl_dat100=(utl_100==1 & ftype!=1)
**Norsk internasjonalt selskap
gen norsk_i=(i_sel==1 & utl_50==0)
*Lager gjeldsgradsdummy
gen b = gjeld/sumgjek
*Målet er helsprøtt og preget av ekstremverdier. Løsning:
replace b=1 if gjeld>=0 & ek<=0
replace b=0 if gjeld<=0 & ek>=0
replace b=0 if gjeld==0 & ek==0
replace b=(gjeld)/(gjeld+ek) if b>1
```

```
*Måler interngjeld
gen konsgk_pos=0
replace konsgk_pos=konsgk if konsgk>0
gen konsgl_pos=0
replace konsgl_pos=konsgl if konsgl>0
gen interngjeld=konsgk_pos+konsgl_pos
gen bi=(interngjeld)/sumgjek
replace bi=1 if bi>1
replace bi=1 if interngjeld>=0 & sumgjek<=0
**Lager dummy for rentebærende interngjeld gen
har_interngjeld=(interngjeld>0 & rentekostkon>1)
*Fikser bransjekoder
gen b_jord=(bransjek_07<05000 & bransjek_07!=.)
*Utelukker olje og gass-utvinningsselskaper
gen b_olje=(bransjek_07>=09100 & bransjek_07<10000)
gen b_berg=(bransjek_07>=05000 & bransjek_07<10000 & b_olje==0)
gen b_indu=(bransjek_07>=10000 & bransjek_07<35000)
gen b_elek=(bransjek_07>=35000 & bransjek_07<36000)
gen b_vann=(bransjek_07>=36000 & bransjek_07<41000)
local i bransjek_07>=
local j bransjek_07<
gen b_bygg=(`i'41000 & `j'45000)
gen b_vare=(`i'45000 & `j'49000)
*Utelukker selskap som kan være omfattet av rederiskatteordningen:
gen b_ship=(`i'50100 & `j'50300)
gen b_trans=(`i'49000 & `j'55000 & b_ship==0)
gen b_serv=(`i'55000 & `j'58000)
gen b_info=(`i'58000 & `j'64000)
gen b_hold=(`i'64200 & `j'64900)
*Utelukker finansselskaper utenom holding- og investeringsselskaper
gen b_fina=(`i'64000 & `j'68000 & b_hold==0)
gen b_eien=(`i'68000 & `j'69000)
gen b_tjen=(`i'69000 & `j'84000)
gen b_off=(`i'84000 & `j'85000)
replace b_tjen=1 if `i'85000 & `j'97000
gen b_priv=1 if `i'97000 & bransjek_07!=.
*Mangler bransjekode:
gen b_utelukke_mangler=(bransjek_07==.)
gen b_utelukke=(b_off==1 | b_priv==1 | b_ship==1 | b_fina==1 | b_olje==1)
*Lager variabler for annleggsmidler og utsatt skatt:
gen anleggsmidler=anl/sumeiend
replace anleggsmidler=0 if anl<0
replace anleggsmidler=1 if anl>sumgjek
gen fremf_underskudd=utsskf/sumgjek
replace fremf_underskudd=0 if utsskf<0
replace fremf_underskudd=0 if utsskf==0
```

```
    replace fremf_underskudd=1 if utsskf>0 & sumgjek<0
    replace fremf_underskudd=1 if fremf_underskudd>1
    save gjeldsskifting_reg.dta, replace
    clear
**Denne dofilen: Klargjør for regresjoner der konserner utgjør enheten
clear
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
use gjeldsskifting_reg.dta
**Klaggjør datasett for konsernanalyse
***Lager konsernvariabler:
bysort aar konsern: egen kons_kap=sum(sumgjek)
gen vekt=sumgjek/kons_kap
gen vektet_b=b*vekt
gen vektet_b2=b2*vekt
gen vektet_anl=anleggsmidler*vekt
gen vektet_fremf_underskudd=vekt*fremf_underskudd
gen mors_ek=0 replace mors_ek=ek if konsern_plass==1
**Ledd i å generere bransjevariabel*
foreach var of varlist b_* {
gen b_'var'_kap = 'var'*sumgjek
}
**Tar med hvor mange selskap per konsern:
gen ant_sel=1 if sumeiend!=.
