

# Neutral bolagsskatt

– för ökad effektivitet och stabilitet

*Slutbetänkande av Företagsskattekommittén*

*Stockholm 2014*



---

STATENS OFFENTLIGA  
UTREDNINGAR

---

**SOU 2014:40**

# KAPITALSKATTER OCH FÖRETAGANDE

## Expertrapport till Företagsskattekommittén\*

Magnus Henrekson  
Institutet för Näringslivsforskning

Tino Sanandaji  
Institutet för Näringslivsforskning

---

\* Vi tackar Anna Brink, Rickard Eriksson, Joakim Jansson, Louise Johannesson, Lars Persson, Mikael Stenkula, Joacim Tåg och deltagarna vid en intern workshop för värdefulla synpunkter på en tidigare version av denna rapport.

## Sammanfattning

En central utmaning i skattepolitiken är att samla in en given mängd skatter på ett sätt som *minimerar* skatternas negativa effekter på samhällsekonomin. Detta är en särskilt stor utmaning i ett land som Sverige med höga välfärdspolitiska ambitioner. Forskning på området tyder på att en omsvängning av politiken till förmån för åtgärder som tar sikte på ökad neutralitet mellan lånat och eget kapital och en lägre beskattning av inkomster som härrör från entreprenöriella insatser skulle minska skatternas snedvridning, för en given mängd skatter. Dagens skattesystem behandlar i normalfallet ersättning för entreprenörsinsatser på samma sätt som arbetsinkomst. Modern forskning finner att entreprenörsinsatser är av central betydelse för tillväxt och förnyelse och utbudet av sådana insatser är känsligare för beskattning än reguljärt arbetsutbud.

Det finns alltmer belägg för att en analys av skattepolitik bör skilja mellan små- och egenföretagande och innovativt tillväxtorienterat entreprenörskap. Det finns både likheter och skillnader mellan dessa två typer av företag/företagare. En skillnad är att innovativt entreprenörskap är beroende av avancerade stödstrukturer såsom kompetent riskkapital. En likhet är att både småföretagare och entreprenörers inkomster tycks vara mer känsliga för beskattning än löntagare. Något förenklat är 3:12-reglernas utformning relativt sett viktigare för småföretagande, medan inkomstskatter på kapital samt skatter på aktieoptioner är relativt viktigare för innovativt entreprenörskap. Skatten på aktieutdelningar minskar också incitamenten till aktiv ägarstyrning i mogna, redan existerande företag.

Om man vill minimera skatternas snedvridande effekter bör man enligt teorin för optimal beskattning ha en lindrigare beskattning av de skattebaser som är känsligare för beskattning. Enligt vår uppfattning bör därför avkastningen på entreprenörsinsatser beskattas lägre än lönearbete. Ett relaterat, men konceptuellt separat, argument är att entreprenörskap bör beskattas lågt då vi vet att entreprenörskap ökar innovation och då det är troligt att innovation via *spillovers* har positiva externa effekter på samhällsekonomin. Medan skattebasers skatte känslighet går att jämföra är det dock svårt att empiriskt uppskatta storleken på eventuella externaliteter. Då entreprenörers utbud av kapital och egen arbetsinsats är en odelbar helhet är det samtidigt omöjligt att separera ut

en del av avkastningen som kapitalinkomst och en annan del som mest liknar arbetsinkomst.

En andra fråga som tas upp är betydelsen av inkomstskatt på kapital för privatpersoner respektive bolagsskatten. Här är vi av uppfattningen att de negativa effekterna av inkomstskatten på kapital har underskattats i den svenska debatten. Kapitalinkomstskatter kan ha en negativ inverkan på bl.a. sparande, investeringar, nyföretagande och bolagsstyrning. Enligt den teoribildning som kallas den ”nya synen” (*new view*) på utdelningsskatter saknar dock utdelningsskatten generellt negativa konsekvenser på investeringar under antagandet att företags investeringar på marginalen finansieras med kvarhållna vinstmedel. Detta är ett intressant forskningsresultat, men vid policyutformning är det viktigt att bedöma om gjorda antaganden i teoretiska modeller är uppfyllda. Vi visar t.ex. att den centrala policyslutsatsen av *new view* om ägarskatters ringa roll kan ändras om aktiv ägarstyrning eller riskkapitalfinansierat entreprenörskap inkorporeras i modellerna.

En närliggande teoribildning som ibland kallas *new new view* kommer fram till policyslutsatsen att ägarskatter är oviktiga genom andra mekanismer. Under de ytterligare antagandena att Sverige är en liten öppen ekonomi och kapitalmarknaderna är integrerade har slutsatsen ibland dragits att utdelningsskatten och andra ägarskatter överhuvudtaget inte påverkar investeringsnivån i landet. Detta är mot bakgrund av den empiriska forskningen om internationell kapitalmobilitet en osannolik slutsats. Vi diskuterar ett antal faktorer som ofta saknas i modellerna och som gör att även privatpersoners kapitalinkomstskatt kan påverka investeringsnivån i ett land: aktiv ägarstyrning, entreprenörskap samt transaktionskostnader för gränsöverskridande investeringar. Vi menar t.ex. att antagandet att utländskt kapital helt eller nästan helt ersätter ett minskat inhemskt kapitalutbud saknar empiriskt stöd och därför leder till missvisande policyslutsatser.

När fler aspekter av företagande inkorporeras i de modeller där effekter av ägarskatter studeras är inte höga ägarskatter längre de samhällsekonomiska ”gratisluncher” som *new view* eller *new new view* ger intryck av. Det bör påpekas att *new view* bidrar med värdefulla insikter samt policyslutsatser som fortfarande gäller i situationer där antagandena i modellerna är en hygglig approximation av verkligheten. Det vi vänder oss emot är inte (alltid nödvändiga) förenklande antaganden i sig. Policyslutsatserna som följer av dessa teoribildningar – vilka varit viktiga underlag för svensk

skattepolitik – har dock visat sig vara känsligare för hur företagande modelleras än som varit tidigare känt. Dessa modeller har i regel ingen viktig ekonomisk roll för inhemska ägare, för aktiva ägare av börsbolag samt för enskilda ägare av entreprenöriella bolag. Modeller av beskattningens effekter på den ekonomiska aktiviteten tenderar att missa snedvridningar som drabbar aktivitet som inte finns med i modellen.

De senaste åren har ett nytt forskningsperspektiv på utdelningsskatter (*agency view*) utvecklats där så kallade principal-agent-problem beaktas. Slutsatsen är att utdelningsskatter försvagar incitamenten till aktivt ägande (utövande av kontrolläggande). I frånvaro av aktiva ägare tenderar företagsledningen att få mer makt över kassaflödet och använda det i sitt eget snarare än ägarnas intressen. Till följd av svag ägarstyrning har börsbolag med spritt ägande en generell tendens att ge för låg utdelning till ägarna. Då expansion av företaget i regel gynnar ledningen blir ofta resultatet överinvesteringar i den existerande verksamheten i stället för utdelning till ägarna. Utdelningsskatter förvärrar detta redan existerande principal-agent-problem genom att generellt minska avkastningen på aktivt ägande. Ett viktigt specifikt resultat av utdelningsskatten är att den skapar ett ”staket” mellan kapital i äldre bolag med mindre tillväxtpotential och kapital i nya eller växande företag. Utdelningsskatt leder i en värld präglad av för lite aktivt ägande till att resurser låses in i äldre mogna företag i stället för att föras över till nya företag med bättre investeringsmöjligheter och större tillväxtpotential. Chetty och Saez (2010) drar i sin inflytelsrika studie slutsatsen att detta ger upphov till en substantiell samhällsekonomisk snedvridning.

*New view*-modellerna bortser från ägarstyrning – de antar helt enkelt att företagen sköts på effektivast möjliga sätt oavsett det ekonomiska värdet för ägarna att engagera sig – och antar att alla företag möter samma investeringsmöjligheter. Detta betyder att nya företag enligt modellen egentligen inte behövs, samt att det inte är ett problem om utdelningsskatten leder till intern expansion av mogna företag i stället för att kapital delas ut.

Parallellt med debatten kring relevansen av *new view* har en diskussion förts om huruvida kapitalsskatter för privatpersoner överhuvudtaget spelar någon roll i en liten öppen ekonomi som den svenska. Om ett land är för litet för att påverka det samlade kapitalutbudet i världen och om kapital är helt rörligt över gränserna kommer inte investeringarna i ett land att påverkas av skatter på

företagsägande hos inhemska aktörer, under förutsättning att det inte finns några kapitalmarknadsimperfektioner. Om skatter minskar svenskars investeringar antas detta kompenseras av en lika stor ökning av investeringar finansierade av utländska ägare.

Problemet är här att kapitalets internationella mobilitet i praktiken inte alls är så hög som modellerna förutsätter. Empirisk forskning inom internationell finans har påvisat en stark s.k. *home bias*, dvs. en stark benägenhet att investera i det egna landet. Internationellt kapital tycks helt enkelt inte vara ett perfekt substitut till inhemskt kapital. Orsaken till detta är inte helt klarlagd, men förutom informationskostnader har ägarstyrning visat sig vara en potentiell förklaring. Starka inhemska ägargrupper har en fördel vid investeringar i det egna landet och denna kan inte helt ersättas av vare sig passivt kapital eller av starka utländska ägare. Detsamma gäller troligen även inhemska entreprenörer, som p.g.a. höga transaktionskostnader i hög grad måste finansiera sina investeringar själva.

De skatteteoretiska standardmodellerna har svårt att förklara denna *home bias* p.g.a. att de bortser från bl.a. informationskostnader, principal-agent-problem, ägarstyrning och entreprenörskap. Att inhemskt ägande alltid ersätts av utländskt ägande i fall det förra minskar till följd av en hög beskattning är ett modellantagande och inte en empiriskt grundad slutsats.

För att förstå hur skatter påverkar en viss storhet måste mekanismen modelleras. En skattmodell som bortser från ett element av den ekonomiska verkligheten kommer generellt även att missa skatternas (i regel) snedvridande effekt på aktiviteten i fråga. Ägarstyrning är inte den enda faktor som inte inkorporeras i *new view*-modellerna, även entreprenörskapets roll utelämnas.

