

Skattereform når kapitalmarkedene ikke er perfekte

Innledning

Høyre/Frp-regjeringen har, på bakgrunn av Scheel-utvalgets innstilling (NOU 2014:13 *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*), varslet at den vil fremme et forslag til skattereform for Stortinget, og at dette vil skje samtidig som statsbudsjettet for 2016 legges frem, dvs. 7. oktober 2015.¹ Målsettingen med skattereformen er å bringe selskapsskatten ned, slik at den blir mer på nivå med selskapsskatten hos våre handelspartnere, og med det styrke rammevilkårene for verdiskaping. Forslaget fra Scheel-utvalget er å redusere selskapsbeskatningen fra 27 til 20 prosent, hvilket også påvirker innretningen av resten av skattesystemet.

Ved en reform av kapitalbeskatningen og utforming av nye skatteregler er det avgjørende hvilken forståelse man har av kapitalmarkedets virkemåte og av verdien av norsk kapital og bedriftseierskap. En av bærebjelkene som Scheel-utvalget bygger sin analyse og konklusjoner på, er at kapitalmarkedet er så velfungerende at gode prosjekter sikres finansiering uansett, enten innenlands eller utenlands. Utvalget legger altså til grunn at norsk kapital og norsk bedriftseierskap ikke har en egenverdi, fordi utenlandsk kapital, overordnet sett, er tilgjengelig for å kompensere for mindre tilgang på kapital fra norske kapitalkilder på grunn av skjerpet beskatning eller særbeskatning av norskbasert kapital. Litt forenklet sagt antar dermed Scheel-utvalget at norsk økonomi, for et gitt skattenivå, er i investerings- og aktivitetsmessig «balanse», men at omfanget av aktiviteten som henholdsvis utenlandske og norske bedriftseiere står for, vil være avhengig av i hvilken grad man legger høyere skatter på norsk kapital og bedriftseierskap enn det utenlandsk kapital har.

En klar indikasjon på at Scheel-utvalget på dette punktet baserer seg på feilaktige antagelser, er nyere forskning fra utvalgets medlem Annette Alstadsæter. Hun finner at redusert utbytteskatt i den svenske skattereformen av 2006 ga økte investeringer, noe som ikke burde skjedd, dersom kapitalmarkedet var nær perfekt og virket slik Scheel-utvalget legger til grunn.

Scheel-utvalget viser til internasjonal forskning, som finner at Norge er blant de landene som er minst omfattet av hjemmefavoriserings-problematikken² ved investeringer, og at økonomien derfor i meget begrenset grad vil svekkes dersom det legges økte skatter på norsk kapital og bedriftseierskap. Slike internasjonale studier er oftest basert på tall for hele den økonomien, i Norges tilfelle inklusive oljesektoren og tilhørende særegenheter. Justeres det for de dominerende investeringene fra Statens pensjonsfond utland (SPU), dvs. at man fokuserer på private kapitalkilder, skårer derimot Norge svært høyt i de internasjonale studiene av hjemmefavorisering i investeringene. Dette taler for at det ikke er likegyldig om en legger til rette for norsk eller utenlandsk eierskap i Norge. I fravær av norsk privat kapital tilsier dermed ikke-perfekte kapitalmarkeder at det *ikke* vil strømme til tilstrekkelig med utenlandsk kapital som kompensasjon for redusert tilgang på norsk kapital.

Unge bedrifter står for en viktig andel av de nye arbeidsplassene som skapes, og er ofte avgjørende for om det netto skapes eller går tapt arbeidsplasser. Denne tilveksten er det en liten andel av de

unge bedriftene som står for, mens hoveddelen av de unge bedriftene ikke lykkes eller har stabil aktivitet. Nye og unge bedrifter er ofte avhengige av norskbasert egenkapital for å kunne vokse. Skjerper man skattenivået for norsk kapital, kan man vente at det gir seg utslag i redusert vekst og færre hurtigvoksende nyetableringer.

Både empiri og teori taler for at en kommende skattereform ikke bør øke den samlede kapitalbeskatningen på norsk kapital og bedriftseierskap. Ideelt sett burde det samlede nivået på utbytte-skatt og selskapsskatt reduseres, om man ønsker å stimulere til verdiskaping. Av dette følger også at det svekker økonomien og verdiskapingen om man viderefører særskatter på norsk kapital.

Den viktigste forutsetningen i Scheel-utvalget: Er internasjonal kapital tilgjengelig for hele norsk næringsliv, eller har norsk eierskap en egenverdi?

Hypotesen om det perfekte kapitalmarked

Scheel-utvalget har, innenfor tidsrammen det hadde tilgjengelig, gjort et grundig og omfattende arbeid. Men uavhengig av kvaliteten på arbeidet som gjøres, vil utredninger som bygger på grunnleggende forutsetninger som ikke samsvarer godt med virkeligheten, kunne føre til uheldige konklusjoner og anbefalinger. Tar man utgangspunkt i virkeligheten for norske bedriftseiere og norsk kapital, preges Scheel-utvalgets konklusjoner dessverre av dette.

Ved behandling av den forestående skattereformen er et av de aller viktigste spørsmålene som bør stilles, om man tror at Scheel-utvalgets forutsetning om et (nær) perfekt kapitalmarked, der kapital flyter uhindret over landegrensene til alt av næringsliv, er representativ for den virkeligheten som flertallet av norske bedrifter opererer i. Med andre ord: Er forestillingen om tilgang til internasjonal kapital for alle gode idéer og investeringsprosjekter med positiv netto nåverdi representativ for den virkeligheten som bredden av norske bedrifter står overfor?

Scheel-utvalget diskuterer forutsetningen om det perfekte kapitalmarked. Utvalget påpeker at denne antakelsen har sine svakheter, og at mange norske bedrifter har begrenset tilgang til det internasjonale kapitalmarkedet. Likevel legger utvalget til grunn for sine hovedanbefalinger at kapitalmarkedet er (nær) perfekt.

En uheldig konsekvens av denne antagelsen er forslaget om økt samlet eierskapsbeskatning av norske næringsdrivende. Forslaget fra Scheel-utvalget går ut på å øke marginalsatten for norske bedriftseiere, dvs. inklusiv reduksjon i selskapsskatten, med enten 2,9 prosentpoeng eller 6,1 prosentpoeng. Scheel-utvalget understreker at dette vil svekke spareraten hos norske husholdninger, men mener, basert på antagelsen om tilgjengelig kapital internasjonalt, at dette ikke vil resultere i reduserte samlede investeringer i norsk økonomi. At skattesystemet fører til et skifte, med økt utenlandsk eierskap og finansiering på bekostning av norsk kapital og eierskap, antas ikke å ha noen nevneverdig negativ innvirkning på økonomien.

I en artikkel i *Samfunnsøkonomen* 2015/2 tar ass. professor ved UiO og medlem av Scheel-utvalget, Annette Alstadsæter for seg mulige virkninger økt utbyttebeskatning for personlige norske aksjonærer kan ha på investeringer, noe Scheel-utvalget ikke drøfter. I artikkelen skriver Alstadsæter bl.a. følgende:

Scheel-utvalget foreslår å redusere skatt på selskapsinntekt og alminneleg inntekt til 20 prosent. For å fjerne incentivet til inntektsskifting foreslår utvalgets fleirtal å auka skatt på utbytte frå 27 prosent til 37 prosent, slik at total høgaste marginalskatt på utbytte blir omlag lik som på løn.

Scheel-utvalget drøftar ikkje kva moglege effektar ein auka utbytteskatt for personlege aksjonærar kan ha på selskapas investeringar. Særlig oppstarts- og entreprenørselskap kan vere avhengige av innskutt eigenkapital som finansieringskjelde. Når utbytteskatten aukar vil kapitalkostnaden auke for desse selskapa, noko som kan redusere deira investeringar. Dette kan igjen redusere verdiskapinga i samfunnet, fordi gode investeringsprosjekter ikkje blir realiserte. Dette er faktorar ein må ta omsyn til i vurderinga rundt nivået på utbytteskatten.

Hvis man tror at norske oppstarts- og entreprenørselskaper lett sikrer seg finansiering fra utlandet, kan det kompensere for redusert investeringsaktivitet fra norske kapitalkilder ved økt utbytteskatt. Men, som Alstadsæter er inne på, er det ofte ikke tilfelle. Svekkede rammevilkår for innenlandsk privatkapital vil resultere i en netto reduksjon av samlet tilgjengelig egenkapital i økonomien. Dette gjelder spesielt for oppstartssegmentet bestående av små og mellomstore bedrifter. Mindre bedrifter utgjør hoveddelen av norske bedrifter, mens større bedrifter i langt større grad har tilgang til internasjonal finansiering.

Samfunnsøkonomiske modeller er av nødvendighet en forenkling av virkeligheten. Utfordringen er å treffe den rette balansen, der modellene forenkler nok til å gi innsikt, uten at generaliseringen fjerner seg for mye fra virkeligheten. En antagelse om velfungerende kapitalmarkeder, der tilgjengelig informasjon reflekteres i pris, er ofte et noe forenklet fundament bak modeller innen både finans og samfunnsøkonomi.

I teorier om helt perfekte kapitalmarkeder (slik som ved Arrow-Debreu-paradigmet) forutsettes perfekt konkurranse, upåvirket av skatt, transaksjonskostnader og asymmetrisk informasjon.³ Det tas utgangspunkt i et friksjonsløst marked. Slike teorier sier normalt veldig lite om virksomheters valg av finansiell struktur og styringsform. F.eks. legges det oftest til grunn at prosjekter med positiv netto nåverdi vil kunne oppnå ekstern finansiering ved å kontraktsfeste (aksjonæravtale, gjeldsbrev o.l.) hvordan rettigheter til kontantstrømmen i framtiden skal fordeles mellom a) eieren(e) og banken (gjeld), b) eieren(e) og investorer (egenkapital), eller c) eieren(e) og kredittgiver(e) (handelskreditt fra motpart).