replace ant_sel=0 if sumeiend==.
collapse (sum) ant_sel vektet_* totinn sumeiend b_b_* gjeld ///
konsgl konsgk laankonl laankonk laanann mors_ek (max) rentegjeld* i_sel benelux_gjeld skatt_rente* ///
utl_* , by(konsern aar)
**Lager bransjevariabel for konsern:
local i=1
foreach var of varlist b_* {
rename 'var' b_'i'
local i='i'+1
}
local j=1
**Går igjennom hver bransje og sjekker om den er størst, starter på 1, sjekker
**mot alle, får verdi 1 om den er størst, i forstand av mest totalkapital i
**konsernet. Hvis den ikke er størst, får den verdien 0. Så gjør den det samme
**med neste bransje.
save midlertidig_konsdata.dta, replace
clear
use midlertidig_konsdata.dta
local j=1
while 'j'<=20 {
gen br'j'=1
local i=1
while 'i'<=20 {
replace br'j'=0 if b_'j'<b_'i' & 'j'!='i' local i= 'i'+1 } local j='j'+1 }
```

```
**Netto interngjeld
save m2.dta, replace
clear
use m2.dta
**Lage gjeldsgradsvariabel
gen skatteskjold=gjeld-laankonl-laankonk-laanann
gen ek_and=mors_ek/(mors_ek+gjeld-laankonl-laankonk-laanann)
replace ek_and=0 if mors_ek<0 & skatteskjold>0
replace ek_and=1 if skatteskjold<0 & mors_ek>0
gen bkons=1-ek_and
gen bkons2=skatteskjold/(mors_ek+skatteskjold)
replace bkons2=1 if skatteskjold>0 & mors_ek<0
replace bkons2=0 if skatteskjold<0 & mors_ek>0
gen netto_bi_ut=konsgl+konsgk-laankonl-laankonk-laanann
gen bikons=netto_bi_ut/(mors_ek+skatteskjold)
replace bikons=1 if mors_ek<0 & netto_bi_ut>0
replace bikons=0 if netto_bi_ut<=0 drop if bikons<0
replace bikons=1 if bikons>1
gen norsk_i=(utl_95==0 & i_sel==1)
drop gjeld konsgl konsgk laankonl ///
laankonk laanann b_*
save gjeldsskifting_reg_kons.dta, replace
*Deskriptiv statistikk
***Denne do-filen:
*Presenterer deskriptiv statistikk:
*Hvor mange forskjellige foretak er en del av UT-undersøkelsen
*de ulike år?
*Hvor mange år er ulike foretak med i UT-undersøkelsen?
*Hvilke land er de viktigste motpartslandene?
*Hvordan har konsernintern finansiering utviklet seg i perioden?
*Hva er det med Belgia?
*Plotter netto konserninterne renter mot skattedifferansen til Norge.
clear cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
use ssb_ut_m_skatt.dta
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\figurer"
set scheme s1mono
*Hvor mange foretak er med de ulike år?
bysort aar (frtk_ID): gen tellevar=(frtk_ID[_n]!=frtk_ID[_n-1])
bysort aar (konsern): gen tellevar2=(konsern[_n]!=konsern[_n-1])
bysort konsern: egen rapaar=sum(tellevar2)
preserve
collapse (sum) tellevar tellevar2, by(aar)
label var tellevar "Antall selskap"
label var tellevar2 "Antall konsern"
graph bar (asis) tellevar tellevar2, over(aar) ytitle(Antall) ///
ylab(, glwidth(vthin)) ///
bar(1, fcolor(black) lcolor(black)) graph export antall_selskap_per_aar_i_UT2.eps, replace
```

```
restore
*Hvor mange år er foretakene med i UT-undersøkelsen?
preserve bysort frtk_ID (aar):
gen tellevar3=(frtk_ID[_n]!=frtk_ID[_n-1] | aar[_n]!=aar[_n-1])
collapse (sum) tellevar3, by(frtk_ID) tab tellevar3
histogram tellevar3, ytitle(Antall selskap) xtitle(Antall år med rapportering) ///
freq color(gs0) ///
barwidth(0.4) yline(500, lcolor(gs12) lwidth(thin)) ///
yline(1000, lcolor(gs12) lwidth(thin)) yline(1500, lcolor(gs12) lwidth(thin))
graph export antall_aar_i_UT2.eps, replace
restore
*Hva er de viktigste motpartslandene for intern finansiering?