Innovativa entreprenörer är allt mer beroende av riskkapitalister som bidrar med både extern finansiering och kompletterande kompetenser. Förutsättningarna för entreprenöriella företag skiljer sig på många sätt från förutsättningarna för stora bolag i mogna branscher. Entreprenörskap präglas av relationsspecifika tillgångar, intressekonflikter, låg likviditet, svagt kassaflöde i startfasen samt stor osäkerhet, vilket gör det svårare att skriva avtal som täcker alla eventualiteter. Keuschnigg och Nielsen (2004) modellerar exempelvis en marknad där vinster från samarbete kombineras med en intressekonflikt mellan entreprenörer och riskkapitalister. Parterna har otillräckliga incitament att investera resurser i bolaget, då kostnaderna för detta är privata medan avkastningen delas mellan

parterna. Skatten på avkastningen, både i form av bolagsskatt och kapitalinkomstskatt på utdelningar, försvagar incitamenten ytterligare genom att minska avkastningen på entreprenörens och riskkapitalistens ansträngning. Detta eftersom staten tar en andel av avkastningen, men inte bidrar till styrningen av företaget.

I den moderna entreprenörssektor som växt fram i Silicon Valley har finansiella instrument utvecklats för att lösa de transaktionsproblem som präglar finansieringen av entreprenörsdrivna företag, särskilt i den kunskapsintensiva sektorn där andra nyckelkompetenser är centrala. Forskare har visat (t.ex. Kaplan och Strömberg 2003, 2004) att utvecklingen av komplexa kontrakt är av stor betydelse för framgång. Det ekonomiska utfallet betingas enligt dessa kontrakt på företagets utveckling med hjälp av optioner och aktiekonvertibler. I amerikanska venture capital-bolag är numera äganderätterna till avkastningen allt mer separerade från kontrollen. Detta har blivit möjligt genom att använda optioner, vars avkastning i USA för närvarande generellt beskattas med 15 procent. Optioner möjliggör även rekrytering av nyckelpersonal till nystartade företag med svagt eller negativt kassaflöde i tillväxtfasen.

I svensk skattelagstiftning beskattas avkastningen på *personaloptioner* i stället som arbetsinkomst, vilket i normalfallet ger en total beskattning på 67 procent. I avsnitt 4 diskuteras varför den höga skattesatsen gör att personaloptioner inte kan användas för att skapa avtal mellan entreprenörer, finansiärer och annan nyckelpersonal som visat sig vara så effektiva för att bygga nya företag i framför allt Silicon Valley. Rätt utformad skulle en lägre skattesats på vissa personaloptioner leda till ett relativt litet skattebortfall, men bidra till lösningar på många av de transaktionsproblem som präglar snabbt växande entreprenörsdrivna företag.

I det svenska skattesystemet klassificeras inkomster från aktiebolag antingen som inkomst av kapital eller av arbete. Avkastning på personaloptioner betraktas skattemässigt som ersättning för "arbete". Detta kan ibland vara befogat, men i andra fall vore det rimligare med en lägre beskattning av personaloptioner, speciellt med hänsyn till optimal skatteteori. Entreprenörskap har ofta antagits vara en form av arbete, trots att det huvudsakligen går ut på att med hjälp av existerande kapital bygga upp ännu mer kapital (i form av lönsamma företag) och trots att det tycks vara mer skatte känsligt än löneinkomster. Utifrån optimal skatteteori finns

det inte någon anledning att anta att inkomster från aktiebolag enbart ska delas upp i två inkomstslag – arbete och kapital. Den optimala skattesatsen beror bl.a. på skattebasens elasticitet. Man kan således ha olika skattesatser för olika typer av arbete, olika typ av kapitalinkomst eller en speciell skattesats för ”överavkastning” i företag. Det är av praktiska skäl, och med hänsyn till s.k. horisontell rättvisa (dvs. att graderade skatter på olika typer av arbete skulle uppfattas som orättvisa) som vi enbart har två typer av inkomster i skattelagstiftningen. Vi förespråkar inte att vinster från personaloptioner ska räknas som ett helt eget inkomstslag. Däremot har lagstiftaren en betydande valfrihet i hur inkomster från personaloptioner ska klassificeras skattemässigt. Den nuvarande ordningen, att inkomsterna i normalfallet beskattas som arbetsinkomster är olycklig i vissa sammanhang. Vi förordar därför att beskattningen av personaloptioner skulle kunna ändras i vissa fall, i syfte att underlätta för avtalsformer som är lämpade för s.k. entreprenöriellt företagande.

I korthet har vi i denna rapport diskuterat policyimplikationer av ett antal modeller som tar upp olika aspekter som har betydelse för beskattningen av företag och företagande. Vi har lagt särskild tonvikt vid betydelsen av aktivt ägande och entreprenörskap/innovativt företagande. Det har tillkommit forskning under senare år som visar att skatteteorier som mer utförligt inkorporerar företagande oftare drar slutsatsen att skatter hämmar företagande. Samtidigt har forskningen mer rigoröst än för ett par årtionde sedan kunnat påvisa att entreprenörskap är viktigt för ekonomin.

Vi lyfter i denna expertrapport fram modeller med andra antaganden än de som varit centrala i tidigare skatteutredningar, och landar därför i flera fall i andra policy slutsatser. En slutsats är att beskattningen av personaloptioner bör sänkas i vissa fall. En annan är att beskattningen av kapitalvinster vid försäljningar av långvariga aktieinnehav i onoterade bolag samt i bolag som växer och börsnoteras bör vara låg, speciellt för grundaren och nyckelpersonal. Vidare bör ökad neutralitet mellan lånat och eget kapital eftersträvas, gärna på ett sätt som är intäktsneutralt. Till sist är vår bedömning att ett eventuellt reformutrymme som används för att göra kapitalbeskattningen i redan existerande bolag mer internationellt konkurrenskraftig inte bör läggas enbart på sänkning av bolagsskatten i ett läge där skatten i ägarledet är bland de högsta i OECD.



## 1 Inledning

Regeringen tillsatte en kommitté i början av 2011 som antog namnet Företagsskattekommittén.<sup>1</sup> Ett av dess syften är att föreslå åtgärder som leder till fler konkurrenskraftiga och växande företag för att få högre sysselsättning och välstånd i Sverige. En viktig väg att gå för att uppnå detta är att föreslå förändringar i skattesystemet som leder till en förbättrad och mer neutral skattemässig behandling av eget och lånat kapital. Kommittén ska enligt direktiven se över beskattningen av främst aktiebolag utifrån den centrala utgångspunkten att strukturomvandlingen i svensk ekonomi bör underlättas genom goda skattemässiga villkor för företagande och investeringar i Sverige.

Den kanske främsta utmaningen i skattepolitiken är att samla in en given mängd skatter på ett sätt som minimerar skatternas negativa effekter på samhälls ekonomin (Ramsey 1928). Detta är en stor utmaning i ett land som Sverige med höga välfärdspolitiska ambitioner. Då det generella skatteuttaget är högt är det inte oproblematiskt att ha låga skatter på aktiviteter som vi av strategiska skäl ogärna vill hämma, som t.ex. investeringar och entreprenörskap. Orsaken är att stora skillnader i skatteuttag på olika aktiviteter skapar ”spänningar”; incitamenten ökar att flytta inkomster från högt beskattade inkomstslag, som arbete, till lågt beskattade inkomstslag. Det är således även viktigt att utforma skattesystemet så att intäkter inte läcker ut genom kryphål och skatteflykt.

Kapitalskatter kan ha en negativ inverkan på bl.a. sparande, investeringar, nyföretagande och bolagsstyrning.<sup>2</sup> Det har visats att privatpersoners utdelningsskatt under vissa förutsättningar inte har negativa konsekvenser för företagens investeringar (t.ex. Auerbach 2002). Enligt den s.k. ”nya synen” (*new view*) på utdelningsskatter påverkar under vissa antaganden inte dessa skatter företagets

---

<sup>1</sup> Kommittédirektiven (Dir. 2011:1) finns tillgängliga på <http://www.regeringen.se/sb/d/14255/a/158776>.

<sup>2</sup> Det är teoretiskt oklart i vilken riktning kapitalinkomstskatten påverkar sparandet. Å ena sidan gör kapitalinkomstskatten att det blir mindre lönsamt att spara för konsumtion i framtiden jämfört med att konsumera i dag (substitutionseffekten). Å andra sidan behöver man spara mer i dag om man vill kunna konsumera på en given nivå i framtiden. (inkomsteffekten). Vilken effekt som dominerar är oklart och metodologiskt svårt att skatta. Dock är inte enbart sparandenivån viktig. Ett problem med kapitalinkomstskatten är att den snedvrider valet mellan konsumtion i dag och i framtiden, vilket kan medföra omfattande välfärdsluster, även om effekterna på det aggregerade sparandet skulle vara små eller t.o.m. positiva; se t.ex. Attanasio och Wakefield (2010) och Piketty (2010) i den s.k. *Mirrlees Review*.

beteende negativt, vilket, om dessa antaganden är en rimlig approximation av verkligheten, gör utdelningsskatten till en effektiv skatteälla för staten (Auerbach 2002; Sinn 1991b). Perspektivet på Sverige som en liten öppen ekonomi har samtidigt utmynnat i slutsatsen att svenska skatter på ägande inte minskar investeringsnivån i landet, då utländskt kapital antas fullt kompensera minskat utbud av inhemskt kapital (t.ex. Östros 1997 och Apel och Södersten 1999), något exempelvis OECD kallar *new new view*. Teorierna bygger på många starka antaganden. För att avgöra policytillämpningar är det viktigt att förstå i vilka fall antagandena är tillräckligt väl uppfyllda för att teorierna ska vara användbara som policyunderlag. Vi menar att det i policydebatten dragits för långtgående policy slutsatser utifrån dessa klasser av modeller.