Her ignorerer man problemer knyttet til verifikasjon, «moral hazard», og «adverse selection» (samlet betegnet som «asymmetrisk informasjon»), som alle medfører at prosjekter «underfinansieres» og/eller finansieres betinget av pantstillelse av formue og annen kapital, og kredittrasjonering (noen får, andre får ikke). Disse utfordringene omtales som prinsippal-agent-problemer i litteraturen.⁴

Eksistensen av prinsippal-agent-problemer forklarer hvorfor banker er villige til å finansiere prosjekter med en lavere risikopremie enn investorer. Til gjengjeld krever bankene sikkerhet mot nedsiderisikoen i form av pant o.l. For eksempel har en lokal bank på Geilo bedre forutsetninger for å vurdere risikoen knyttet til et prosjekt i Hallingdal enn en gjennomsnittlig investor i Italia har.

Det samme kan sies om private eiere: De har ulik markeds- og prosjektrelatert erfaring og innsikt. En ingeniør på Kongsberg kan ha en annen forståelse av prosjektrisikoen knyttet til produksjon og salg av nye undervannsbåter brukt til leting og ekspedisjon i Norge, enn en storbank i Tyskland har. Dette bidrar til at han/hun etterspør en lavere risikopremie enn storbanken. Lavere risikopremie sikrer at «marginale» prosjekter blir finansiert, og/eller at lønnsomme prosjekter blir bedre finansiert.

Realisasjonen av «marginale» prosjekter er derfor nært forbundet med rammevilkårene for innenlandske private eiere.

En fremtredende akademiker som har fremmet synet om at markedene er rimelig effektive, er Eugene Fama. Han er blant annet berømt for artikkelen "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" fra 1970, som tok for seg prissetting i aksjemarkeder.⁵ Men det er andre fagretninger og akademikere innen det økonomiske feltet som mener at kapitalmarkeder ikke er effektive. Et økende antall forskere innen økonomifaget mener at hypotesen om et effektivt kapitalmarked primært er av teoretisk interesse. Det representerer ikke den virkelige verden.

Spenningen på dette feltet ble på en god måte illustrert da Fama i 2013 fikk "nobelprisen" i økonomi, sammen med Robert Schiller. Litt forenklet mener Schiller at markeder på kort sikt er mindre effektive, noe som kan føre til bobler og krakk i økonomien.⁶ I et intervju i forbindelse med utdelingen av «nobelprisen» innrømmet Fama at hypotesen om effektive markeder gjør seg gjeldende under strenge forutsetninger, som blant annet fullkommen informasjon mv., og at markedet på kort sikt kan utvise alt fra rigiditet til bobler og uforklarlige hendelser som leder til brå fall.⁷ Det er med andre ord ulike syn innen academia på hvor effektive kapitalmarkeder er innad i et land, og hvor mye teori og ideelle forutsetninger skal vektlegges når politikk for den virkelige verden skal utformes.

Antagelsen om det effektive kapitalmarked møtte økt kritikk etter finanskrisen. En relevant representant for det kritiske synet er Adair Turner, leder av det britiske finanstilsynet, FSA. I 2011 holdt han en tale hvor han viste til at bl.a. menneskelig kortsiktighet, imperfekt rasjonalitet og dårlige insentiver er faktorer som bidrar til at kapitalmarkeder ikke er effektive og stabile, og at den finansielle reguleringen derfor må være mangefasettert og dynamisk. I talen sa han:

The pre-crisis delusion was that the financial system, subject to the then defined rules, had an inherent tendency towards efficient and stable risk dispersion. The temptation post-crisis is to imagine that if we can only discover and correct the crucial imperfections – the bad incentives and structures – that a permanent, more stable financial system can then be achieved. It cannot, because financial instability is driven by human myopia and imperfect rationality as well as by poor incentives, and because any financial system will mutate to create new risks in the face of any finite and permanent set of rules. We can make the financial system more stable, but it will require a multi-faceted and continually evolving regulatory response.⁸

Uavhengig av hvor man stiller seg i den store debatten om hvor effektive kapitalmarkeder er, er det verdt å merke seg at det meste av forskningen om perfekte kapitalmarkeder-hypotesen er sentrert rundt prising i (nasjonale) aksjemarkeder, ikke om kapital effektivt flyter over grenser til mindre bedrifter og oppstartsegmenter.

«Home equity bias» – når empiri ikke stemmer med perfekte kapitalmarked-hypotesen

De egenskapene Turner peker på i sin tale som mulige årsaksforklaringer bak finansiell ustabilitet, er også de samme egenskapene som langt på vei kan forklare et annet fenomen, kjent som «home equity bias», gjerne oversatt som *hjemmefavorisering ved investeringer*. Økonomisk forskning viser at investorer flest favoriserer investeringsobjekter i sitt hjemland fremfor utlandet. Forutsatt perfekte kapitalmarkeder burde en investor spre sine investeringer verden rundt. Empirisk basert forskning finner at det ikke er tilfellet. Det er en forkjærlighet for å gjøre investeringer i hjemlandet.

Scheel-utvalget drøfter det faktum at investorers globale investeringer ikke reflekterer det hypotesen om perfekte kapitalmarkeder tilsier, men konkluderer med at hjemmefavoriserings-problematikken ikke er relevant for Norge.

I mange land har investorene preferanser for å investere i eget land. Empiriske studier viser imidlertid at Norge er blant landene der investorene har lavest grad av preferanser for å investere i eget land, se Bekaert og Wang (2009) og Vanpée og De Moor (2012). Andre land med liten grad av hjemmefavorisering («home bias») er Nederland, Sverige, Danmark, Storbritannia og USA. Disse resultatene trekker også i retning av at innenlandske investeringer i Norge i stor grad kan separeres fra innenlands sparing, samt at tilgangen på kapital fra våre naboland skulle være god. På denne bakgrunn mener utvalget at den økte skatten på eierinntekt vil ha begrenset betydning for investeringene.

NOU 2014: 13 Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi, side 319

Ser man nærmere på studiene Scheel-utvalget refererer til, gir de imidlertid ikke dekning for å trekke de konklusjoner som Scheel-utvalget gjør.

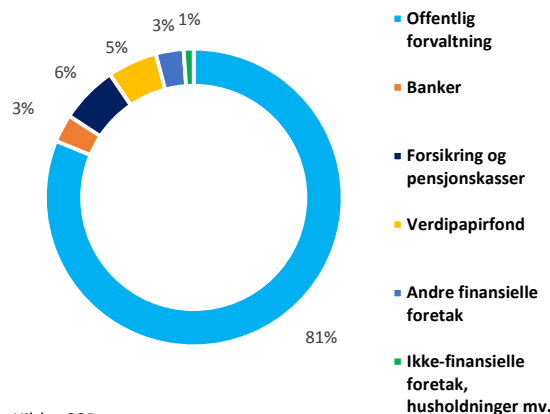
Bekaert og Wang-studien ser både på investeringer i hjemlandet og i utlandet for 71 holding-land mellom 1997 og 2005. Studien skiller mellom hjemmefavorisering (overinvestering i innenlandske aktiva) og utefavorisering (overinvestering i utenlandske aktiva). Studien finner at Norge mellom 1997 og 2005 var blant landene med minst grad av hjemmefavorisering. Det vil si at en relativt mindre andel av norske investorer satser på hjemlandet enn det innbyggerne i mange andre land gjorde i sine land. Dette resultatet bekreftes av blant annet Vanpée og de Moor (2012), som Scheel-utvalget også refererer til. Likevel kan ikke konklusjoner fra disse og tilsvarende studier brukes ukritisk for Norge. Det skyldes at studiene ikke ekskluderer investeringer fra Statens pensjonsfond utland (SPU), som nesten i sin helhet er investert i utlandet, og som utgjør 80 prosent av alle norske porteføljinvesteringer i utlandet. Som det står i statistikkens (Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), IMF) metadata: "Data Collection from the Government Pension Fund – Global is the most important source for the Norwegian CPIS." ⁹

Tabell 1 Norges porteføljinvesteringer i utlandet, etter sektor. Mrd. kroner og i prosent. 2014¹⁰

	Mrd. Kroner	Prosent
Porteføljinvesteringer i alt	7 809	100 %
Sektor		
Offentlig forvaltning	6 341	81 %
Banker	237	3 %
Forsikring og pensjonskasser	488	6 %
Verdipapirfond	422	5 %
Andre finansielle foretak	236	3 %
Ikke-finansielle foretak, husholdninger mv.	85	1 %

Kilde: SSB

Figur 1 Fordeling etter sektor i prosent. 2014



Omfanget av Statens pensjonsfond utland og den dominerende størrelsen i Norges samlede porteføljinvesteringer i utlandet som dette fondet utgjør, tilsier at fondet er en vesentlig driver for størrelsen på utenlandske versus innenlandske investeringer på landnivå. Når det korrigeres for investeringene fra Statens pensjonsfond utland, endres målt hjemmefavorisering fra lavest blant landene i utvalget til å bli blant de med høyeste. Med andre ord: Konklusjonen, når det gjøres en mer relevant analyse, er den motsatte av hva Scheel-utvalget legger til grunn.

Videre viser resultater fra denne studien at samtlige land har høy grad av hjemmefavorisering, men med noe større variasjon blant europeiske land. Dette svekker argumentasjonen om at virkeligheten er preget av perfekt kapitalmobilitet, og det taler for at innenlandske kapitalkilder kun i begrenset grad kan substitueres av utenlandsk kapital.

Det er godt etablert at andelen av aksjer fra hjemlandet i de fleste investorers porteføljer er mye større enn hjemlandets relative markedskapitalisering i verden. Dette Home Bias-fenomenet er et av finansfagets største gåter.

Bekaert og Wang¹¹

Andre studier tyder på stor grad av hjemmefavorisering for norske private investorer

Flere forfattere (Chan et al. 2005, Hau og Rey 2008 og Cornelius 2009) tar i bruk mikrodata fra private investorer/fond i stedet for data på landnivå, inkludert offentlige investeringer, som brukes i de fleste studier (begge studiene utvalget refererer til, benytter dette).¹² Resultater fra mikrodata knyttet til 'private equity' tyder på stor grad av hjemmefavorisering blant private investorer. I USA sto utenlandske aksjer for kun 17 prosent av investorers aksjeporteføljer i 2005, substansielt mindre enn de 61 prosentene som ble predikert av modeller som forutsetter perfekt kapitalmobilitet (IMF 2007).