*Lager variabel som er summen av interne rentekostnader og interne rennteinntekter ///
*(rentekostnader er oppført som negative tall i datasettet)
gen long intern_finans=renteinnt-renteutg
*Hvilke 20 land har mest intern finansieringsaktivitet mot Norge?
preserve collapse (sum) intern_finans renteinnt renteutg,
by(commonname)
sort intern_finans gen rangering=_n
keep if rangering>_N-15
gen long renteutg_pos=-renteutg
replace intern_finans=intern_finans/1000000
replace renteinnt=renteinnt/1000000
replace renteutg=renteutg/1000000
replace renteutg_pos=renteutg_pos/1000000
graph bar (sum) renteinnt renteutg_pos, over(commonname, sort(intern_finans) ///
descending label(angle(forty_five) labsize(small))) stack ///
showyvars yvaroptions( relabel(1 "Interne renteinntekter" 2 "Interne renteutgifter")) ///
yla(, format(%2.0f) glcolor(gs0) glwidth(vthin)) ylab(0(5)30) ytitle("Milliarder kroner", size(large)) ///
title("Summerte konserninterne renter over perioden 2007-2012", color(black)) ///
graphregion(color(white)) bar(2, fcolor(gs10) lcolor(gs10)) bar(1, fcolor(black) lcolor(black))
graph export viktigste_motpartsland_m_inn2.eps, replace
restore
**Tilsvarende med balanseposter (ikke gjengitt i teksten, men resultatet er referert til)
preserve gen totfin=lanegjeld+lanefordring
collapse (sum) totfin lanegjeld lanefordring, by(commonname)
sort totfin
gen rangering=_n
keep if rangering>_N-15
foreach var of varlist lane* totfin {
replace `var'=`var'/7000000
}
graph bar (sum) lanegjeld lanefordring, over(commonname, sort(totfin) ///
descending label(angle(forty_five) labsize(small))) stack ///
yla(, format(%2.0f) glcolor(gs0) glwidth(vthin)) ytitle("Milliarder kroner", size(large)) ///
title("Gjennomsnittlig konsernintern gjeld/fordring over perioden 2007-2012", color(black)) ///
graphregion(color(white)) bar(2, fcolor(gs10) lcolor(gs10)) bar(1, fcolor(black) lcolor(black))
```

```
graph export viktigste_motpartsland_m_inn3.eps, replace
**Hvordan finansierer utlendinger sine investeringer i Norge?
set scheme s2mono
**Belgia
preserve keep if land=="BE"
gen ek_inn = ek if ut==0
replace ek_inn=0 if ut==1
replace ek_inn=0 if ek_inn<0
gen ek_ut = ek if ut==1
replace ek_ut = 0 if ut==0
replace ek_ut = 0 if ek_ut<0
collapse (sum) ek_inn ek_ut lanefordring lanegjeld, by(aar)
tsset aar
foreach var of varlist ek_inn ek_ut lanefordring lanegjeld {
replace `var'=`var'/1000000
}
Samme for øvrige land
**Plotte skatt, mot rentenetto
preserve drop if renteinnt==0 & renteutg==0
drop if skatt_mangler==1
replace rentenetto=rentenetto/1000000
collapse (sum) rentenetto (mean) skatteprosent, by(land aar)
graph twoway (scatter rentenetto skatteprosent, mcolor(black)), ///
yla(, glwidth(vvthin) glcolor(gs3)) ///
yl(-4(2)4) ///
yline(-4(2)4, lwidth(vthin) lcolor(gs2)) ///
ytitle("Netto konserninterne renter, mrd. kr.") ///
title("Land/år-observasjoner", color(black)) //
/ xtitle("Skatteprosent") ///
xline(28, lcolor(gs10)) xla(0(10)60) graphregion(color(white))
graph export nettorenter_skatteprosent_aar_land2.eps,
replace reg rentenetto skatteprosent restore
***Skattebesparelser ved netto interngjeld
preserve
drop if rapaar==0 *(dette er observasjoner med manglende foretak-id) drop if skatt_mangler==1
gen spart_skatt=rentenetto*(skatteprosent-28)/100 if benelux==0 gen spart_skatt_benelux=rentenetto*(5-28)/100 if benelux==1
sum spart_skatt return list display r(sum)/6
sum spart_skatt_benelux return list display (1.5+1.88)/6 display 1.88/(1.5+1.88)
replace spart_skatt=0 if missing(spart_skatt) replace spart_skatt_benelux=0 if missing(spart_skatt_benelux)
gen skattespar=spart_skatt+spart_skatt_benelux
collapse (sum) skattespar spart_skatt spart_skatt_benelux (mean) rapaar, by(konsern)
**Ekskluderer konsern som "taper" på interngjeld
sum spart_skatt if spart_skatt>0 return list sum spart_skatt_benelux if spart_skatt_benelux>0 return list display (3.2+4.)/6