Modern internationell forskning visar dock att kapitalsskatter inte är så problemfria som tidigare studier kom fram till. Detta är en viktig slutsats i nyare modeller där hänsyn tas till hur beslut om utdelning till företagets ägare påverkar effektiviteten i bolagsstyrningen (*corporate governance*). På samma sätt visar nya empiriska studier att kapitalsskatter påverkar företagets beteende och skadar samhällsekonomin genom att låsa in pengar i mindre effektiva företag och genom att göra det mindre lönsamt att utöva en effektiv ägarkontroll.

Vi menar att analysen av företagsbeskattningens effekter i Sverige i för hög grad förlitat sig på ovan nämnda teorier och slutsatser om kapitalsskatters irrelevans eller åtminstone begränsade relevans för företagets agerande. Otillräcklig hänsyn har tagits till att – de visserligen eleganta – modellernas slutsatser endast är giltiga under restriktiva antaganden. De modeller som används inom nationalekonomin är alltid av nödvändighet förenklade, men det gäller att de politiska beslutsfattarna är medvetna om dessa förenklingar när modellernas slutsatser appliceras i verkligheten. Slutsatsen av enklare modeller – att utdelningsskatten inte spelar roll för investeringar – ändras exempelvis när fler aspekter inkorporeras. Viktiga sådana aspekter inkluderar bolagsstyrning, entreprenörskap och förekomsten av informationskostnader mellan länder. En nationalekonomisk modell kan i regel inte påvisa eventuella snedvridande effekter av skatter på en viss faktor, t.ex. ägarstyrningens kvalitet, om faktorn i fråga antagits bort, dvs. inte finns med i modellen. Som vi kommer att se är komplexiteten större i nyare studier av skatter och företagande, vilket inte sällan leder till nya resultat.

Denna rapport består av fem delar. Först diskuteras forskning om utdelningsskatten som tar större hänsyn till företagandes villkor, och som mynnar ut i andra policyslutsatser än tidigare modeller. I avsnitt 3 diskuteras forskningen kring s.k. *home bias* vid investeringar och på basis av denna forskning menar vi att utländskt kapital inte kan betraktas som ett perfekt substitut till svenskt kapital, trots att Sverige är en liten öppen ekonomi som tillåter fritt flöde av kapital över gränserna. Betydelsen av kapital-skatter för entreprenörskap och snabbt växande företag diskuteras i avsnitt 4 och i avsnitt 5 analyseras optionsinstrumentets betydelse och beskattningens roll för att det ska kunna användas på ett effektivt sätt. I avsnitt 6 analyserar vi konsekvenserna av bristande neutralitet mellan lånefinansiering och eget kapital. Rapporten avslutas med ett kort avsnitt där de viktigaste slutsatserna lyfts fram.

## 2 Konkurrerande perspektiv på utdelningsskatten<sup>3</sup>

### *Traditional view* och *new view*

Synen på utdelningsskatters effekt på företag bland national-ekonomer har gått i cykler. Tidiga modeller drog slutsatsen att utdelningsskatten gjorde finansiering av investeringar dyrare och därför hade en negativ effekt på företagande (Harberger 1962, 1966; Feldstein 1970).

En nyare klass av modeller, kallad *new view*, kom dock till en annan slutsats (King 1977; Auerbach 1979; Bradford 1981). För investeringar som finansieras med återinvesterade vinster har utdelningsskatter enligt dessa modeller ingen negativ effekt på kapitalkostnaden. Orsaken är att pengarna redan är beskattade, och därför "fångade" i företaget. Visserligen är avkastningen på nya investeringar lägre till följd av utdelningsskatten, men p.g.a. samma skatter, och därför i samma utsträckning, gäller att det kapital som redan finns i företaget är värt mindre för ägarna än vad som skulle varit fallet utan skatter. Om pengarna investeras måste visserligen utdelningsskatt betalas, men om de inte investeras utan i stället delas ut till ägarna tillämpas ändå samma utdelningsskattesats, vilket innebär att man lika gärna kan investera de medel som finns i

---

<sup>3</sup> I analogi med den amerikanska termen *dividend taxation* använder vi av pedagogiska skäl termen utdelningsskatt, men vi är medvetna om att den skattejuridiskt korrekta termen är kapitalinkomstskatt på utdelningar.

företaget. Om den marginella investeringen finansieras med dessa återinvesterade, redan beskattade medel, har utdelningsskatten därför ingen effekt på kapitalkostnaden och därmed heller inte på investeringsvolymen.

Ett räkneexempel kan illustrera *new view*-modellen. Anta att en investerare kräver en avkastning efter skatt på minst 10 procent och står inför en investeringsmöjlighet med en förväntad avkastning på just 10 procent (efter betald bolagsskatt). Givet en redan existerande utdelningsskatt på 30 procent kommer investeraren inte att vara villig att genom nyemission eller bildandet av ett nytt bolag finansiera investeringen, då avkastningen efter skatt endast blir 7 procent. Anta nu i stället att investeraren äger aktier i ett existerande bolag med tillgångar i form av redan beskattade kvarhållna vinstmedel. I detta fall blir investeringen faktiskt lönsam. Allt kapital fångat i företaget blev nämligen värt mindre den dag då utdelningsskatten infördes; varje krona inom företaget är värd endast 70 öre för ägarna utanför, vilket gör det ”billigare” att investera med dessa medel. Varje investerad krona kommer att skapa en avkastning på 7 öre efter skatt. Ägaren värderar tack vare utdelningsskatten varje krona i företaget till 70 öre, varför avkastningen faktiskt blir  $7/70$ , dvs. de 10 procent som ägaren ursprungligen krävde för att investeringen skulle vara lönsam.

Enligt *new view* ger utdelningsskatten intäkter till statskassan utan att minska företagets investeringar med kvarhållna vinstmedel, vilket gör skatten till en snedvridningsmässig ”gratislunch”. Utdelningsskatten skiljer sig enligt denna teori från de flesta andra skatter i så motto att den inte ger upphov till några negativa effekter på ekonomin. Även enligt *new view* har dock både kapitalvinstskatter och bolagsskatter negativa effekter på investeringarna. Det är därför naturligt att policyimplikationer som bygger på *new view*-modeller tenderar att ge låg prioritet till sänkningar av utdelningsskatten.

En intuitiv förklaring till detta resultat är att skatten gör staten till en ”passiv delägare”. Från de andra investerarnas perspektiv kan staten liknas vid en aktieägare som kräver en konstant andel av företagets avkastning. Visserligen har staten erhållit denna ägarandel genom att införa en skatt, inte genom att investera i företaget, men detta är något företaget och dess formella ägare helt enkelt måste acceptera. Därför påverkas inte heller företagets avkastningsmaximerande beteende. Att staten genom utdelningsskatten blivit en ny ”ägare” är inget som ger de övriga ägarna skäl

att ändra sitt företags optimala investeringsbeteende. Samma investeringar kommer att vara lönsamma med redan existerande medel såväl före som efter skattens införande. Dock kommer inte ägarna att vara lika benägna att skjuta till nya medel till företaget, då dessa delvis kommer att konfiskeras av staten. Att se staten som en passiv delägare belyser samtidigt ett problem som vi kommer till längre fram, nämligen att staten till skillnad från många andra ägare inte utövar någon aktiv ägarstyrning.

Både bland forskare och inom politiken var *new view* för en tid den dominerande synen på utdelningsskatter. De "gamla" slutsatserna återkom dock i en mer sofistikerad form i Poterba och Summers (1985). Här utvecklades argumentet att företag som av olika skäl hade preferenser för att ge utdelningar blev tvungna att finansiera sina marginella investeringar genom nyemission, dvs. med nytillförda pengar. De tidigaste modellerna och den senare utvecklingen av dessa kom att kallas den "traditionella synen" (*traditional view*). En debatt har förts om den empiriska relevansen av dessa två modellkategorier, inte minst då slutsatserna om skattepolitik skiljer sig markant. Tidigare empiriska studier kan inte sägas ha avgjort vilket av de två synsätten som är (mest) korrekt. Ett antal studier landade i att sanningen låg någonstans mitt emellan: företagets investeringsbeslut påverkas överlag av utdelningsskatter, vilket står i strid med vad den renodlade *new view* förutspår, men de påverkas inte så mycket som skulle vara fallet om *traditional view* gällde (t.ex. Auerbach 2002 och Auerbach och Hassett 2002, 2006). Morck och Yeung (2005, sid. 167) sammanfattade denna litteratur på följande sätt: "*The evidence suggests that cutting taxes on individual's dividends, all else equal, reduces the cost of external investment funds.*" Den empiriska litteraturen landade således i att utdelningsskatter trots allt minskar investeringarna genom att öka företagets kapitalkostnad, tvärtemot vad den renodlade *new view* kommer fram till, men att effekten inte är så stor som en renodlad *traditional view* kommer fram till.

Om ett litet land är öppet – vilket i nationalekonomi definieras som att det inte finns några hinder, formella eller reella, för transaktioner mellan det egna landet och omvärlden – kommer skatter som minskar utbudet av inhemskt kapital inte att leda till lägre investeringar. Det lägre utbudet av inhemskt investeringskapital antas fullt ut ersättas av utländskt kapital. Som redan nämnts kallas detta synsätt ibland för den "nya nya synen", *new new view*. Kombinationen *new view* och teorin att kapitalskatter

inte spelar någon roll för investeringsnivån i små öppna ekonomier har varit betydelsefull i svenska offentliga utredningar om utdelningsskatten (t.ex. SOU 1989:34, SOU 1995:104 och SOU 2002:52). I en utvärdering av skattereformen 1990/1991 angående just ägarbeskattnings effekter (SOU 1995:104, bilaga 6, sid. 13) dras exempelvis slutsatsen att "[u]r investeringssynpunkt är dock i princip inte skatteuttaget i det senare ledet [beskattning av utdelningar och kapitalvinster hos ägarna] något problem." Vidare skriver man att "[b]eskattningen av utdelningar och reavinsterna på aktier inom ramen för den personliga kapitalinkomstbeskattningen betyder mindre för investeringsvillkoren." Om utdelningsskatten inte anses skada företagets investeringar nämnvärt, samtidigt som bolagsskatter enligt modellerna fortfarande är snedvridande, är det föga överraskande att huvudslutsatsen har varit att en relativt hög utdelningsskatt är ett mindre problem.