Private Equity (PE) er et samlebegrep på en spesiell type fond og selskaper som investerer i unoterte bedrifter. I Norge brukes ofte begrepet "aktiv eierkapital" som en erstatning for private equity, da disse aktørene ofte er direkte involvert i bedriftens utvikling. PE-fond deles gjerne inn i tre hovedgrupper relatert til den investeringsfasen fondene går inn i: såkornfond, venturefond og oppkjøpsfond. Såkornfond går inn i en svært tidlig fase og utgjør en liten andel av PE-markedet. Venturefond investerer i unge bedrifter i oppstartsfasen. Oppkjøpsfond investerer i mer modne bedrifter og kjøper seg tradisjonelt en majoritetsandel av selskapet. Oppkjøpsfond står uten sammenligning for den største andelen av det samlede PE-markedet i Norge og internasjonalt, og norske oppkjøpsfond har normalt god tilgang til utenlandsk kapital. Venturefond, og i særdeleshet såkornfond, har betydelig større utfordringer med å tiltrekke seg internasjonal kapital, og baseres primært på norsk kapital. Med et perfekt kapitalmarked burde det ikke eksistere en slik vesentlig forskjell i tilgang til utenlandsk kapital for de aktive eierfondene, avhengig av når i bedriftenes utvikling de fokuserer.

Cornelius et al. (2009)¹³ undersøker investeringene foretatt i 2 260 selskaper av en rekke fond mellom 1991 og 2008. Artikkelen studerer i hvilken grad oppkjøpsfond (aktiv eierkapital) har investert globalt. De fleste transaksjoner involverer privateide selskaper. Cornelius et al. argumenterer for at studier av i hvilken grad oppkjøpsfond investerer internasjonalt kan belyse fenomenet hjemmefavorisering på en ny måte. Selv om kapitalen oppkjøpsfondene forvalter er relativt liten, inkluderer ofte oppkjøpsavtaler store mengder gjeld, og dette økte deres andel i det globale M&A-markedet til nesten 30 prosent i den siste høykonjunkturen. I 2009 hadde andelen falt, men det er forventet at denne igjen vil øke i takt med bedre kredittmarkeder. I tillegg har mange institusjonsbaserte investorer og formuende enkeltpersoner i stor grad økt sine allokeringer til private equity de siste årene, i jakt på høyere avkastning og for å spre risiko. Det er også slik at fri flyt av kapital til investeringer i unoterte selskaper over grensene bidrar til finansiell globalisering.

Artikkelen finner store forskjeller mellom europeiske fond når det gjelder hvor internasjonalt orienterte de er. Det skiller mellom innenlandske investeringer, investeringer i andre europeiske land og i resten av verden. Totalt sett viser dataene en sterk ekspansjon av "private equity" blant europeiske fond over perioden. Investeringene var 12 ganger så store i 2008 som i 1991. Ved starten

av 1990-tallet var europeiske investeringer nesten utelukkende rettet mot vertslandet, men over tid har hjemmefavoriseringen avtatt. Norske fond fremstår med en relativt høy grad av hjemmefavorisering, og høyere enn det europeiske snittet. I tillegg hadde tendensen til hjemmefavorisering for norske fond ikke falt i særlig grad siden starten av 1990-tallet, i motsetning til trenden internasjonalt. Dette tyder på at privatbasert kapital i Norge ikke utøver mindre hjemmefavorisering enn privat kapital i andre land, slik Scheel-utvalget konkluderte. Snarere er det motsatt.

Tabell 2: Indikator på aggregert hjemmefavorisering (Aggregated Home Bias). Prosent. 1991, 2000 og 2008

	1991	2000	2008
Italia	95,1	86,6	94,9
Frankrike	93,5	77,4	94,1
Spania	98,7	96,9	93
Tyskland	93,4	87,1	92,4
Portugal	100	90,2	88,9
Ungarn	-	100	88,2
Finland	84,2	70,6	87,3
Norge	89,4	83,6	85,6
Danmark	100	59,9	79
Nederland	94,9	62,1	73,2
Europa	90,7	69,1	71,2
Polen	-	52,7	69,5
Hellas	100	35,9	65,1
Tsjekkia	-	52	64,6
Irland	86,1	74,9	58,7
Belgia	82,1	85	58,4
Sverige	61,7	16,1	57,9
Storbritannia	87,6	63	54,4
Australia	100	88,3	53,7
Sveits	26,5	11,9	28,2

Kilde: Cornelius et al. 2009

Ke, Ng og Wang (2006)¹⁴ bekrefter resultatene fra Cornelius for en annen type av investeringer kalt Foreign Direct Investments (FDI), som kan oversettes med utenlandske direkteinvesteringer. Studien benytter seg også av mikrodata. Forfatterne analyserer aksjebeholdningen til mer enn 3 000 verdipapirfond fra 22 land. De finner robuste bevis på at forvaltere av verdipapirfond foretrakk å investere i aksjer fra bedrifter med tilstedeværelse i eget land, uavhengig av om disse hadde hovedkontor i landet. Hjemmefavoriseringen er uavhengig av forskjeller i kulturell bakgrunn, opphavsland og primærspåk hos denne uensartede gruppen av verdipapirfond-forvaltere. Som de skriver:

This paper shows that the home bias is more widespread than once thought. Evidence of the strong investor preference for domestic firms is pervasive not only in international and domestic financial markets, but also in the foreign investment decisions of domestic investors.

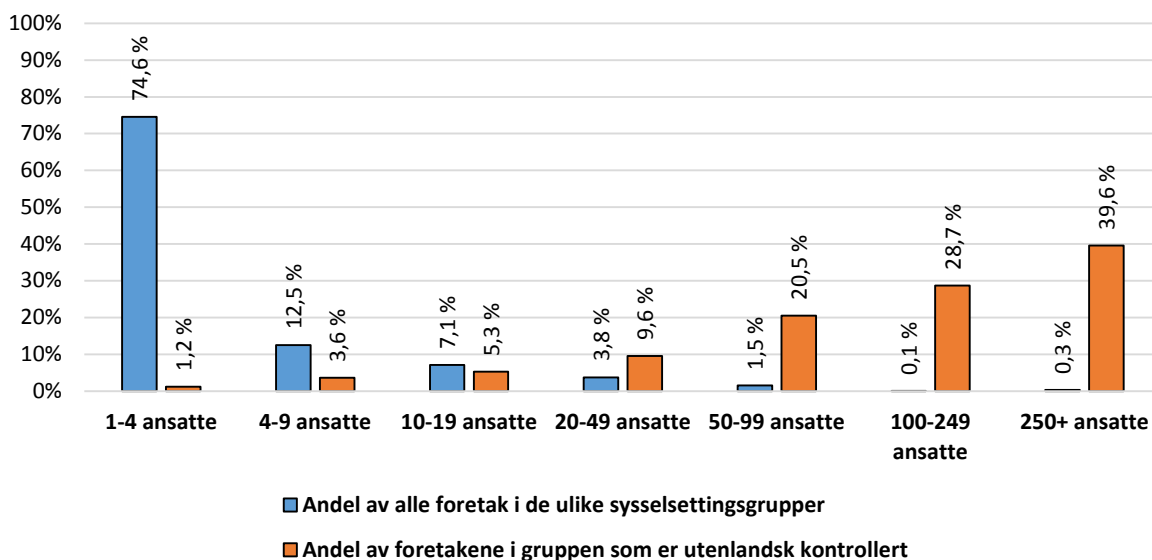
Andelen av utenlandske eide bedrifter

En annen inngang til hjemmefavoriserings-problematikken er å se på den relative andel av bedrifter i Norge, rangert etter størrelse, som utlendinger eier. Hvis man antar at kapitalmarkedene er nær perfekte, burde man forvente at også utenlandske investeringer i Norge vil gjenspeile den næringsstruktur vi har. Det gjør de ikke.

Som i alle land, er de fleste bedriftene i Norge små eller mellomstore. I 2013 var det 181 227 foretak med ansatte i Norge. 87 prosent av disse hadde under 10 ansatte, 94 prosent hadde under 20 ansatte, 98 prosent hadde under 50 ansatte, og 99,6 prosent hadde under 100 ansatte. De små og mellomstore bedriftene er i all hovedsak eid av nordmenn, mens den relative andelen av utenlandskkontrollerte foretak stiger markant i de større foretakssegmentene, som vist i figur 2. Kun én prosent av foretak med én - fire ansatte er utenlandskkontrollert, mens andelen øker til 40 prosent for foretak med over 250 ansatte.

SSB-tallene gir ingen innsikt i det mangfoldet som eierne av utenlandskkontrollerte foretak utgjør. Men det er ikke urimelig å anta at mindre bedrifter nok ofte vil være kjøpt eller startet opp av utenlandske individer som har flyttet til Norge, mens større foretak nok ofte er eid av utenlandske industriforetak eller profesjonelle forvaltere. Skulle det være tilfellet, vil det si at den utenlandske eierandelen av mindre bedrifter ofte er personavhengig, kanskje relatert til parforhold knyttet over grensene eller som følge av arbeidsinnvandring. Slike personavhengige investeringer er ikke et uttrykk for fri flyt av kapital internasjonalt, på jakt etter den beste avkastning etter skatt. Velger man å svekke norske kapitalkilders investeringsmuligheter, fører derfor ikke det til at det automatisk blir en tilsvarende økning i internasjonale individbaserte investeringer.