**Omregner til mill.kr og deler på antall år i utrapporteringen.
foreach var of varlist skattespar spart_skatt spart_skatt_benelux {
replace `var'=`var'/(rapaar*1000)
```

```
}
keep if skattespar<-5 | skattespar>5
keep if skattespar!=. graph bar (sum)spart_skatt_benelux spart_skatt, ///
over(konsern, label(nolabels) sort( (sum) skattespar) descending) stack ///
yvaroptions( relabel(1 "Spart fra Benelux-gjeld" 2 "Spart fra øvrig gjeld")) //
/ bar(2, fcolor(gs10) lcolor(gs8)) bar(1, fcolor(black) lcolor(black)) /// ytitle(Mill.kr) graphregion(color(white))
graph export skattespar.eps, replace list restore
***Skattebesparelser ved skattebesparende, brutto interngjeld
preserve
drop if skatt_mangler==1 drop if rapaar==0 drop if skatteprosent>=28 & benelux!=1
gen spart_skatt=renteutg*(skatteprosent-28)/100 if benelux==0
gen spart_skatt_benelux=renteutg*(5-28)/100 if benelux==1
sum spart_skatt return list
sum spart_skatt_benelux return list
replace spart_skatt=0 if missing(spart_skatt)
replace spart_skatt_benelux=0 if missing(spart_skatt_benelux)
gen skattespar=spart_skatt+spart_skatt_benelux
collapse (sum) renteutg skattespar spart_skatt spart_skatt_benelux ///
(mean) rapaar, by(konsern)
**Omregner til mill.kr og deler på antall år i utrapporteringen.
foreach var of varlist skattespar spart_skatt spart_skatt_benelux {
replace `var'=`var'/(rapaar*1000)
}
keep if skattespar<-5 | skattespar>5 keep if skattespar!=. sort skattespar
graph bar (sum)spart_skatt_benelux spart_skatt, ///
over(konsern, label(nolabels) sort( (sum) skattespar) descending) stack ///
yvaroptions( relabel(1 "Spart fra Benelux-gjeld" 2 "Spart fra øvrig gjeld")) ///
bar(2, fcolor(gs10) lcolor(gs8)) bar(1, fcolor(black) lcolor(black)) ///
ytitle(Mill.kr) graphregion(color(white))
graph export skattespar_brutto.eps, replace
list keep if skattespar>10
keep konsern
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2" save gjeldsskifterne.dta, replace
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\figurer"

---
*Denne dofilen: lager restriksjoner, gjør regresjoner og lager regresjonstabeller
ssc install estout
**Denne dofilen
clear
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
use gjeldsskifting_reg.dta
sum aar
drop if sumgjek<10000
drop if b_olje==1 sum aar
drop if b_ship==1 sum aar
drop if b_fina==1 sum aar
drop if b_off==1 sum aar
```

```
drop if b_priv==1 sum aar
drop if b_utelukke_mangler==1 sum aar
drop if b_utelukke==1 sum aar
drop b_olje b_ship b_fina b_off b_priv b_utelukke* b_jord
**Lager størrelseskvintiler:
*Lager størrelses-kvintiler (salg)
bysort aar (totinn): gen nr=_n
sort aar totinn bysort aar
(totinn): gen andel=nr/_N
gen qu1=(andel<0.2)
gen qu2=(andel<0.4 & andel>=0.2)
gen qu3=(andel<0.6 & andel>=0.4)
gen qu4=(andel<0.8 & andel>=0.6)
gen qu5=(andel>=0.8) drop nr andel
*Lager størrelses-kvintiler (totalkapital)