### *Agency view*

I USA sänktes utdelningsskatten kraftigt år 2003, från cirka 35 till 15 procent (till detta kommer i vissa fall en skatt på delstatlig nivå; i genomsnitt cirka 4 procentenheter; se Appendix). I samband med denna reform gjordes en rad nya empiriska studier om utdelningsskatten. Samtidigt har en relaterad litteratur utvecklats som för fram ytterligare ett perspektiv på utdelningsskatten, ett perspektiv som ibland kallas (och som vi kallar) *agency view*.

Enligt *new view* bör inte företagets utdelningsbeteende påverkas av permanenta förändringar i skattesatser.<sup>4</sup> En rad inflytelserika studier som utfördes i samband med sänkningen av utdelningsskatten i USA kom i stället fram till att sänkningen av skatten ökar utdelningarna och denna effekt är särskilt stark i företag med dominerande ägare (Poterba 2004; Nam m.fl. 2010; Chetty och Saez 2005, 2006; Brown m.fl. 2007). Utdelningarna hade sjunkit under lång tid innan reformen, men ökade med uppskattningsvis 20 procent p.g.a. reformen. Utdelningarnas elasticitet med avseende på utdelningsskatten beräknade till cirka  $-0,75$ , dvs. om utdelningsskatten sänks med en procent (t.ex. från 33,3 till 32,3 procent) då kan utdelningarna förväntas öka med 0,75 procent (Chetty och Saez 2010).

<sup>4</sup> Temporära skattesänkningar kan dock påverka företagets beteende, då man "passar på" att ge utdelningar när skatten är låg.

Den empiriska forskningen visar också att principal-agent-problem och bolagsstyrning spelar stor roll för hur företagens utdelningar reagerar på skatter. Om ägandet i ett företag är spritt kommer de ägare som aktivt engagerar sig i företagets skötsel att representera enbart en del av samtliga ägare. De aktiva ägarna kan öka värdet på företaget genom att övervaka ledningen, så att ledningen i större utsträckning handlar utifrån ägarnas intresse. Då de aktiva ägarna enbart äger en viss andel av företaget kommer de dock inte att få hela vinsten av ökad övervakning. De passiva ägarna får också del av den ökade vinsten i förhållande till sin ägarandel utan att behöva ta på sig någon övervakningskostnad. De passiva ägarna blir "fripassagerare" (*free riders*), vilket gör att de aktiva ägarna kommer att övervaka ledningen *mindre* än optimalt sett ur ägarkollektivets samlade intresse. Resultatet blir en "underinvestering" i ägarstyrning.

*Agency view*-forskningen har landat i att utdelningsskatter är skadliga för ekonomin, dock av andra skäl än de som lyfts fram inom *new view* och *traditional view*. Då perspektivet är nytt vill vi gärna citera studierna direkt där så är lämpligt. Chetty och Saez (2005) sammanfattar:

*Existing "old view" and "new view" models of corporate taxation in the public finance literature may fail to incorporate explicitly an important element of the behavioral response to taxation by abstracting from agency problems.*

Utdelningsskattens effekter går inte längre via påverkan på kapitalkostnad och mängden investeringar. Skatter kommer i dessa modeller att *generellt* minska incitamenten för att utöva ett aktivt ägande och därigenom öka investeringarnas effektivitet. Enligt *agency view* leder utdelningsskatten bl.a. till att resurser låses in i äldre, mogna företag i stället för att föras över till nya företag med större tillväxtpotential, dvs. högre avkastning på investeringarna. Detta är den kanske viktigaste *specifika* mekanismen genom vilket utdelningsskatten i en ekonomisk miljö präglad av intressekonflikter mellan ägare och ledning kan leda till snedvridningar. Kostnaden för ledningen att bygga imperier eller köpa privatjetar är skattefria, medan utdelning av dessa medel till ägarna beskattas, vilket har en direkt påverkan på hur väl företagen sköts (Chetty och Saez 2010).

Chetty och Saez (2006) finner också empiriskt stöd för *agency view*:

*These results suggest that the dividend tax cut made the capital market reshuffle funds out of lower-growth firms. Several studies in the corporate finance literature have argued that free cash flow within such firms is not always put toward value-maximizing ventures because of principal-agent problems. Since the reduction in dividend taxes reduced executives' incentives to hoard earnings, the funds released from these lower-growth firms might have been redirected through the external capital market toward other ventures with greater expected value.*

*New view* och *traditional view* analyserar nästan uteslutande skatters effekt på kapitalkostnaden. *Traditional view* kommer fram till att skatt på utdelningar är skadlig då den ökar kapitalkostnaden, medan *new view* landar i att skatten generellt inte är skadlig då den inte ökar kapitalkostnaden för en viktig typ av investeringar. *Agency view* visar dock att utdelningsskatten kan vara skadlig även om kapitalkostnaden inte påverkas. Utdelningsskatterna förvärrar nämligen redan existerande principal-agent-problem, dels genom att minska avkastningen på aktivt ägande, dels genom att låsa in pengar i äldre bolag med mindre tillväxtpotential. Chetty och Saez (2005) skriver:

*If agency problems lead to inefficient investment of retained earnings (as originally suggested by Jensen [1986]), dividend taxation could reduce the efficiency of capital allocation in addition to distorting the amount of investment.*

På grund av principal-agent-problem tenderar börsbolag med spritt ägande att ge för låg utdelning till ägarna, och i stället överinvestera i verksamheten. Dessa investeringar gynnar nämligen ledningen, trots att de missgynnar ägarna. Ett viktigt skäl till detta är att ledningens ersättning, status och makt tenderar att vara positivt korrelerade med företagets storlek, även om inte tillgångarna ur ägarnas perspektiv används på det mest optimala sättet. Det vore samhällsekonomiskt mer fördelaktigt om mogna bolag med färre lönsamma investeringsmöjligheter delade ut överskotten till ägarna, vilka i sin tur investerade dessa i växande bolag med behov av externt kapital.

Att kräva höga och stabila utdelningar är enligt *corporate finance*-litteraturen en metod att mildra detta problem i företag med en spridd ägarbild (Tirole 2001). Utdelningsskatten förvärrar dock problemet genom att göra utdelningar dyrare och slå in en kil ("sätta upp ett staket") mellan pengar i och utanför företaget. Utdelningar är huvudsakligen ett alternativ för mogna företag med



starkt kassaflöde men lägre tillväxtpotential (färre lönsamma investeringsmöjligheter). Den skattekil som utdelningsskatten skapar försvagar de aktiva ägarnas incitament att övervaka ledningen och uppmuntrar därmed bl.a. ledningen för mogna företag att överinvestera i existerande verksamhet i stället för att dela ut kapitalet till ägarna. Om pengarna i stället hade delats ut skulle mottagarna ha kunnat slussa medlen vidare till företag med större potential, dvs. bättre investeringsmöjligheter.

Notera att aktiv ägarstyrning inte bara leder till bättre kapitalallokering mellan bolag, utan troligen även ökar avkastningen på investeringarna i de bolag där investeringarna görs, då ägarna övervakar ledningen bättre även i andra avseenden än nivån på utdelningarna. Dock är inte utövandet av aktivt ägande kostnadsfritt. Skatt på utdelningar minskar ägarnas avkastning på att lägga resurser på aktivt ägande. Kostnaden är för det första inte avdragsgill i bolaget och för det andra reduceras avkastningen av utdelningsskatten.

*Agency view* har under senare år fått stöd i ett antal empiriska studier; se Morck och Yeung (2005) för en översikt. Företag med starka ägare tycks mycket riktigt påverkas mest av ändrade utdelningsskatter. I företag med starka kontrollägare leder sänkt utdelningsskatt till att kapital omallokeras från mogna bolag, dvs. bolag med mycket kapital men med sämre investeringsmöjligheter, till nya bolag med högre förväntad avkastning. Utdelningsskatten påverkar således både allokeringen av kapital mellan bolag med olika investeringspotential genom skattekil och avkastningen på investeringar inom bolaget genom lägre avkastning på ägarstyrning. Dessa mekanismer, genom vilka utdelningsskatten försämrar kapitalallokering och bolagsstyrning, beaktas inte i *new view*-modellen, vilken fokuserar på hur skatten påverkar företagens kapitalkostnad.

En hög utdelningsskatt som gör det dyrare efter skatt för ägarna att utöva en effektiv bolagsstyrning ökar riskerna för kostsamma principal-agent-problem. I extremfallen tar dessa formen av rena företagsskandaler som Enron, Tyco och Skandia. Principal-agent-problematiken är ingen marginell aspekt i analysen av ägande och ägarbeskattning. Den är central för att vi ska förstå varför företag fortfarande i stor utsträckning använder sig av utdelningar, trots att lånefinansiering och i många fall också återköp av aktier är skattegynnade. När principal-agent-problem beaktas i kapitalbeskattningsteorin erhålls en bättre empirisk förklaring till stor-

företagens beteende, inte minst hur de har visat sig reagera på skattereformer.<sup>5</sup>

En kritik mot *new view* har varit att denna inte tillfredställande kan förklara varför företag, trots uppenbara skattenackdelar, i så stor utsträckning använder sig av utdelningar för att ge sina ägare avkastning. Black (1976) har myntat begreppet ”utdelningsparadoxon” (*dividend puzzle*) för detta fenomen. *New view* är en teori om (effekter av) utdelningsskatter, och därigenom om utdelningar. Trots detta har *new view*-modellerna ingen övertygande förklaring till varför företag i så hög grad använder sig av utdelningar även när dessa är skattemässigt missgynnade.