Figur 2: Andel av alle foretak med ansatte, gruppert etter antall ansatte og andel av de respektive foretaksgrupper som direkte eller indirekte kontrolleres av utenlandske foretak. 2013

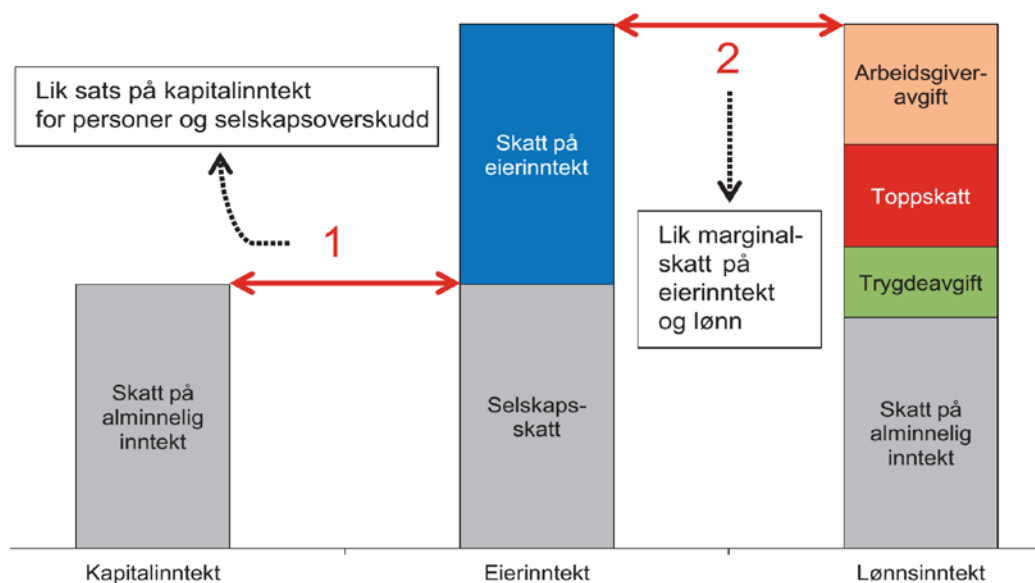


Kilde: SSB

Hvis kapitalmarkedet ikke er perfekt – bør norsk eierbeskatning økes?

Scheel-utvalget foreslår at samlet beskatning av norsk bedriftseierskap økes. Eierbeskatningen er, med 2015-regler og under strenge forutsetninger, sju prosentpoeng lavere enn skatt på lønnsinntekt inkl. arbeidsgiveravgift. Endringen utvalget ser for seg, er at skatt på eierinntekt økes mer enn selskapsskatten reduseres, slik at det etter en reform er lik marginalsatt på lønnsinntekt og eierinntekt. Det er flere argumenter for hvorfor man ikke bør følge Scheel-utvalgets forslag om å øke eierbeskatningen til nivået for høyeste marginalsatt på lønn.

Figur 3: Illustrasjon i Scheel-utvalget av hovedhensynene i forbindelse med tilpassing av personbeskatningen til redusert selskapsskattesats



Kilde: NOU 2014: 13

Økt eierbeskatning vil svekke norsk økonomi

Legger man til grunn at kapital ikke flyter over grensene til alle gode prosjekter, og at hjemmefavorisering gjør seg er gjeldende, vil økt norsk eierbeskatning svekke norsk økonomi gjennom reduserte foretaksinvesteringer og færre arbeidsplasser. Sistnevnte gir også andreordens effekt i form av lavere disponibel inntekt for husholdningene, som igjen gir lavere samlet etterspørsel etter varer og tjenester i økonomien.

Finansdepartementet bestilte, etter at Scheel-utvalgets rapport var lagt frem, en utredning fra Menon Business Economics for å gå grundigere inn i problemstillingen om hvilke virkninger skattesystemet har på norsk kapital, eierskap og verdiskaping. Et interessant funn fra utredningen er at økt utbytteskatt har en klar negativ virkning på investeringsnivået.¹⁵ Utredningen til Menon er ikke basert på ny empiri, men baserer seg på beregninger av antatte virkningsforhold hentet fra internasjonale studier. For utbytteskatt er forskningsmaterialet robust og representativt.

En annen forskningsstudie som estimerer de empiriske virkninger av å endre utbytteskatten står ass. professor ved UiO og Scheel-utvalgsmedlem Annette Alstadsæter for. Sammen med Martin Jacob og Roni Michaely har hun, ved hjelp av godt etablert rammeverk, avdekket virkningene av den svenske skattereformen av 2006, som blant annet reduserte skatt på eierinntekter til mellom fem og 10

prosent, for henholdsvis børsnoterte og ikke-børsnoterte selskaper.¹⁶ Studien viser at høy utbytteskatt «låser» inn likviditeten hos pengesterke bedrifter, samtidig som den reduserer tilgangen til ekstern finansiering for bedrifter med begrenset likviditet. Videre viser analysen at redusert skattesats på utbytte forbedrer allokeringen av kapital (økt effektivitet) ved å redusere førsteordens dødvekt i økonomien.

Med henvisning til eksisterende litteratur innen finans og mikroøkonomi viser de blant annet til to mekanismer. Disse mekanismene er nærmere forklart i boks 1 og 2.

Boks 1: Ny egenkapital som marginal finansiering av investeringer

Når et firma er likviditetsbegrenset og ikke har mulighet til å finansiere nye investeringer med eksisterende kapital innad i firmaet, må dette finansieres ved hjelp av ny egenkapital fra eksterne investorer. Investorene velger mellom å investere i firmaet eller foreta alternative investeringer. Dersom investoren investerer egenkapital i firmaet vil 1 krone gi en avkastning etter kapitalskatt på $(1 + r)$. Videre vil investoren bli utsatt for en utbytteskatt på t^u . Vi antar at skjermingsfradraget fanges opp av t^{DIV} og er fritatt for skatten. Utbetalt avkastning til investoren er dermed $1 + r * (1 - t^u)$. Alternativ investering vil gi en avkastning på $(1 + i)$.

For at investoren skal ønske å investere i firmaet må avkastningen være minst like høy som ved den alternative investeringen:

$$1 + r * (1 - t^{DIV}) = (1 + i)$$

Vi løser opp likningen for r og finner at avkastningsraten minst må være, for at nye investorer skal investere i firmaet:

$$r^{NY} = \frac{i}{(1 - t^{DIV})}$$

Videre vil en økning i utbytteskatten føre til en økning den påkrevde avkastningsraten:

$$\frac{\partial r^{NY}}{\partial t^u} = \frac{i * t^u}{(1 - t^u)^2} > 0$$

Dette kan redusere investeringene til et firma med begrenset likviditet. Motsatt vil en reduksjon i utbytteskatten føre til økte investeringer i disse firmaene.

Kilde: Alstadsæter et al. (2014)

Boks 2: Tilbakeholdt overskudd som marginal finansiering av investeringer

Et firma med tilbakeholdt overskudd har god likviditet, og kan velge å reinvestere disse midlene på nytt i firmaet, eller betale ut disse til aksjonærer i form av utbytte. I sistnevnte tilfelle mottar aksjonærene en utbetaling på $(1 - t^{DIV})$ som de reinvesterer i en risikofri obligasjon til den risikofrie renten, i . I neste periode mottar de et utbytte på $(1 - t^{DIV}) * (1 + i)$.

Dersom firmaet velger å investere overskuddet på nytt i firmaet får investorene utbetalt $(1 + r)$, som de må betale utbytteskatt på. Avkastning i neste periode blir $(1 + r) * (1 - t^{DIV})$.

For at firmaet skal være indifferent mellom å betale ut utbytte og reinvestere må renten på investeringen være lik renten på den alternative investeringen:

$$r^{TO} = i$$

Vi ser at:

$$\frac{\partial r^{TO}}{\partial t^{DIV}} = 0$$

Et firma som er likvid blir dermed ikke påvirket av en redusert utbytteskatt. Jamfør boks 1 og boks 2, vil en redusert utbytteskatt minske avstanden mellom investeringer i firmaer som har begrenset likviditet og investeringer i firmaer som er likvide.

Kilde: Alstadsæter et al. (2014)

Studien til Alstadsæter et al. avdekker at små og mellomstore bedrifter med begrenset likviditet øker graden av egenkapital som andel av samlet forvaltningskapital når kostnader ved ekstern finansiering går ned, mens litt større bedrifter med litt romsligere økonomi ser ut til å prioritere utbetaling av utbytte når skatt på utbytte går ned. De finner for eksempel at en reduksjon på 20-30 pst. i skatt på eierinntekter bidro til å øke omsetningen hos bedrifter med begrenset likviditet med hele 23 pst., relativt til bedrifter med høy likviditet. Denne økningen skyldes at bedrifter med begrenset likviditet investerte mye mer i kapitalutvidelse (6,5 prosentpoeng mer) sammenliknet med høylikviditetsgruppen (6,4 prosentpoeng mindre). Motsatt følger det at høy skattesats på eierinntekt låser inn midlene i selskaper med mye likviditet, og reduserer tilgangen til egenkapital og bruken av denne hos bedrifter med allerede begrenset likviditet.

Hovedkonklusjonen fra studien til Alstadsæter et al. er at små og mellomstore bedrifter er tjent med lav skatt på eierinntekter. Økt skatt på eierinntekter påvirker tilgangen til ekstern finansiering for relativt nye og unge bedrifter disproporsjonalt mer enn for litt større, etablerte bedrifter med større økonomisk handlingsrom. Staten kan øke effektiviteten med hensyn til allokering av kapital mellom bedrifter ved å operere med lavere skattesatser på eierinntekter. Det har med andre ord en samfunnskostnad, ved at økonomien og verdiskapingen svekkes, dersom eierbeskatningen økes, slik Scheel-utvalget tar til orde for.

I en kronikk i DN 4.9.2015 trekker Alstadsæter og Jacob implikasjoner av studien sin for den norske skattedebatten. Der skriver de:

Ny forskning viser at auka utbytteskatt kan føre til reduserte investeringar. Dette tilseier at det ikkje er tilrådeleg å auke utbytteskatten med 10 til 14 prosentpoeng, som foreslått av Scheel-utvalget...

I fråvere av [empirisk basert forskning] er det overfladiske og misvisande konsulentrapportar som blir premissleverandørar til skattedebatten....

I ein ny svensk forskingsstudie finn vi at redusert utbytteskatt førte til endringar i investerings-åtfërda mellom ulike typar selskap. Likviditetsbegrensa selskap fekk ny aksjekapital og auka sine investeringar då utbytteskatten og dermed desse selskapa sin kapitalkostnad vart redusert i Sverige i 2006.