bysort aar (sumgjek): gen nr=_n
sort aar sumgjek
bysort aar (sumgjek): gen andel=nr/_N
gen qc1=(andel<0.2)
gen qc2=(andel<0.4 & andel>=0.2)
gen qc3=(andel<0.6 & andel>=0.4)
gen qc4=(andel<0.8 & andel>=0.6)
gen qc5=(andel>=0.8) drop nr andel
**Lager størrelseskvintiler innad i gruppen med UT-rapportering:
bysort aar kilde (totinn): gen nr=_n
bysort aar kilde (totinn): gen andel=nr/_N
gen uqu1=(andel<0.2)
gen uqu2=(andel<0.4 & andel>=0.2)
gen uqu3=(andel<0.6 & andel>=0.4)
gen uqu4=(andel<0.8 & andel>=0.6)
gen uqu5=(andel>=0.8) drop nr andel
**Lager størrelseskvintiler innad i gruppen med interngjeld:
bysort aar har_interngjeld (totinn): gen nr1=_n
bysort aar har_interngjeld (totinn): gen andel1=nr1/_N
gen iqu1=(andel<0.2)
gen iqu2=(andel<0.4 & andel>=0.2)
gen iqu3=(andel<0.6 & andel>=0.4)
gen iqu4=(andel<0.8 & andel>=0.6)
gen iqu5=(andel>=0.8)
drop nr1 andel1
**Lager størrelseskvintiler innad i gruppen med interngjeld og UT:
bysort aar har_interngjeld kilde (totinn): gen nr2=_n
bysort aar har_interngjeld kilde (totinn): gen andel2=nr2/_N
gen aqu1=(andel<0.2) gen aqu2=(andel<0.4 & andel>=0.2)
gen aqu3=(andel<0.6 & andel>=0.4)
gen aqu4=(andel<0.8 & andel>=0.6)
gen aqu5=(andel>=0.8)
```

```
drop nr2 andel2
global xlist b_* i.aar qu2-qu5 anleggsmidler fremf_underskudd global
xlist_ut b_* i.aar uqu2-uqu5 anleggsmidler fremf_underskudd global
xlist_i b_* i.aar iqu2-iqu5 anleggsmidler fremf_underskudd
global xlist_i_u b_* i.aar aqu2-aqu5 anleggsmidler fremf_underskudd
**Lager summary statistics:
sum b bi utl_100 utl_spiss100 utl_dat100 norsk_i rentegjeld2 ///
rentegjeld3 skatt_rentegjeld2 $xlist har_interngjeld
sum b bi utl_100 utl_spiss100 utl_dat100 norsk_i rentegjeld2 ///
rentegjeld3 skatt_rentegjeld2 $xlist_ut har_interngjeld if kilde==3
    *Hyp1: reg b utl_100 norsk_i est store reg0
    reg b $xlist utl_100 norsk_i, cluster(frtk_ID) est store reg1
    reg b $xlist_ut utl_100 norsk_i if kilde==3, cluster(frtk_ID) est store reg2
    reg b $xlist utl_spiss100 utl_dat100 norsk_i, cluster(frtk_ID) est store reg3
    reg bi $xlist utl_spiss100 utl_dat100 norsk_i, cluster(frtk_ID) est store reg4
    *Forsøker tobit: tobit bi $xlist utl_spiss100 utl_dat100 norsk_i, ul(1) ll(0) cluster(frtk_ID)
    esttab reg0 reg1 reg2 reg3 reg4 , b(3) se(3) r2 nocon keep(utl_100 norsk_i utl_spiss100 ///
    utl_dat100 q* uqu* anleggsmidler fremf* ) order(utl_100 norsk_i utl_spiss100 ///
    utl_dat100 q* uqu* anleggsmidler fremf* )
    *Hyp2:
    *******Bare selskap med interngjeld ***Denne rapporteres:
    reg b $xlist rentegjeld2, cluster(frtk_ID) est store igjeld1
    reg bi $xlist_i rentegjeld2 if har_interngjeld==1, cluster(frtk_ID) est store igjeld2
    reg bi $xlist_i rentegjeld2 rentegjeld3 if har_interngjeld==1, cluster(frtk_ID) est store igjeld3
    reg b $xlist_i rentegjeld2 if har_interngjeld==1, cluster(frtk_ID)