I *corporate finance*-litteraturen finns i stället teorier som förklarar utdelningars popularitet med hänvisning till bolagsstyrningskonflikter (Jensen och Meckling 1976). Jensen (1986) argumenterade således att mogna företag som genererar större överskott än som krävs för att finansiera investeringar borde dela ut övrig avkastning till ägarna. Men ledningen tenderar att föredra att behålla dessa medel inom företaget p.g.a. privata fördelar av kontroll, t.ex. möjligheter till imperiebyggande och den ökade status och makt som kan förväntas följa av detta. Chefer för större företag tjänar mer och har mer makt, även om tillväxten inte är lönsam för ägarna. Där ägarstyrningen är svag uppkommer vad Jensen kallar ett ”*free cash flow agency problem*”, dvs. en tendens till otillräckliga utdelningar, där ledningen använder överskott till investeringar i verksamheter med låg avkastning i stället för att dela ut det till ägarna. Empiriska belägg för att detta är ett reellt problem har påvisats av bl.a. Shleifer och Vishny (1997), Denis och McConnell (2003) och Durnev m.fl. (2004). I sin översiktsartikel om forskningen kring effekter av utdelningsskatter slår Morck och Yeung (2005) fast att ”*free cash flow agency problems are of first-order importance in the United States and elsewhere.*”

Chetty och Saez (2010) analyserar utdelningsskatten i en mer sofistikerad modell som tar hänsyn till ägarstyrningsproblematiken. Ledningen har i enlighet med *corporate finance*-litteraturen incitament att överinvestera i bolaget i stället för att dela ut sin överlikviditet till aktieägarna, och incitament att investera i mindre lönsamma projekt som har ett privat värde för ledningen. Ägar-kollektivet (där ofta ingen enskild ägare innehar en större kontrollpost) kan genom att utöva ägarstyrning minska dessa tendenser,

<sup>5</sup> Att utdelningsskatter och ägarstyrningsproblematik är nära kopplade är även slutsatsen av Gordon och Dietz (2006) genomgång av den empiriska forskningen.

men detta är kostsamt, och görs endast om det är privatekonomisk lönsamt för ägarna. På så sätt inkorporeras för första gången denna aspekt rörande utdelningar i skatteteorier.

Slutsatserna står i kontrast till äldre teorier – både *traditional* och *new view*. Chetty och Saez (2010) slår fast att

*... dividend taxes create a deadweight cost, even if the marginal source of investment is retained earnings ... the main source of inefficiency from increasing the dividend tax rate is the misallocation of capital by managers because of reduced monitoring, and not the distortion to the overall level of investment.*

I deras modell har utdelningsskatter en första ordningens dödviktskostnad om ägandet är spritt. Detta då skatten skärper redan existerande och centrala problem, dvs. att ledningen ger för låg utdelning till ägarna och att ägarna i börsbolag utövar för lite kontroll på ledningen.

För att sammanfatta: samspel mellan principal-agent-problem och skatt på utdelning i företag med spritt ägande som modelleras i bl.a. Chetty och Saez (2010), och som har stöd i empirisk forskning, kallas ibland *agency view*. Genom att inkorporera incitamenten till och effekten av bolagsstyrning/aktivt ägande (*corporate governance*) ändras *new view*-modellernas neutralitetsslutsats. Detta visar betydelsen av att de skatteteoretiska modellerna avspeglar komplexiteten i företagande och bolagsstyrning och att andra beslutsvariabler än kapitalkostnaden för marginella investeringar beaktas. Nationalekonomiska modeller som beskriver *en* mekanism ger inte en fullständig bild av alla mekanismer som är relevanta för policybeslut. De modeller som utvecklats inom *agency view* täcker givetvis inte heller in alla policyrelevanta aspekter. Det är därför viktigt att policybeslut baseras på kännedom om så många viktiga mekanismer som möjligt och att en sammanvägning görs av de effekter som de bedöms ha i den komplexa verkligheten.

### 3 Är ägarskatter irrelevanta i en liten öppen ekonomi?

Parallellt med debatten kring relevansen av *new view* har en diskussion förts om huruvida kapitalsskatter på ägarnivån (kapitalinkomstskatt och -vinstskatt) överhuvudtaget spelar någon roll i en liten öppen ekonomi som den svenska (t.ex. Södersten 1994). Om

ett land är för litet för att påverka det samlade kapitalutbudet i världen och om kapital är helt rörligt över gränserna kommer enligt *new new view* inte investeringarna i landet att påverkas av skatter på företagsägande. Även om ägarskatter skulle minska utbudet av svenskt sparande och svenskägda företags investeringar så skulle detta kompenseras av en lika stor ökning av investeringar gjorda och finansierade av utländska ägare. Minskade investeringar i Sverige av svenska ägare lämnar utrymme för att lönsamma projekt i stället finansieras av utländskt kapital.

OECD (2007) sammanfattar perspektivet, vilket de kallar *new new view*:

*... capital income taxes that are levied on the personal level (residence-based taxes) will not affect the corporation's finance and investment decisions. ... Personal level taxes on capital will then only affect the amount of domestic saving but not domestic investment. The difference between domestic savings and investment then equals net capital imports/exports.*

I Sverige har dessa slutsatser från *new new view* haft betydande genomslag i debatten om skattepolitiken. En illustration till detta inflytande ges av följande citat från ett anförande av dåvarande skatteminister Thomas Östros i riksdagen:<sup>6</sup>

Investeringskostnaderna i dag bestäms inte av hur svenska aktieägare beskattas. De bestäms internationellt. Om vi avskaffar dubbelbeskattningen generellt påverkar det alltså inte storföretagens investeringskostnader. Det ger inte ökade investeringar, det ger inte ökad sysselsättning.

Det finns två problem med denna analys. För det första betonas bara halva snedvridningen. Kapitalskatter på svenska ägare snedvrider fortfarande svenska hushålls intertemporala sparande- och investeringsbeslut och minskar därför potentiellt deras välfärd. Detta gäller även om bortfallet av svenskt kapital till företag kompenseras av en lika stor ökning i utbudet av utlandsägt kapital. Höga skatter på ägande drabbar således inte endast företag (som vi såg i föregående avsnitt), utan även hushållens beslut, om det leder till förändrat sparande och således snedvrider konsumtionsbeslut över tiden. Ponera att höga kapitalskatter minskar svenskt ägande och att detta ersätts med utländskt ägande. Lägre sparande leder dels till lägre förmögenhet hos svenska hushåll, dels till att stora

---

<sup>6</sup> Snabbprotokoll 1997/98:121 Anf. 137 Statsrådet Thomas Östros (s).

delar av företagens avkastning för all framtid flyttar utomlands. Detta är i dag situationen i Irland, där nettoutbetalningar till utländska ägare år 2010 motsvarade 17 procent av BNP (Cavanagh 2011).

Utländska ägare beskattas endast med bolagsskatten och eventuell kupongskatt. Till detta kommer att utländska ägare i praktiken har lättare att genom s.k. "räntesnurror" (interna lån med hög ränta) omvandla stora delar eller hela den skattepliktiga vinsten i svenska bolag till avdragsgilla räntekostnader. Därmed går landet miste om skattebetalningar både på företagsnivå och på ägarnivå i fallet med utländskt ägande. Det finns således även ett fiskalt intresse av att inte missgynna inhemska skattebetalande ägare relativt utländska ägare.

Ett troligen ännu större problem med *new view* är att kapitalets internationella mobilitet inte är så hög som modellerna förutsätter. Det beror bl.a. på att modellerna bortser från ägarstyrning, entreprenörskap och informationskostnader.

Empirisk forskning inom internationell finans har påvisat en stark s.k. *home bias*, dvs. en stark benägenhet att investera i det egna landet (t.ex. French och Poterba 1991, Tesar och Werner 1995 och Gordon och Bovenberg 1996). Den svenska börsen utgör cirka en procent av världens samlade börskapital. I en värld där kapital är helt homogent och där investerare vill diversifiera för att minska risken borde inte mer än cirka en procent av börsvärdet ägas av just svenska investerare. I själva verket är andelen cirka 60 procent. På samma sätt ägs företagen på den japanska börsen till drygt 90 procent av japaner och företagen på den amerikanska börsen till mer än 80 procent av amerikaner (Sercu och Vanpee 2007).

Feldstein och Horioka (1980) har påvisat en stark korrelation mellan sparande och investeringar inom ett land, liksom bestående skillnader i realräntor mellan länder. Obstfeld och Rogoff (2000) kallar detta en av de sex viktigaste fortfarande olösta forskningsfrågorna i internationell makroekonomi. Även om de internationella kapitalmarknaderna har integrerats kvarstår Feldstein och Horiokas resultat i nyare undersökningar i något svagare, men fortfarande påfallande stark, tappning (Bai och Zhang 2010). Det viktigaste skälet till dessa "trösklar" är inte regleringar; en *home bias* finns även om få regler begränsar kapitalets fria rörlighet över gränserna. I motsats till vad som ofta antas i teorin förefaller internationellt kapital helt enkelt inte empiriskt vara ett perfekt substitut till inhemskt kapital. Orsaken till detta förhållande är inte

helt klarlagd, men förutom informationskostnader har ägarstyrning visat sig vara en potentiell förklaring (t.ex. Dahlqvist m.fl. 2003). Detta då en del av *home bias* empiriskt tycks reflektera aktiva inhemska ägargruppers koncentration av ägande till företag i det egna landet, ett mönster som är tydligt även i Sverige.

Även för egenföretagare gäller att sparande- och investeringsbeslutet sällan kan frikopplas från varandra för individen (Quadrini 1999; Gentry och Hubbard 2004). Om höga skatter minskar svenska hushålls utbud av riskkapital så kan vi trots att Sverige är en liten öppen ekonomi p.g.a. *home bias* och därmed förknippade transaktionskostnader för kapitalrörlighet inte räkna med att detta helt och hållet kompenseras av utländskt ägande, vare sig till volym eller till kvalitet.<sup>7</sup>

När faktorer som ägarstyrning, informationsasymmetrier och entreprenörskap som leder till *home bias* beaktas, ändras slutsatserna om skatters roll i små öppna ekonomier. Även dessa ekonomier har behov av inhemskt ägande, eftersom inhemska ägare kan ha fördelar gentemot utländska ägare i form av bättre information eller kontrollmöjligheter. Givetvis implicerar inte detta att svenska ägare bör gynnas relativt utländska ägare. Däremot är det inte rimligt att *missgynna* svenska ägare relativt utländska ägare och samtidigt tro att det inte skulle medföra samhällsekonomiska kostnader. Långtgående policyslutsatser bör inte dras baserat på en modell med starka teoretiska antaganden med svag eller obefintlig empirisk underbyggnad.