Basert på dei svenske resultatane kunne ein då vente at auka utbytteskatt førte til reduserte investeringar i Norge. Men fritaksmodellen (null skatt på utbytte og aksjegevinstar innan selskapssektoren) skal i teorien gjere at kapitalen fritt kan flyte mellom selskap, noko som då gjer at ein ikkje skal forvente nokon investeringseffekt av utbytteskatt i Norge.

Foreløpige resultat bekreftar likevel funna frå Sverige: Innføringa av utbytteskatt i 2006 ser ut til å ha ført til reduserte investeringar hos likviditetsbegrensa norske aksjeselskap. Dette kan typisk vera oppstarts- og entreprenørselskap med gode idear og lite kapital.

Med oljeprisfall og aukande arbeidsløyse er det viktig med innovasjon og nye investeringar. Auka utbytteskatt kan gjere det endå vanskelegare for gründarar med innovative prosjekt å få kapital til å realisere sine investeringar, noko som i neste instans kan ha negative effektar på verdi-skaping og vekst.

I siste utgave av *Samfunnsøkonomen*, nr. 4/2015, tar SSB-forsker Geir H. M. Bjertnæs også opp virkningene av Scheel-utvalgets forslag om å øke eierbeskatningen.¹⁷ Bjertnæs argumenterer for at

en så høy utbytteskatt som Scheel-utvalget foreslår, kan virke negativt på den økonomiske veksten og bør utredes mer inngående.

I artikkelen skriver han:

Utvalget sitt forslag om økt utbytteskatt vil også ramme avkastningen på FOU-investeringer. Jeg kan ikke se at utvalget har drøftet konsekvenser av økningen i utbytteskatten fra 27 til 41 prosent for den økonomiske veksten... konsekvensene av utvalgets forslag for den langsiktige økonomiske veksten er høyst usikker. Det kan stilles spørsmål ved hvordan utbytteskatten på 41 prosent, i tillegg til ordinære selskapsbeskatningen på 20 prosent, vil påvirke den langsiktige økonomiske veksten, både nasjonalt og innenfor ulike næringer.

Mange små og mellomstore bedrifter har ikke tilgang til markedet for egenkapital, obligasjoner eller banklån og kreditt. For mange av disse vil økt skatt forverre problemet med tilgang til eksterne midler, ettersom lånetilgang er en voksende funksjon av selskapets finansielle posisjon. Forskning utført av Carpenter og Petersen (2001) viser at småbedrifters vekstevne er betydelig begrenset av tilgangen til intern finansiering.¹⁸ De finner blant annet at under kredittrasjonering vil en ekstra dollar med intern finansiering generere litt mer enn en dollar med vekst i aktiva. Med andre ord er veksten i aktiva – investeringer i realkapital o.l. – nært forbundet med selskapets inntjening og egenkapital. Denne sammenhengen er mye svakere for selskaper som har bred tilgang til ekstern finansiering. Pratap og Rendón (2002) viser at bedrifter som finansierer nye investeringer gjennom aksjeemisjon, i stedet for eksisterende egenkapital og inntjening, har seks pst. større aktivabeholdning i løpet av en periode på 20 år.¹⁹ Denne teorien er kjent under navnet «The internal finance theory of growth», og en rekke empiriske studier bekrefter at tilgang til finansiering påvirker bedrifters konkurranse- og overlevelsessevne.

For eksempel finner Keuschnigg og Ribi (2013) at uten finansiell friksjon – perfekt kapitalmarked - vil selskapsskatten redusere investeringer gjennom deres effekt på kapitalens brukerkostnad («cost of capital»)²⁰ Kapitalens brukerkostnad er rentekostnaden ved bruk av lånt (eller egen) kapital, pluss kostnader knyttet til fall i annenhåndsverdi som følge av fysisk slitasje. Med finansiell friksjon påvirkes investeringer av kontantstrømmen. De finner at bedriftsbeskatning vil redusere inntjening etter skatt (kontantstrøm) og mengde inntekt som kan stilles som sikkerhet for å kunne sikre ekstern finansiering, og det uavhengig av skattesatsens effekt på kapitalens brukerkostnad. De finner dermed at under antakelsen om et ufullkomment kapitalmarked, vil bedriftsbeskatning redusere samlede investeringer i små og mellomstore bedrifter, som igjen resulterer i et effektivitetstap for samfunnet.

Andre viktige årsaker til ikke å øke eierbeskatningen til samme nivå som lønnsbeskatningen

Det er også andre forhold som taler for at marginalsatt på lønnsinntekter og kapitalinntekter behøver å ligge på samme nivå, noe Scheel-utvalgets mindretall på ett medlem er enig i:²¹

- (1) Personlige aksjonærer er ikke alltid ansatt i selskapet de har eierandeler i. Inntektsskifting er dermed ikke en reell mulighet for alle aksjonærer. I ytterste konsekvens kan dette medføre at veldig mange investorer velger andre passive investeringer (sikre obligasjoner o.l.) fremfor aksjer som sparingform.
- (2) Marginalskattesatsen på lønnsinntekt er progressiv. Økt marginalsatt på eierinntekt medfører dermed en skatteskjerpning for mange personlige aksjonærer.

- (3) Et tredje moment, som er underbelyst i Scheel-utvalgets innstilling, er en indirekte gevinst/nytte for aksjonærer av skatt på arbeidsinntekt. Lønnsbeskatning gir vedkommende tilgang til sosiale ytelser, pensjonsrettigheter o.l. Dermed kan det være gunstig for aksjonærer å ta ut deler av inntekten i form av lønn, til tross for forskjeller i marginalsattesatser mellom lønn og eierinntekter. Et av vilkårene for å motta dagpenger er kravet om at vedkommende har hatt en minsteinntekt fra lønnet arbeid på minst 1,5 ganger Folketrygdens grunnbeløp (G) i året som gikk, eller minst 3 G i løpet av de tre siste avsluttede kalenderårene.
- (4) Øker eierbeskatningen, øker insentiver for ulovlig omgåelse av loven.

Uheldige konsekvenser for innenlandsk risikovillig kapital

Mange privatøkonomisk lønnsomme prosjekter krever særskilt kompetanse om lokale forhold og/eller dybdekunnskap om prosjektrisiko. Personlige aksjonærer med bånd til Norge har ofte opparbeidet seg en slik kunnskap og kompetanse gjennom lang fartstid i norsk næringsliv. Forslaget om økt marginalsatt på eierinntekter vil medføre at norsk privat eierskap skattlegges hardere enn utenlandsk privat eierskap, og i ytterste konsekvens vil dette redusere tilgangen til innenlandsk risikovillig kapital, som igjen vil gi lavere investeringer i små og mellomstore bedrifter i Norge.

Konsekvenser:

- Forslaget til Scheel-utvalget om økt eierbeskatning kan, dersom det blir vedtatt, medføre at private eiere ønsker å ta ut opptjente midler og kapital fra selskapet før en lovendring trer i kraft. Dette vil, alt annet likt, redusere samlet kapitalinvestering i norske foretak.
- Det vil ramme små og mellomstore bedrifter hardest. I tillegg til formuesskatt vil en økning av skattesats på eierinntekter skape likviditetsutfordringer for disse. Enkelte kan fort tappes for sårt trengte midler, som ellers kunne ha blitt brukt til å utvikle virksomheten.

Overdreven frykt for inntektsskifting

Scheel-utvalget har lagt svært stor vekt på inntektsskifting i sin argumentasjon, men utvalget kvantifiserer ikke omfanget. Det sier blant annet følgende:

Skal motivet til inntektsskifting fjernes fullstendig for de som betaler høyeste arbeidsgiveravgift og toppskatt, må skatten på eierinntekt økes til litt over 42 pst. forutsatt at satsstrukturen i lønnsbeskatningen holdes uendret. Da vil den samlede skattesatsen på eierinntekter (inkl. selskapsskatt) øke fra dagens sats på 46,7 pst. til 53,7 pst. Denne økningen er en skjerpelse utover det en redusert selskapsskattesats tilsier. Dersom skatten på lønn reduseres noe, vil det imidlertid ikke være nødvendig å øke skatten på eierinntekt fullt så mye.

Flere land, deriblant våre naboland Sverige, Danmark og Finland, har i en årrekke operert med ulike satser på marginalsatt på eierinntekt og lønn (se tabell 3), uten at dette har påvirket statens skatteinngang nevneverdig. Videre legger Scheel-utvalget til grunn en marginalsatt på lønn på 53,7 pst. uten at det analyseres hvor mange personer/bedrifter som faktisk befinner seg i denne gruppen og omfanget av inntektsskifting. Denne satsen inkluderer også toppskatt, som slår inn ved 550.550 kroner for trinn 1 og 885.600 kroner for trinn 2. For veldig mange ledere av små og mellomstore bedrifter, især under en oppstarts- og vekstfase, vil denne grensen være over deres inntektsnivå.

Et ytterligere moment, som også drøftes av Scheel-utvalget, er størrelsen på forskjellen i marginalsatt på eierinntekt og lønn (inkl. arbeidsgiveravgift). Utvalget peker på at denne differansen

utgjør om lag sju prosentpoeng i dag, og at den kan stige til 12-18 prosentpoeng, dersom selskapsskattesatsen reduseres fra 27 pst. til 20 pst. Her forutsetter utvalget at skattesatsen på eierinntekt holdes uendret. Utvalget legger ensidig vekt på at insentivene for inntektsskifting (omdanning av arbeidsinntekt til eierinntekt) vil forsterkes, dersom skattesatsen på eierinntekten ikke blir oppjustert samtidig med en reduksjon av selskapsskattesatsen. Utvalget foreslår at skatten på eierinntekt økes til ca. 41 pst., slik at den samlede skattesatsen øker fra dagens sats på 46,7 pst. til 53,7 pst. Utvalget erkjenner at dette vil ha uheldige konsekvenser, som for eksempel økt fare for ulovlig omgåelse av eierinntektsbeskatning gjennom økt privat konsum innad i selskapet, samt skattemotivert flytting.