    **Substituerer interngjeld eksterngjeld?
    est store igjeld4
    *Videre: bare i gruppen med interngjeld, innefor UT
    reg bi $xlist_i_u rentegjeld2 if kilde==3 & har_interngjeld==1, cluster(frtk_ID)
    esttab igjeld4
    esttab igjeld1 igjeld2 igjeld3 igjeld4 igjeld5 , b(3) se(3) r2 nocon keep(rentegjeld2 rentegjeld3 ///
    skatt_rentegjeld2 qu* iqu* aqu* anleggsmidler fremf* ) order(rentegjeld2 rentegjeld3 skatt_rente2 ///
    qu* iqu* aqu* anleggsmidler fremf* )
    **Nøyaktig samme, men med tobit:
    qui tobit b $xlist rentegjeld2, ul(1) ll(0) cluster(frtk_ID) est store igjeld1
    qui tobit bi $xlist_i rentegjeld2 if har_interngjeld==1, ul(1) ll(0) cluster(frtk_ID) est store igjeld2
    qui tobit bi $xlist_i rentegjeld2 rentegjeld3 if har_interngjeld==1, ul(1) ll(0) cluster(frtk_ID) est store igjeld3
    *Denne dofilen:
    *Lager deskriptiv tabell og sender videre til regresjon.
    clear
    cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
    use gjeldsskifting_reg_kons.dta
    sum
    drop if br2==1 sum aar
    drop if br9==1 sum aar utl_dat50
    drop if br14==1 sum aar
    drop if br17==1 sum aar
```

```
drop if br18==1 sum aar
drop if br19==1 sum aar
drop if br20==1 sum aar
drop if sumeiend<10000 | bkons==.
*Lage nye inntektsdummier
bysort aar (totinn): gen nr=_n
bysort aar (totinn): gen andel=nr/_N
gen qu1=(andel<0.2)
gen qu2=(andel<0.4 & andel>=0.2)
gen qu3=(andel<0.6 & andel>=0.4)
gen qu4=(andel<0.8 & andel>=0.6)
gen qu5=(andel>=0.8)
*Lager inntektskvintiler innen internasjonale selskap:
gen inter=(norsk_i==1 | utl_100==1)
bysort aar inter (totinn):gen nr1=_n
bysort aar inter (totinn): gen andel1=nr1/_N
gen iqu1=(andel1<0.2)
gen iqu2=(andel1<0.4 & andel1>=0.2)
gen iqu3=(andel1<0.6 & andel1>=0.4)
gen iqu4=(andel1<0.8 & andel1>=0.6)
gen iqu5=(andel1>=0.8) drop nr1 andel1
drop br2 br9 br14 br17 br18 br19 br20
**Lager en graf som illustrerer nytt gjeldsgradsmål
set scheme s2mono
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\figurer"
graph bar (mean) vektet_b (mean) bkons if ant_sel<50, ///
over(ant_sel, label(nolabel)) legend(cols(1)) ///
yvaroptions( relabel(1 "Gjennomsnittlig vektet gjeldsgrad" ///
2 "Gjennomsnittlig modifisert gjeldsgrad")) ///
graphregion(color(white)) bar(1, fcolor(black) lcolor(black)) ///
ytitle("Gjennomsnittlig gjeldsgradsmål") ///
b1title("Antall selskap i konsernet, (fra 1-50 selskaper)") graph export gjeldsgradsmål.eps, replace
graph bar (mean) vektet_b (mean) bkons if ant_sel>50, ///
over(ant_sel, label(nolabel)) legend(cols(1)) ///
yvaroptions( relabel(1 "Gjennomsnittlig vektet gjeldsgrad" ///
2 "Gjennomsnittlig modifisert gjeldsgrad")) ///
graphregion(color(white)) bar(1, fcolor(black) lcolor(black)) ///
ytitle("Gjennomsnittlig gjeldsgradsmål") ///
b1title("Antall selskap i konsernet, store konsern (fra 51-273 selskaper)") graph export gjeldsgradsmål2.eps, replace
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
save reg_kons.dta, replace
*Denne dofilen:
**Kjører regresjoner på konsernnivå clear
cd "\\Lire\Stud$\s073560\My Documents\master\data\midlertidig2"