En annan relaterad aspekt är att höga ägarskatter jämfört med andra länder driver ägandet av svenska bolag utomlands. Även svenska ägare får incitament att juridiskt flytta sitt ägande utomlands.

Huizinga och Nicodème (2006) jämför ägandet av börsnoterade bolag i olika europeiska länder och ser hur detta förhåller sig till bolagsskatternas nivå. De kommer fram till att "*company tax burdens are positively related to foreign ownership at the country level.*"<sup>8</sup>

Likaså menar Huizinga (2010) i Mirrlees-rapporten att:

*there is an overall positive relationship between the foreign ownership share of corporate assets and the average tax burden.*

<sup>7</sup> Norbäck, Persson och Vlachos (2009) visar teoretiskt att om inhemska ägare har en högre beskattning än utländska ägare kan detta leda till försäljning av inhemska företag till mindre skickliga utländska ägare.

<sup>8</sup> Det bör betonas att Huizinga och Nicodème (2006) undersöker bolagsskatter, inte ägarskatter.

Orsakssambandet är troligtvis dubbelriktat: högre skatter driver ägandet utomlands, samtidigt som en hög andel utländskt ägande leder till att skattetrycket går upp. Det senare beror i så fall på att bolagsskatten till skillnad från de flesta andra skatter även drabbar utländska medborgare som äger aktier i respektive land. Politiker kan antas ha starkare incitament att, när så är möjligt, föredra skatter som drabbar andra länders medborgare mer än de egna. I länder där en hög andel av bolagsskatten läggs på utlandet kommer det troligen att finnas mindre politiskt motstånd mot dessa skatter.

Den utländska ägarandelen på den svenska börsen var 2011 knappt 40 procent (Henrekson och Jakobsson 2012). Delar av det som i statistiken klassificeras som utländskt ägande av svenska bolag utgörs i själva verket av svenskt ägande som juridiskt flyttats utomlands av skatteskal. Detta är problematiskt av åtminstone tre skäl:

- i) det uppstår onödiga transaktionskostnader,
- ii) det leder till ett sämre utövande av ägarkontroll och
- iii) statskassan går miste om skatteintäkter.

Ett skäl till att problemet med att ägande flyttar utomlands av skatteskal fått så lite utrymme i policydiskussionen är att ägarlandets betydelse (och ägarrollen överhuvudtaget) inte beaktas, då de modeller som beaktar effekterna av aktiva ägare inte har uppmärksammats särskilt mycket i den svenska skattepolitiska diskussionen. I modeller utan ägarroll spelar det helt enkelt ingen roll vem som äger företagen.

Ibland har en ökad internationalisering av företagsägandet mer eller mindre definitionsmässigt betraktats som positivt, utan att man frågat sig om internationaliseringen av ägandet drivits av skatteskillnader snarare än av att utländska ägare skulle vara skickligare eller av fördelar med internationell riskdiversifiering. Vi behöver inte heller fullt ut förstå en ekonomisk mekanism för att analysera dess implikationer för beskattningen. Det är tillräckligt att konstatera att reala beslut som styrs av skattemässiga faktorer i regel är samhällsekonomiskt sämre än reala beslut som enbart bygger på affärsmässiga faktorer (med ett viktigt undantag för förekomsten av externa effekter). En ökad internationalisering av ägandet för med sig många fördelar, men graden av internationellt ägande bör bestämmas marknadsmässigt och inte som en indirekt

konsekvens av skatter vars syfte är att ge intäkter. Det är överflödigt att fördjupa sig i exakt varför inhemska ägare tycks ha fördelar som gör att företagsägandet i de flesta länder domineras av inhemska aktörer. Det räcker att konstatera att det empiriskt tycks vara en naturlig jämvikt på en konkurrensutsatt marknad för företagskontroll.

Sammanfattningsvis är det inte irrelevant vem som äger respektive lands tillgångar. Slutligen tror vi att det utöver informationsfördelar och skillnader i förmåga och möjlighet att utöva ägar kontroll troligen finns skillnader i graden av samhällsengagemang. Även om det, vad vi känner till, ännu inte finns systematisk empirisk forskning om detta misstänker vi att detta är en inte oviktig aspekt av inhemskt ägande.

#### **4 Skattepolitik för entreprenörskap och snabbt växande företag**

Ekonomisk aktivitet, tillväxt och förnyelse sker till överväldigande del genom den process som vi kallar för företagande. En betydande del av innovation och tillväxt sker genom *nyföretagande*, nästan alltid initierat av individuella entreprenörer som äger en betydande andel av företaget de verkar i. Entreprenörskapens betydelse för innovation och förnyelse är väl dokumenterad i form av noggrann forskning. Kortum och Lerner (2000) använder en reform i USA 1979 som tillät pensionsfonder att investera i venture capital (VC) som ett kvasiexperiment. De visar att detta exogena tillskott av kapital till entreprenörsföretag ledde till en signifikant ökning i innovationsgraden mätt som industriella patent. Investerat kapital genererade avsevärt fler industriella patent per krona i VC-stödda entreprenöriella bolag än i andra företag.

Liksom övrig ekonomisk aktivitet påverkas graden av entreprenörsansträngningar av skatter som ändrar avkastningen. Gompers och Lerner (1998) undersöker i en inflytelserik studie kapitalvinstskattens effekt på VC-näringsen. De finner ett negativt samband mellan kapitalvinstskatter och kapitaltillförsel till VC-näringsen. Studien finner också att det är ökad *efterfrågan* – dvs. ett större utbud av ekonomiskt lovande entreprenörsdrivna projekt – på riskkapital till följd av lägre skatt som driver resultaten. Med andra ord: lösningen på problemet med för få entreprenörsdrivna företag är inte att stimulera utbudet av riskkapital utan policy-



åtgärder för att stärka drivkrafterna hos entreprenörer och innovatörer med värdefullt humankapital och idéer att försöka omsätta dessa tillgångar till framgångsrika företag. Studier efter de stora skattereformerna i USA under 1980-talet har påvisat en negativ effekt av skatter på företagens inkomster, på investeringar, på företagets tillväxttakt och på efterfrågan på extern arbetskraft (Carroll m.fl. 2000a, 2000b, 2001).

#### 4.1 Vad menar vi med entreprenörskap och hur ska det mätas?

Det råder en viss begreppsförvirring gällande entreprenörskap där helt olika slags företagare klumpas ihop, vilket ibland orsakar till synes inkonsistenta forskningsresultat och policyrekommendationer. Enligt t.ex. Schumpeters (1934) definition är de flesta nyföretagare och egenföretagare inte entreprenörer, då de saknar ambition att vara innovativa eller tillväxtorienterade.<sup>9</sup> Det gäller således att skilja mellan egenföretagare som grupp och ett litet antal snabbt växande företag. Den senare gruppen står för en oproportionerlig del av omstruktureringen och jobbskapandet i ekonomin (Henrekson och Johansson 2010). De flesta egenföretagare är varken innovativa eller växande, och tycks heller inte ha ambition att vare sig växa eller vara innovativa (Hurst och Pugsley 2010; Sanandaji 2011).<sup>10</sup> Den typiska svenska företagaren är taxichaufför, hantverkare, frisör, krögare eller självanställd konsult. De flesta företagarna i Sverige har inte och kommer aldrig att ha en enda extern anställd. Dessa icke-entreprenöriella egenföretagare motiveras av andra faktorer. En sådan faktor är det som eliminerar de principal-agent-problem mellan anställda och ägare som finns i vissa yrken. Ett annat skäl till egenföretagande är att det blir möjligt att kringgå restriktioner i kollektivavtal gällande arbetstidens förläggning och längd och att sälja sin arbetskraft till ett lägre pris än minimilönen. Andra möjliga motiv är att minska skattebördan, att undkomma diskriminering eller strävan efter personlig autonomi. Enmansföretagare och småföretagare utan ambition att växa över en viss nivå spelar en utomordentligt viktig

<sup>9</sup> Detta diskuteras ingående i Sanandaji (2011).

<sup>10</sup> Den exakta siffran är inte central, och det finns alltid problem med gränsdragning mellan olika typer av företag. Hurst och Pugsley (2010) uppskattar exempelvis att cirka 90 procent av företagarna i nystartade företag i USA inte förväntar sig att bidra med någon innovativ aktivitet, brett definierat.

roll för samhällsekonomin, inte minst genom att skapa sysselsättning och genom att mer effektivt erbjuda produkter i vissa branscher. Dessa företag behöver dock inte nödvändigtvis analyseras utifrån teorier om innovativt entreprenörskap.

Än viktigare är att i den empiriska och analytiska diskussionen kring innovativt entreprenörskap skilja mellan olika former av företagande. Kategorin företag med ambition och potential för innovation och snabb tillväxt är betydligt mindre och skiljer sig markant från den breda gruppen företagare. Höga skatter kan exempelvis leda till mer egenföretagande, om skatter även är höga på alternativet (anställning) och om egenföretagare lättare kan undkomma skatter. Engström och Holmlund (2009) visar att svenska egenföretagares konsumtion relativt löntagare är större än förväntat utifrån deklarerade inkomster, vilket tyder på större underreportering av inkomster. Dock gäller att det slags företagande som motiveras av skatteundandragande troligen har mycket lägre potential att ge upphov till snabbt växande företag. Länder med hög skatt har inte färre egenföretagare, men tenderar att ha färre exceptionellt framgångsrika entreprenörer (Sanandaji 2011).