Tabell 3: Skattesats på selskapsoverskudd og kapitalinntekter (renteinntekt) for personer i de nordiske landene. 2014-regler. Prosent

	Selskap	Personer (renteinntekt)
Norge.....	27	27
Sverige.....	22	30
Danmark.....	24,5	36,73 ¹
Finland.....	20	30 ²
Island.....	20	20

¹ Inkluderer statlig og kommunal (gjennomsnittlig) inntektsskatt og helseavgift («sundhedsbidrag»). Skattesatsen er 15 prosentpoeng høyere dersom personinntekten overstiger DKK 449 100.

² Skattesatsen er 32 pst. på kapitalinntekt over EUR 40 000.

Kilde: Scheel-utvalget og IBFD

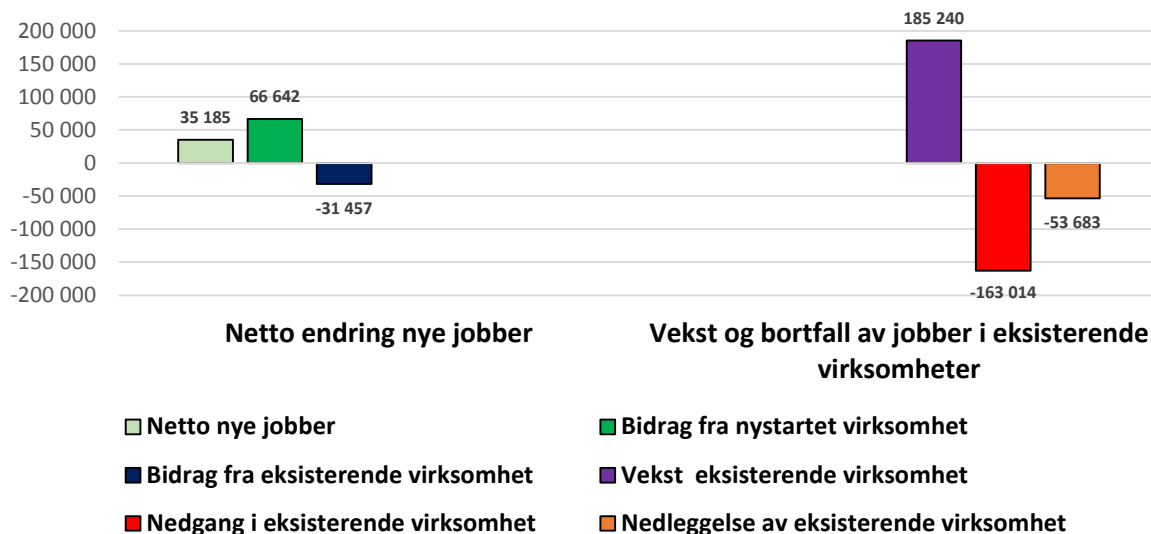
Hvilke type bedrifter står for netto jobbskaping?

I debatten om hvorvidt norskeide bedrifter og norsk kapital har en egenverdi, er det verdt å være bevisst hvilke deler av økonomien som netto skaper arbeidsplasser. Det korte svaret er at det i snitt er unge bedrifter som netto står for hoveddelen av jobbskapingen, mens netto bidrag fra etablert næringsliv svinger med konjunktorene, men oftest er negativt.

SSB-tall for perioden 2002-2007 viser at det netto ble skapt 248 000 nye arbeidsplasser i foretak som var under fem år gamle. I samme periode gikk det netto tapt 181 000 arbeidsplasser i foretak som var eldre enn fem år. Samlet over perioden ble det skapt 67 000 flere arbeidsplasser enn det gikk tapt, en vekst som ikke ville vært mulig uten jobbveksten i nye bedrifter.

Nyere tall fra SSB, for en kortere periode, viser et noe mer positivt bidrag fra etablerte bedrifter. Over ett år ble det skapt 185 000 arbeidsplasser i bedrifter som var operative, mens det ble nedlagt 163 000 arbeidsplasser, noe som gir en netto tilvekst på 22 000 arbeidsplasser. Samtidig gikk det 53 500 arbeidsplasser tapt ved at bedrifter ble nedlagt, noe som gir et netto tap av arbeidsplasser fra etablert næringsliv på 31 150 arbeidsplasser. Det som gjorde at sysselsettingen fremdeles vokste med 35 000 arbeidsplasser samlet sett, var at det i nystartede virksomheter, de under ett år gamle, ble skapt nær 67 000 arbeidsplasser.

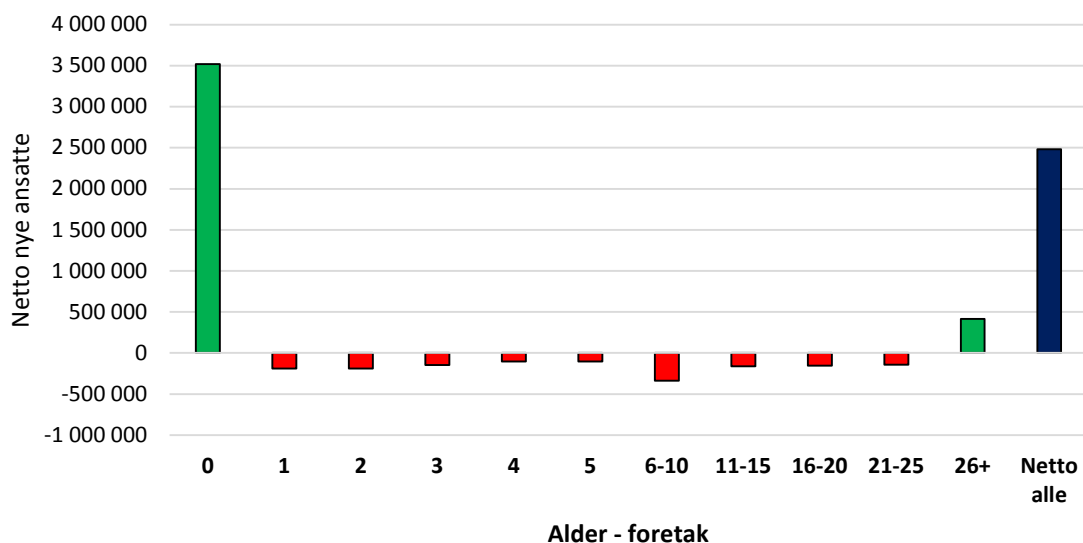
Figur 4: Netto endring i arbeidsplasser skapt blant bedrifter som er opp til 1 år gamle og bedrifter som er 1+ år gamle. 3. kvartal 2013 – 3. kvartal 2014



Kilde: SSB, notat 2015/12

SSB-tallene gir ikke anledning til å separere de eksisterende virksomhetene i ulike aldersgrupper. En nyere studie av netto jobbskaping i USA fant at nyetablerte bedrifter sto for om lag 90 prosent av nettobidraget til jobber skapt, mens de resterende 10 prosent ble skapt av bedrifter som var eldre enn 26 år gamle. I alle de ulike segmentene av bedrifter mellom ett og 25 år var det netto jobbtap. En fordeling av endring i sysselsetting brutt ned på bedriftsalder og størrelse er gitt i figur 5.

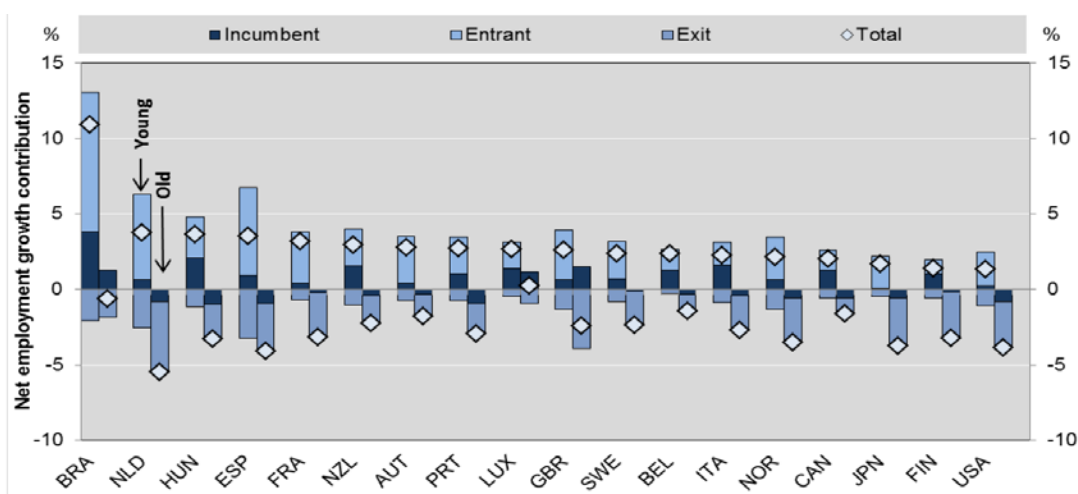
Figur 5: Netto jobbskaping av bedrifter i USA etter alder, 2005



Kilde: Haltiwanger et al. (2013): Who Creates Jobs? Small vs Large vs Young, The Review of Economics and Statistics

At det er yngre bedrifter som står for samlet netto tilvekst av arbeidsplasser er et konsistent funn på tvers av ulike OECD-land. Figur 6 viser netto jobbskaping av bedrifter som er henholdsvis opp til fem år gamle (venstre søyle) og eldre enn fem år (høyre søyle). OECD-studien fant at hvis man isolerer virkningen for bedrifter som overlever i Norge, er det en forskjell mellom tjenestesektoren og produksjonsbedrifter. Unge bedrifter bidrar positivt til jobbvekst uansett, mens for overlevende, modne selskaper er svakt positivt for produksjonsbedrifter over tiårsperioden, mens det var svakt negativt for modne tjenestebedrifter.