*Bruker bare UT-data med konsernintern finansiering:
clear use reg_kons.dta
**Definerer kontrollvariabler:
```

```
global xlist br* i.aar qu2-qu5 vektet_anl vektet_fremf_underskudd
global xlist_i br* i.aar iqu2-iqu5 vektet_anl vektet_fremf_underskudd
**Til summary statistics, en tabell for alle, en for store konsern:
sum bkons bikons utl_100 norsk_i rentegjeld2 rentegjeld3 skatt_rentegjeld3 $xlist totinn
sum bkons bikons utl_100 norsk_i rentegjeld2 rentegjeld3 ///
skatt_rentegjeld3 $xlist totinn if sumeiend>1000000
***Regresjon - Pooled OLS/Tobit
*Tester hypotese 1:
reg bkons $xlist norsk_i utl_100, cluster(konsern) estimates store kons1
reg bikons $xlist_i rentegjeld2 rentegjeld3 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern) estimates store kons2
**Tobit gir samme kvalitative resultat, men mer spenstige koeffisienter, som
**derimot ikke har samme tolkning
tobit bikons $xlist_i rentegjeld2 rentegjeld3 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, ul(1) ll(0) cluster(konsern)
reg bikons $xlist_i skatt_rentegjeld2 if norsk_i==1 | utl_100==1, ///
cluster(konsern) estimates store kons3
**Tobit gir samme resultat
tobit bikons $xlist_i skatt_rentegjeld2 if norsk_i==1 | utl_100==1, ///
ll(0) ul(1) cluster(konsern)
**Robusthetssjekk:
*Prøver med annen definisjon av utenlandskeid:
reg bkons $xlist norsk_i utl_95, cluster(konsern)
reg bkons $xlist norsk_i utl_90, cluster(konsern)
reg bkons $xlist norsk_i utl_50, cluster(konsern)
**Lager størrelsespolinom
gen totinn2=totinn^2
gen totinn3=totinn^3
gen totinn4=totinn^4
*forsøker like regresjoner som bruker disse størrelseskontrollvariablene
reg bkons br3-br16 i.aar vektet_anl vektet_fremf* totinn* ///
norsk_i utl_100, cluster(konsern)
reg bikons br3-br16 i.aar vektet_anl vektet_fremf* totinn* ///
rentegjeld2 rentegjeld3 if norsk_i==1 |
/// utl_100==1, cluster(konsern)
reg bikons br3-br16 i.aar vektet_anl vektet_fremf* totinn* ///
skatt_rentegjeld2 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern)
**Interaksjon med størrelse local i=1 while `i'<6 { gen r`i'=rentegjeld2*iqu`i' local i=`i'+1 }
local j=1 while `j'<6 { gen s`j'=skatt_rentegjeld2*iqu`j' local j=`j'+1 }
reg bikons $xlist_i r1-r5 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern) est store inter1 reg bikons $xlist_i s1-s5 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern) est store inter2
**Lager nye størrelseskvintiler for strengere størrelsesrestriksjon
drop qu* iq* r1-r5 s1-s5 drop nr andel inter totinn2-totinn4
drop if sumeiend<1000000
*Lage nye inntektsdummier
```

```
bysort aar (totinn): gen nr=_n bysort aar (totinn):
gen andel=nr/_N gen qu1=(andel<0.2)
gen qu2=(andel<0.4 & andel>=0.2)
gen qu3=(andel<0.6 & andel>=0.4)
gen qu4=(andel<0.8 & andel>=0.6)
gen qu5=(andel>=0.8)
*Lager inntektskvintiler innen internasjonale selskap:
gen inter=(norsk_i==1 | utl_100==1)
bysort aar inter (totinn): gen nr1=_n
bysort aar inter (totinn): gen andel1=nr1/_N
gen iqu1=(andel1<0.2)