Ibland hävdas att det i själva verket handlar om samma sorts företag, och att det bara är slumpen som avgjort vilka som lyckats växa. Naturligtvis finns här en stor gråzon, t.ex. företag som ursprungligen inte hade ambition att växa men som ändrat målsättning när det visat sig att verksamheten går bättre än väntat. Vi menar dock att det även *ex ante* finns fundamentala skillnader mellan olika typer av företagare, dvs. att vissa typer av företag redan från början skiljer sig åt. Den överväldigande majoriteten av egenföretagare i Sverige självrappporterar att de inte definierar sig som entreprenörer utifrån ambitionen att växa, ha många anställda eller vara innovativa. Det finns andra viktiga skillnader mellan dessa olika kategorier av företagare. Medan egenföretagare är närmast identiska motsvarande löntagare i termer av utbildning, är sannolikheten 20 gånger större att företagare som har fått VC-finansiering i USA har en doktorsexamen jämfört med den genomsnittlige amerikanen (Bengtsson och Hsu 2010). Andelen som har doktorsexamen skiljer sig samtidigt inte nämnvärt mellan egenföretagare och löntagare. Hur ovanlig den nödvändiga kompetensen är för innovativt entreprenörskap är lätt att glömma bort när man sätter likhetstecken mellan egenföretagande och entreprenörskap. Potentiellt innovativa entreprenörer är få, inte lätt utbytbara, och ten-

derar att redan ha trygga och välbetalda jobb i existerande företags karriärshierarkier, vilka de måste ge upp om de vill starta eget.

Vi menar att det mest använda måttet på entreprenörskap – graden av egenföretagande – inte är ett bra mått på förekomsten av innovativt och tillväxtorienterat entreprenörskap. Det faktum att Sverige har en lägre andel egenföretagare än de flesta andra OECD-länder är i sig inte belägg för en låg grad av innovativt och tillväxtorienterat entreprenörskap. Något entydigt och allmänt vedertaget empiriskt mått på sådant entreprenörskap existerar tyvärr inte.<sup>11</sup>

Ett mått som Global Entrepreneurship Monitor<sup>12</sup> redovisade för perioden 2000–2006 är andelen i befolkningen som driver företag med minst 20 anställda (Autio 2007). Sverige hamnade då på plats 18 av 24 undersökta industrialiserade länder. Å andra sidan har Sverige en hög andel VC-investeringar som andel av BNP, vilket är ett annat mått på entreprenörskap. Detta mått är dock förknippat med vissa problem. Ett problem är att offentligt riskkapital i vissa fall inkluderas i siffrorna, i andra fall inte. Ett annat problem är att volatiliteten är stor mellan år och mellan källor. Ett tredje problem är att riskkapitalindustrin i Sverige har en slagsida mot uppköp av redan existerande bolag snarare än finansiering av nya bolag (Lerner och Tåg 2012). Ett tredje mått är andelen av de största företagen som är grundade relativt nyligen. Andelen i Sverige (och i övriga Västeuropa) är avsevärt lägre än i USA och Asien.

Vår bedömning på basis av olika mått är att Sverige i dag har en mellanposition gällande snabbt växande entreprenöriella företag, vare sig bland de lägsta eller högsta i jämförbara länder. Detta trots att vi har bland världens högsta investeringar i forskning och utveckling och en hög andel högteknologiska företag inom branscher som IT och bioteknik, branscher som normalt präglas av ett högt entreprenöriellt företagande.

---

<sup>11</sup> Det är dock en internationell trend bland forskare och experter mot att använda begreppen entreprenör, entreprenöriell aktivitet, och entreprenörskap för personer, handlingar respektive fenomen där avsikten är att skapa värdefulla nyttigheter genom (tillväxtinriktad) ekonomisk aktivitet som bygger på identifiering och/eller skapande av nya produkter, processer och marknader. På grund av begreppets komplexitet kan det omöjligt fångas med hjälp av ett enskilt mått. Den som vill fördjupa sig i mätproblematiken hänvisas till OECD (2008) där 18 olika indikatorer på graden av entreprenöriell aktivitet presenteras.

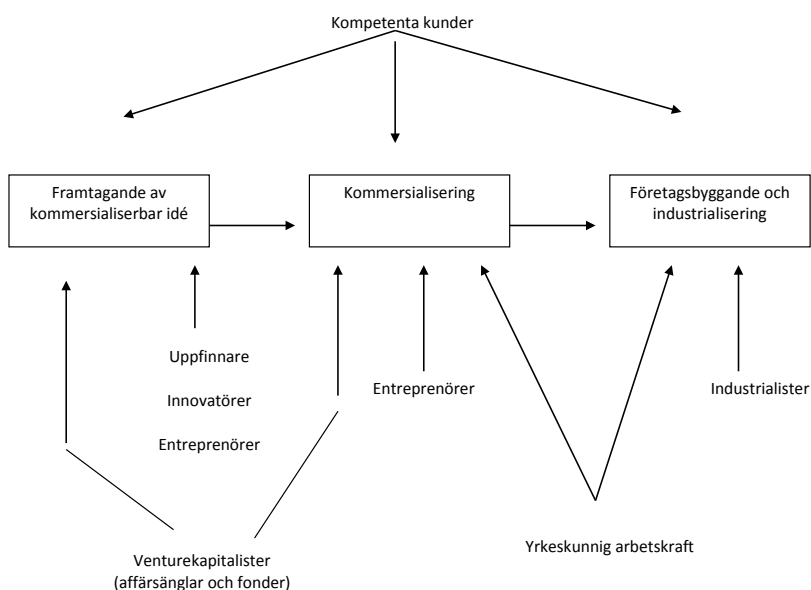
<sup>12</sup> Global Entrepreneurship Monitor, är ett världsomspännande forskningsprojekt med syfte att årligen mäta och analysera entreprenöriell aktivitet i alla medverkande länder. GEM är världens största studie av entreprenörskap. Projektet har vuxit från tio medverkande länder vid starten 1999, till 59 länder 2011. Se vidare Entreprenörskapsforum (2011).

## 4.2 Entreprenörskap i nationalekonomisk teori

Det har visat sig vara svårt att integrera entreprenörskap på ett tillfredställande sätt i de dominerande nationalekonomiska tillväxtmodellerna. Det beror delvis på att entreprenörskap både är svårt att exakt definiera och svårt att mäta (Bianchi och Henrekson 2005; Baumol 2010). Till skillnad från övrig arbetskraft kan företag i regel inte upphandla produktionsfaktorn entreprenörskap på en extern marknad. Många beslut, som sparande och investeringar, kan inte frikopplas från den individuella entreprenören. Modeller som delar upp inkomster mellan arbete och kapital har i regel inte modellerat entreprenörskap, trots att det i ekonomiskt avseende skiljer sig från både arbete och kapital. I denna del av rapporten analyseras hur skattesystemets uppbyggnad kan förväntas påverka snabbväxande, entreprenörsdrivna företag.

Stark tillväxt på företagsnivå härrör framför allt från att ny ekonomiskt värdefull kunskap upptäcks och appliceras på ett effektivt sätt. Att forska fram ny kunskap räcker inte, då en stor del av den nya kunskapen inte är ekonomiskt värdefull. I ekonomin behövs därför "kunskapsfilterare" som skiljer ut ekonomiskt relevant kunskap från den samlade kunskapsmängden och genom entreprenöriellt företagande omvandlar kunskap till ekonomisk verksamhet (Braunerhjelm m.fl. 2010; Carlsson m.fl. 2009; Bhidé 2008). För att utveckla ett framgångsrikt företag krävs en kombination av flera samverkande nyckelaktörer med kompletterande kompetenser. Entreprenören har en avgörande betydelse, men i ett väl fungerade "kompetensblock" ingår även andra aktörer: venturekapitalister, industrialister, uppfinnare, innovatörer, utbildad arbetskraft, kompetenta kunder och aktörer på andrahandsmarknaden; se vidare *figur 1*. Framgångsrikt företagande som genererar snabb tillväxt är en funktion av hur väl dessa aktörer förvärvar och använder sig av sin kompetens. Möjligheterna och incitamenten att göra detta bestäms till stor del av det institutionella ramverket eller "samhällets spelregler".

Figur 1 Kompetensblocket: Från affärsidé till storskaligt företag.



Anm.: Figuren försöker stiliserat fånga i vilka faser de olika aktörerna i kompetensblocket inträder i industrialiseringsprocessen. I ett första skede identifierar entreprenörerna potentiella vinstmöjligheter, ofta i samspel med de kompetenta (krävande) kunderna. Uppfinnarna engageras för att lösa tekniska problem m.m., men när verksamheterna växer krävs innovatörer för att leda mer omfattande utvecklingsprojekt. Ibland kan processen initieras av uppfinnare vars idé sedan vidareutvecklas av innovatörer och entreprenörer. Venturekapitalisterna finansierar utvecklingen i de tidiga skedena och tillför samtidigt andra nyckelkompetenser såsom affärsnätverk, ledningskunnande och marknadskännedom. Figuren är en förenkling, t.ex. kan samma person ibland fylla mer än en funktion. Kompetensblocksteorin lanserades ursprungligen av Gunnar Eliasson, se t.ex. Eliasson (1996). Se vidare Johansson (2010) och Henrekson och Johansson (2009).

#### 4.3 Skatteteorier som inkluderar entreprenörskap och dess stödstruktur

För att växa är företag i regel beroende av extern finansiering. Det har visat sig att venture capital-bolag (VC-bolag) och affärsänglar, som utöver finansiellt kapital bidrar med sitt kunnande och kontakter, ofta är särskilt viktiga för företagets utveckling. Av de amerikanska företag som lyckats bredda sitt ägande genom en börsnotering (IPO, *initial public offering*) fick över hälften finansiering av VC-bolag (Kaplan och Lerner 2010). Svenska skatteregler minskar avsevärt lönsamheten för denna typ av finansiering för den ursprungliga ägaren.