Figur 6: Netto sysselsettingsvekst etter bedriftsalder målt som prosent av samlet sysselsetting i privat sektor utenom finanssektoren, 2001-2011

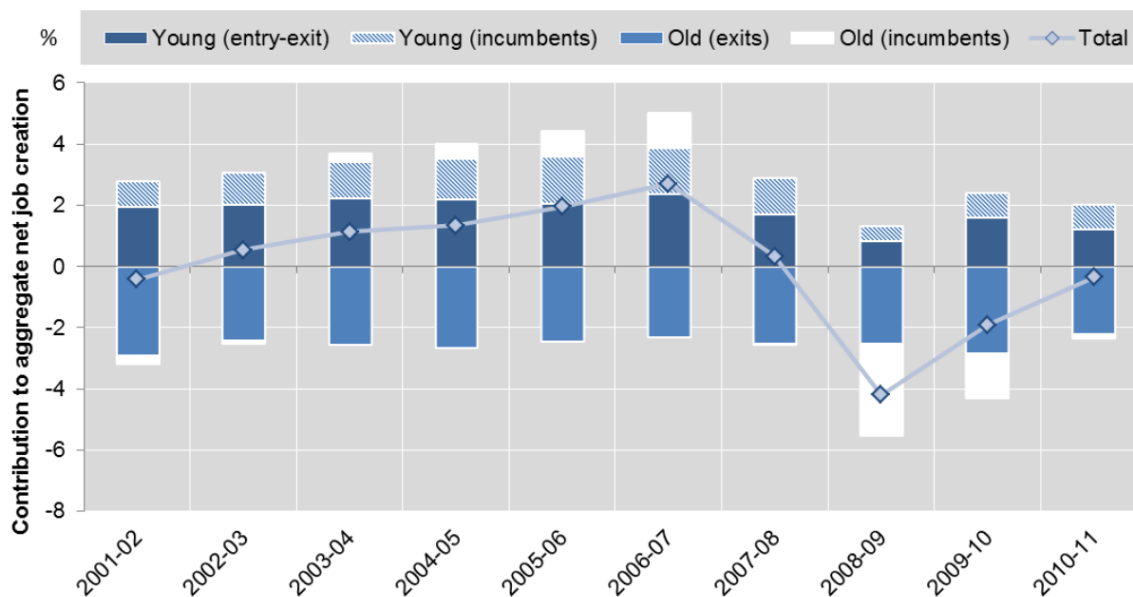


Note: Contributions are calculated as the net job creation by the group over total employment in manufacturing, non-financial business services and construction. See Type B measure in Table 5. Young firms are aged 5 years old or less, old firms are at least 6 years old. Averages across all available years. The period covered is 2001-2011 for Belgium, Canada, Finland, Hungary, the Netherlands, the United Kingdom and the United States; 2001-2010 for Austria, Brazil, Spain, Italy, Luxembourg, Norway and Sweden; 2001-2009 for Japan and New Zealand; 2001-2007 for France; and 2006-2011 for Portugal. Owing to methodological differences, figures may deviate from officially published national statistics. For Japan data are at the establishment level, for other countries at the firm level. Data for Canada refer only to organic employment changes and abstract from merger and acquisition activity.

Kilde: OECD; Criscuolo, C., P. N. Gal and C. Menon (2014), "The Dynamics of Employment Growth: New Evidence from 18 Countries", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No. 14, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5iz417hi6hg6-en>

At det er unge bedrifter som er netto skapere av arbeidsplasser er en gyldig observasjon også når man vurderer utviklingen over konjunktursykluser. I tiden rett før finanskrisen sprakk i 2008, var verdensøkonomien preget av høy (gjeldsfinansiert) aktivitet. Selv i en slik høykonjunktur, i 2006 og 2007, bidro etablert næringsliv negativt til jobbskaping. Som figur 7 viser, bidro unge bedrifter under seks år gamle også positivt til jobbskaping under høyden av finanskrisen, i 2008 og 2009.

Figur 7: Netto endring i arbeidsplasser for hhv. unge (0-5 år) og eldre (6+ pr) bedrifter. 15 OECD-land. 2001-2011

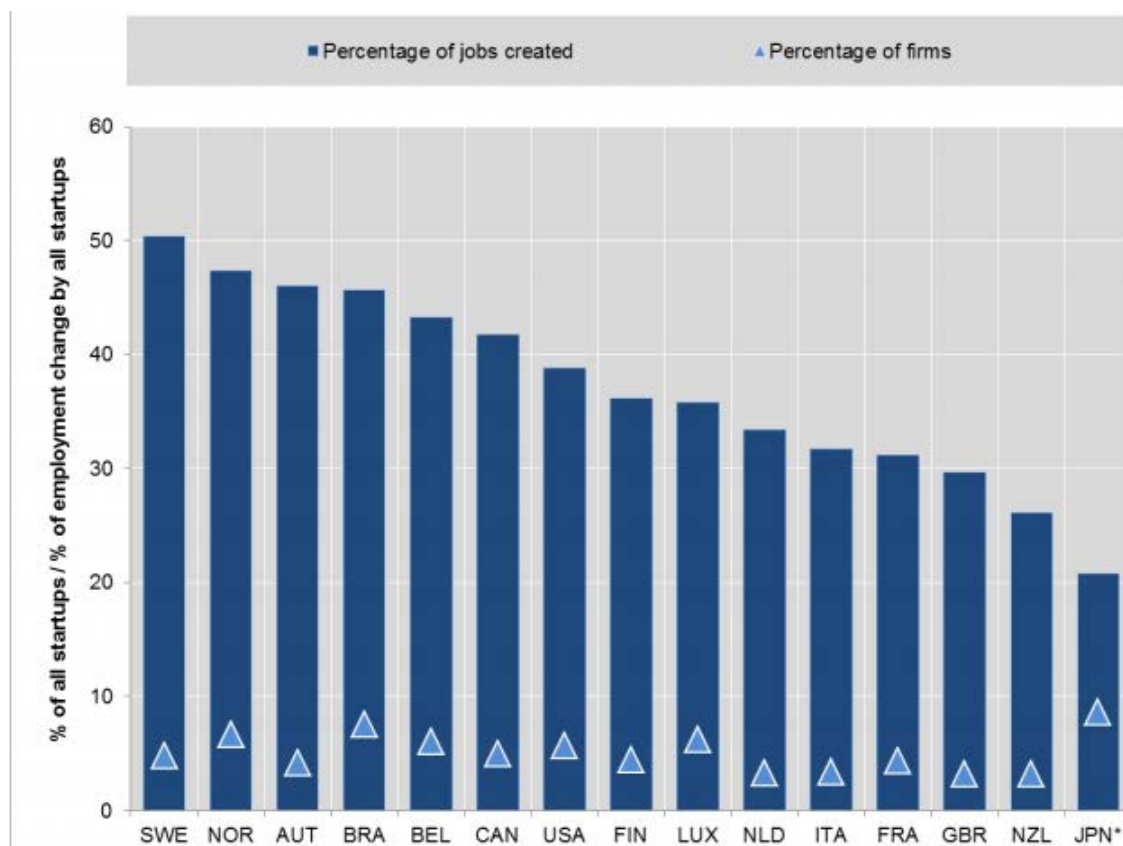


Note: Average across all available countries. Contributions are calculated as the net job creation by age groups and by incumbent status over total average employment (See Type B measures in Table 5). The period covered is 2001-2011 for Belgium, Finland, Hungary, the Netherlands, the United Kingdom and the United States; 2001-2010 for Austria, Brazil, Spain, Italy, Luxembourg, Norway and Sweden; 2001-2009 for Japan and New Zealand; 2001-2007 for France; and 2006-2011 for Portugal. Sectors covered are: manufacturing, construction, and non-financial business services. Owing to methodological differences, figures may deviate from officially published national statistics. For Japan data are at the establishment level, for other countries at the firm level.

Kilde: OECD; Criscuolo, C., P. N. Gal and C. Menon (2014), "The Dynamics of Employment Growth: New Evidence from 18 Countries", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No. 14, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/Sjz417hi6hg6-en>

Det betydelige bidraget til netto jobbskaping som unge bedrifter står for, er ikke jevnt fordelt blant de unge bedriftene. Snarere er det et lite utvalg av disse unge bedriftene som står for brorparten av jobbskapingen. I en OECD-analyse ble det estimert at mellom 2001 og 2010 sto seks - sju prosent av oppstartsbedriftene, som i sine to første år hadde under 10 ansatte, for rundt 45 prosent av all jobbveksten i unge bedrifter. Av de undersøkte landene var det kun i Sverige at en liten andel av oppstartsbedriftene sto for en større andel av de skapte jobbene for de unge bedriftene.

Figur 8: Andel av alle oppstartsbedrifter og bidrag til netto jobbskaping. 2001-2010



Note: growing start-ups are firms with less than 10 employees at the age 0 to 2 with grow over 10 employees over a 3-year interval. Owing to methodological differences, figures may deviate from officially published national statistics. For Japan data are at the establishment level, for other countries at the firm level. Data for Canada refer only to organic employment changes and abstract from merger and acquisition activity.

For å oppsummere:

For bredden av norsk næringsliv, små og mellomstore bedrifter, er den reelle tilgangen til utenlandsk egenkapital fraværende eller begrenset. Samtidig vet vi at spesielt unge bedrifter har begrenset tilgang til utenlandsk kapital, og at et fåtall av disse står for en betydelig andel av netto tilvekst av nye jobber.