gen iqu2=(andel1<0.4 & andel1>=0.2)
gen iqu3=(andel1<0.6 & andel1>=0.4)
gen iqu4=(andel1<0.8 & andel1>=0.6)
gen iqu5=(andel1>=0.8) drop nr1 andel1
global xlist br* i.aar qu2-qu5 vektet_anl vektet_fremf_underskudd
global xlist_i br* i.aar iqu2-iqu5 vektet_anl vektet_fremf_underskudd
reg bkons $xlist norsk_i utl_100, cluster(konsern) estimates store kons4
reg bikons $xlist_i rentegjeld2 rentegjeld3 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern) estimates store kons5
**Tobil gir samme kvalitative resultat, men mer heftige koeffisienter (10 og 0)
tobit bikons $xlist_i rentegjeld2 rentegjeld3 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, ul(1) ll(0) cluster(konsern)
reg bikons $xlist_i skatt_rentegjeld2 if norsk_i==1 | utl_100==1, ///
cluster(konsern) estimates store kons6
**Tobit: tobit bikons $xlist_i skatt_rentegjeld2 if norsk_i==1 | utl_100==1, ///
ll(0) ul(1) cluster(konsern)
esttab kons1 kons2 kons3 kons4 kons5 kons6, b(3) se(3) r2 nocon keep(utl_100 norsk_i ///
rentegjeld2 rentegjeld3 skatt_rentegjeld2 q* iq* vektet*) ///
order(utl_100 norsk_i rentegjeld2 rentegjeld3 skatt_rentegjeld2 q* iq* vektet* )
**Interaksjon med størrelse for konserner
local i=1
while `i'<6 { gen r`i'=rentegjeld2*iqu`i' local i=`i'+1 }
local j=1 while `j'<6 { gen s`j'=skatt_rentegjeld2*iqu`j' local j=`j'+1 }
reg bikons $xlist_i r1-r5 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern) est store inter3 reg bikons $xlist_i s1-s5 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern) est store inter4
esttab inter1 inter2 inter3 inter4, b(3) se(3) r2 nocon ////
keep(r* s*) order(r* s* )
**Robusthetsanalyse: Forsøker med bare konserner som skifter intern gjeld (bikon==0):
**Robusthetssjekk:
*Prøver med annen definisjon av utenlandskeid:
reg bkons $xlist norsk_i utl_95, cluster(konsern)
reg bkons $xlist norsk_i utl_90, cluster(konsern)
reg bkons $xlist norsk_i utl_50, cluster(konsern)
**Lager størrelsespolinom
gen totinn2=totinn^2
```

```
gen totinn3=totinn^3
gen totinn4=totinn^4
*forsøker like regresjoner som bruker disse størrelseskontrollvariablene
reg bkons br3-br16 i.aar vektet_anl vektet_fremf* totinn* ///
norsk_i utl_100, cluster(konsern) reg bikons br3-br16 i.aar vektet_anl vektet_fremf* totinn* ///
rentegjeld2 rentegjeld3 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern)
reg bikons br3-br16 i.aar vektet_anl vektet_fremf* totinn* ///
skatt_rentegjeld2 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, cluster(konsern)
**Fixed effects:
egen kons=group(konsern)
xtset kons aar
xtsum
xtdes
xtreg bkons $xlist norsk_i utl_100, fe cluster(konsern)
est store fe1
xtreg bikons $xlist_i rentegjeld2 rentegjeld3 if norsk_i==1 | ///
utl_100==1, fe cluster(konsern)
est store fe2 xtreg bikons $xlist_i skatt_rentegjeld2 if norsk_i==1 | utl_100==1, ///
fe cluster(konsern)
est store fe3
esttab fe1 fe2 fe3, b(3) se(3) r2 nocon keep(utl_100 norsk_i ///
rentegjeld2 rentegjeld3 skatt_rentegjeld2 qu* iq* vektet*) ///

order(utl_100 norsk_i rentegjeld2 rentegjeld3 skatt_rentegjeld2 qu* iq* vektet*)
```