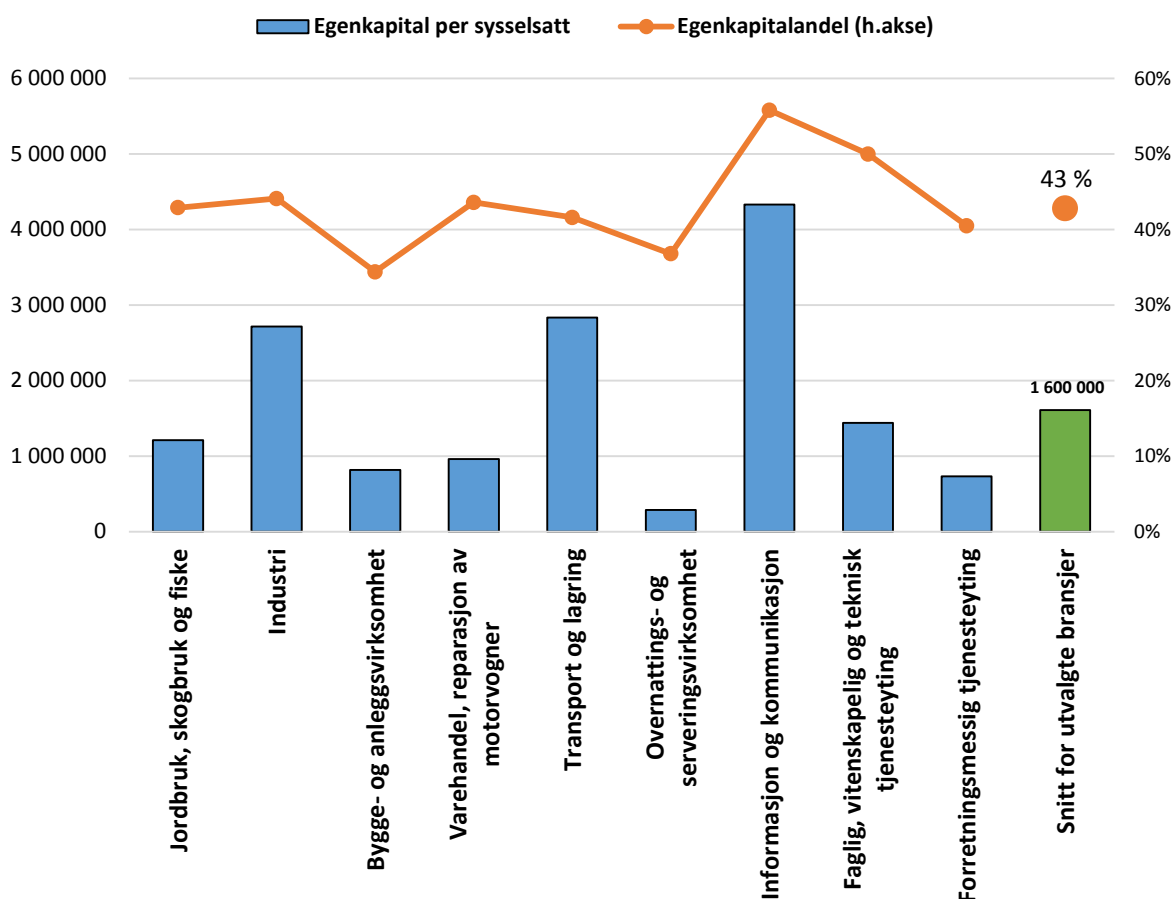
Velger man å skjerpe den samlede beskatningen av norsk kapital, slik Scheel-utvalget tar til orde for, kan en derfor vente at det vil føre til redusert samlet verdiskaping, mindre investeringer alt i alt, færre nye bedrifter og svekket netto jobbvekst. Til sammen vil det gi et næringsliv som får svakere evne til omstilling og nyskaping. Stortinget bør derfor ikke følge Scheel-utvalgets anbefaling om å skjerpe beskatningen av norsk kapital og eierskap.

Kapital fra bedriftseier en forutsetning for de fleste arbeidsplasser

Norge er et av de landene i verden med høyest verdiskaping per arbeidstaker. Kompetent arbeidskraft er en forutsetning for dette. Men det er også forutsetning med en investert kapitalbase i bedriften, stilt til rådighet og eksponert for tap av bedriftseier. Den kommende skattereformen bør legge til rette for å sikre tilgang på egenkapital, noe som blir desto viktigere om man legger til grunn at internasjonal egenkapital ikke er tilgjengelig for en betydelig andel av norske bedrifter, spesielt de 94 prosent av alle bedrifter med under 20 ansatte.

Hvor kapitalkrevende ulike næringer er varierer, men i de aller fleste næringer er kapitalinvesteringene per arbeidskraft vesentlig. Figur 7 gir en oversikt over estimert egenkapital investert av bedriftseier målt per sysselsatt i et utvalg av næringer.

Figur 9: Anslått egenkapital per sysselsatt i utvalgte næringer og andel av samlet kapital som er finansiert ved egenkapital. 2013.



Kilde: SSB og NyAnalyse

Konklusjon

Det er positivt at Scheel-utvalget ønsker å endre skattesystemet, slik at rammevilkårene for verdiskaping kan styrkes. Følges det opp, vil det trygge både privat og offentlig velferd i fremtiden. Det er likevel ikke ensbetydende med at man bør følge Scheel-utvalgets anbefalinger på alle områder.

Dette notatet har sett på teoriene om hvordan kapitalmarkedet fungerer, som Scheel-utvalget bygger sine konklusjoner på. Scheel-utvalgets fundamentale antagelse om at kapitalmarkedet er (nær) perfekt, stemmer ikke. Dermed tar Scheel-utvalget feil når det antar at dets forslag om skjerpet beskatning av norsk eierskap ikke vil svekke verdiskapingen og aktiviteten i økonomien. Internasjonal kapital vil ikke kompensere for skjerpet beskatning av norsk kapital.

Ser man nærmere på de internasjonale studiene som Scheel-utvalget baserer sin antagelse på, finner man at det ikke er hold i Scheel-utvalgets konklusjon når man ekskluderer Statens pensjonsfond utland, som er lovpålagt å investere i utlandet. Skattesystemet bør innrettes slik at det virker positivt på verdiskapingen for privat kapital, og da må empiri og teori baseres på hvordan privat kapital plasseres og gjøres tilgjengelig for bedrifter i den virkelige verden.

Unge bedrifter står for en stor andel av de nye arbeidsplassene som skapes, og utgjør ofte forskjellen mellom det antallet arbeidsplasser som skapes og går tapt. Denne tilveksten er det en liten andel av de unge bedriftene som står for, mens hoveddelen av de unge bedriftene ikke lykkes eller har stabil aktivitet. Nye og unge bedrifter er ofte avhengig av norskbasert egenkapital for vekst. Skjerper man skattenivået for norsk kapital, kan man vente at det gir seg utslag i redusert vekst og færre hurtigvoksende nyetableringer.

Både empiri og teori taler for at en kommende skattereform ikke bør øke den samlede kapitalbeskatningen på norsk kapital- og bedriftseierskap. Ideelt sett burde det samlede nivået på utbytteskatt og selskapskatt reduseres for norsk kapital og bedriftseierskap, dersom verdiskaping og et næringsliv som investerer og omstiller seg, skal prioriteres. Av dette følger det også at det svekker økonomien, dersom man viderefører et system med særskatter på norsk kapital.

FORFATTER: Notatet er skrevet av Villeman Vinje, samfunnsøkonom i Civita.

vinje@civita.no

Konklusjoner som er trukket, og eventuelle feil og mangler som måtte forekomme, står for forfatterens regning. Skulle feil eller mangler oppdages, ville vi sette stor pris på tilbakemelding, slik at vi kan rette opp og justere.

Oppdatert 5. oktober 2015.

Sluttnoter

- ¹ Scheel-utvalgets rapport NOU 2014: 13 Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi ble publisert 2. desember 2014; <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/NOU-2014-13/id2342691/>; DN 30.9, <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2015/09/29/2143/Skatt/tar-all-skatt-samme-dag>
- ² Hjemmefavorisering, eller såkalt Home Bias, betyr at innenlandske investorer først og fremst investerer i innenlandske bedrifter, og at landets bedrifter derfor er mer avhengig av innenlandske kapitalkilder
- ³ Arrow, K. J., & Debreu, G. (1954). Existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica* Vol. 22, No. 3, pp. 265-290.
- ⁴ Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press.
- ⁵ Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* (May 1970); <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>. En fullstendig oversikt over hans publikasjoner er gitt i hans CV som kan lastes ned her: <http://faculty.chicagobooth.edu/eugene.fama/vita/VITA.pdf>.
- ⁶ Prisen ble også delt med Lars Petter Hansen for hans arbeid med å utvikle statistiske metoder for å teste rasjonelle teorier av aktivpriser. Pressemelding fra det svenske Kungliga Vetenskapsakademien, 14. oktober 2013; http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2013/press.pdf. For en omtale av uenigheten mellom nobellprismottakerne se f.eks. artikkel i *The Guardian* 10. desember, 2013; <http://www.theguardian.com/business/2013/dec/10/nobel-prize-economists-robert-shiller-eugene-fama>
- ⁷ http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2013/fama-lecture.pdf
- ⁸ Tale av Adair Turner til Cass Business School, 16. mars 2011; http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2011/0316_at.shtml
- ⁹ <http://data.imf.org/regular.aspx?key=60588030>
- ¹⁰ <http://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/portinvutl>
- ¹¹ Bekaert, G. og X. Wang (2009): «Home bias revisited», SSRN Working Paper Series.
- ¹² Cornelius, P. et al. (2009), Home Bias in Leveraged Buyouts, *AlpInvestPartners, International Finance* pp. 321-349.; http://alpinvest.com/assets/pdfs/Cornelius_International_Finance_Home_Bias_1209.pdf, Heu et al. (2008), Home Bias at the Fund Level, NBER Working Paper No. 14172; <http://www.nber.org/papers/w14172>
- ¹³ http://alpinvest.com/assets/pdfs/Cornelius_International_Finance_Home_Bias_1209.pdf
- ¹⁴ <http://cfrn.cn/cicf2006/cicf2006paper/20060201085347.pdf>
- ¹⁵ Menon-publikasjon nr. 28/2015: Kapitalbeskatning og investeringer i norsk næringsliv. Utredningen baserer seg på galt anslag på hva størrelsen på utbytteskatten er, men det endrer ikke konklusjonen om at økt utbytteskatt virker negativt på investeringsnivået.
- ¹⁶ Anette Alstadsæter et al, CESifo Working Paper No. 4931, 2014; Do Dividend Taxes Affect Corporate Investment?
- ¹⁷ Geir H. M. Bjertnæs: "Skatteutvalget og utfordringene fremover", *Samfunnsøkonomen* 4/2015
- ¹⁸ Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2001). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? Washington University.
- ¹⁹ Pratap, S., & Rendón, S. (2002). Firm Investment in Imperfect Capital Markets: A Structural Estimation. Universitat Pompeu Fabra.
- ²⁰ Keschnigg, C., & Ribi, E. (2012). Profit Taxes and Financing Constraints. University of St. Gallen.
- ²¹ Utvalgets medlem Aleksander Grydeland mener det er tilstrekkelig at eierinntekter skattlegges omtrent på samme nivå som i 2013, det vil si om lag 48,2 pst. inklusiv selskapsskatt.