I avsnitt 2 såg vi hur modeller som inkluderar ägarstyrning leder till andra slutsatser om utdelningsskatters effekter än enklare modeller som bortser från behovet av ägarstyrning. Detsamma gäller modeller som inkluderar venturekapitalister och entreprenörer. *New view*-modeller har inte fokuserat på entreprenörskap, och antar oftast att alla företag redan existerar. Sinn (1991a) är ett viktigt undantag då han även modellerar nystartade företag, dock är inga individuella entreprenörer kopplade till dessa. I Sinns modell kan företag i tidiga faser inte finansiera sig med kvarhållna vinster utan måste finansiera sig med nyemissioner. Då ägarna vet att avkastningen på detta tillskjutna kapital i framtiden blir beskattat med utdelningsskatt ökar kapitalkostnaden. Utdelningsskatten visar sig därmed ha en snedvridande effekt på de nya företagen. Denna snedvridande effekt mildras dock i Sinns modell av att företag innan de startas förutser den framtida skatten, och försöker minimera den genom att företagen startas underkapitaliserade och växer med återinvesterade vinster.

Keuschnigg och Nielsen (2004) modellerar en marknad där entreprenörer utöver kapital erhåller kompletterande kompetenser från venturekapitalister, och där *kombinationen* av parternas ansträngning och investerade resurser avgör företagets tillväxt och lönsamhet. Ekonomer som studerar VC-sektorn vet att det finns stora potentiella vinster med detta samarbete, men också enorma svårigheter i form av kontraktsproblem. Dessa diskuteras ytterligare i nästa avsnitt och i detalj i en separat uppsats (Henrekson och Sanandaji 2012) där vi behandlar hur *personaloptioner* kan användas för att bemästra dessa problem. Eftersom vinsten måste delas och eftersom det är omöjligt att skriva perfekta kontrakt föreligger ett klassiskt principal-agent-problem; båda parter är utsatta för och utsätter den andre för en moralisk risk (*moral hazard*). Detta beror på att båda parter har otillräckliga incitament att investera resurser i form av tid och ansträngning i bolaget, då kostnaderna är privata medan avkastningen delas mellan parterna.

Skatt på utdelningar förvärrar dessa problem genom att minska avkastningen på entreprenörens och venturekapitalistens ansträngning. Keuschnigg och Nielsen (2004) skriver: "*Our results thus show that a dividend tax, in reducing mature firm value, will impair incentives for entrepreneurial effort and VC advice in start-ups and cause a welfare loss.*"

Den grundläggande orsaken till att Keuschnigg och Nielsen i sin modell kommer fram till att skatt på utdelningar har samhälls-

ekonomiska kostnader är att de inkluderar entreprenörer och andra parter vars ansträngning påverkar företaget. Här antas i stället – mer realistiskt i många sammanhang – att sannolikheten för framgång påverkas av hur mycket entreprenören och venturekapitalisten anstränger sig och hur mycket tid de lägger på att utveckla företaget. Under detta antagande ändras policyslutsatsen: utdelningsskatter blir nu snedvridande.

Keuschnigg och Nielsen hittar samma negativa effekt av kapitalvinstskatten som av utdelningsskatten. Kapitalvinstskatten är strategiskt intressant som en relativt blygsam skatt ur statsfinansiell synvinkel, men som särskilt drabbar just innovativa och snabbt växande företag. De totala kapitalvinsterna hos hushållen, som främst består av vinst vid försäljning av bostäder, har ungefärligen legat på cirka tre procent av Sveriges BNP under senare decennier (Ekonomistyrningsverket 2011), vilket är ungefär samma långsiktiga genomsnitt som i USA. Många ägare är redan undantagna från skatt på kapitalvinster, t.ex. utländska holdingbolag, icke-skattepliktiga stiftelser och svenska pensionsfonder.

Eftersom många ägare redan är undantagna och ytterligare en hög andel undkommer skatten är skatteintäkterna blygsamma trots att skattesatserna är höga. År 2011 räknade riksdagens utredningstjänst ut att en sänkning av kapitalskatten (inklusive kapitalvinst- och utdelningsskatt) från 30 till 25 procent, med motsvarande sänkning av avdragsrätten vid förlust, skulle kosta 4,4 miljarder kronor för 2012. I exemplet har antagits att skatten på kapitalvinster på fastigheter inte sänks, samt att den redan reducerade skatten på ej marknadsnoterade tillgångar skulle reduceras i samma proportion som i dag. Om de senare skatterna inte skulle sänkas ytterligare beräknas att kostnaden skulle vara 3,3 miljarder kronor. Att sänka kapitalskatten till 25 eller för den delen till 20 procent för långsiktiga investeringar i nystartade företag skulle således, enligt vår bedömning, vara en förhållandevis billig reform, med stora potentiella samhällsekonomiska vinster.

Sammanfattningsvis kan inteentreprenörer fullt ut separera ägande från kontroll, eget sparande från investeringar och utbud av egen arbetskraft från utbud av kapital i företaget. Modeller som antar att det inte finns sådana odelbarheter och att ägande kan separeras från företagsledning och utövandet av entreprenörsrollen är inte lämpliga för analys av entreprenöriella företag.

#### 4.4 Entreprenörskap som produktionsfaktor

Det svenska skattesystemet motiveras i allt väsentligt med en beskattningsteori som bygger på antagandet att det i ekonomin finns två produktionsfaktorer och inkomstkällor: kapital och arbete. Den individuella entreprenören modelleras sällan eller aldrig – inte ens i modeller som direkt behandlar beskattningen av entreprenörsinsatser.

Modeller som på djupet avser att analysera frågan i syfte att vägleda policyöverväganden borde enligt vår mening inkludera entreprenörskap som en egen produktionsfaktor, med unika egenskaper som ger ett distinkt bidrag till produktionsresultatet. Men låt oss stanna vid den artificiella och förenklade struktur som var vägledande för skattereformen 1990/1991, att all inkomst ska delas mellan kapital och arbete. Ersättningen för entreprenörskap har här generellt definierats som arbete.

Redan detta är dock ett fundamentalt missförstånd av entreprenörskapets ekonomi analyserad utifrån ett neoklassiskt perspektiv. I marxistisk värdeteori anses kapital som skapats med arbete vara en form av arbetsinkomst. Enligt den dominerande neoklassiska teorin är däremot kapital tillgångar som i stället för att konsumeras används för att öka produktionen i framtiden, oavsett hur de ursprungligen skapades. Det spelar ingen roll om kapitalet skapats genom arbete, i själva verket har allt kapital i ekonomin någon gång skapats med hjälp av arbete.

Vad entreprenören gör i startfasen av sitt företag är just att med sitt entreprenöriella arbete och med hjälp av tidigare kapital i företaget skapa ännu mer kapital. Detta kapital behöver inte vara fysiskt, det kan lika gärna vara i form av teknologiskt eller organisatoriskt strukturkapital. Det ekonomiska värdet av detta kapital är vid ett framgångsrikt företagsbyggande mångdubbelt större än de finansiella resurser som sammantaget investerats. Företag som Skype och Facebook är närliggande exempel på detta.

Vid marknadstransaktioner kan priser och kvantiteter observeras, vilket gör att vi kan skilja ut vad som är avkastning på arbete respektive kapital. För entreprenörsinsatser är detta omöjligt, då avkastningen är ett resultat av det värde som uppkommer genom *kombinationen av* eget arbete, entreprenörsinsatsen och finansiella resurser.

En fråga man kan ställa sig för att avgöra hur stor del av avkastningen som är hänförlig till arbete respektive kapital är hur hög



avkastningen på företaget hade varit om entreprenören inte alls jobbat i företaget. En alternativ fråga är hur stor avkastningen hade varit om det inte funnits något existerande kapital i bolaget från tidigare år.

Frågan om varifrån avkastningen på entreprenörskap kommer har dock inte nödvändigtvis något konsistent svar utifrån dessa tankeexperiment. Svaret på den första frågan kan mycket väl vara noll eller nära noll (t.ex. om företagets värde är tätt kopplat till den individuella entreprenörens humankapital och fortlöpande insatser i bolaget). Detta kan tolkas som att all eller nästan all avkastning är arbete. Samtidigt kan svaret på fråga två också vara nära noll (t.ex. om tidigare uppbyggt organisatoriskt kapital är nödvändigt för att överhuvudtaget generera intäkter), med tolkningen att all eller nästan all avkastning är avkastning på kapital. Svaren blir inkonsistenta för att tvåfaktorsmodellen överhuvudtaget inte är ett lämpligt analytiskt instrument för att dela upp avkastningen från entreprenörskap i arbete och kapital.

Exemplet belyser att den teoretiska uppdelningen i kapital och arbete inte är väl lämpad för att analysera entreprenörskap. När det finns en viktig faktor som interagerar positivt med övriga insatsfaktorer blir det missvisande att endast ställa den första frågan, och därigenom landa i slutsatsen att nästan all avkastning är hänförlig till arbete. Ett entreprenöriellt företag där grundaren inte återinvesterar en mycket hög andel av avkastningen i företaget kommer i regel inte att kunna växa. Visserligen skulle företaget inte kunna säljas utan grundarens arbete, men knappast heller utan att grundaren år efter år ökar företagets kapitalvärde genom att skjuta upp den egna konsumtionen och/eller avstår från att diversifiera det egna sparandet för att minska sin privatekonomiska risk. Entreprenörskap handlar till stor del just om att bygga företag som kan generera framtida avkastning, dvs. skapa kapital med hjälp av eget arbete och tidigare uppbyggt kapital. Det är därför missvisande när skattesystemet antar att avkastningen huvudsakligen är en form av arbete, även om vi stannar inom den i det entreprenöriella sammanhang olämpliga tvåfaktorsmodellen.

Ett alternativt sätt att beskriva samma omständigheter är att vi kan fråga oss vad som skulle ha hänt om Bill Gates, Ingvar Kamprad och de 100 mest framgångsrika entreprenörerna i världen inte skulle skapat några företag, utan i stället arbetat för andra företag och investerat samma andel av sin inkomst som de återinvesterade i Microsoft och IKEA på börsen. Entreprenörsinsats-

ens värde representeras av skillnaden mellan hur mycket de skulle ha i förmögenhet i dag utifrån detta scenario respektive hur stora förmögenheter de har skapat genom att driva företag, vilket motsvarar avkastningen på entreprenörskap. Entreprenörskap är kombinationen av affärsidé, arbete och återinvesterat kapital under de många år det tar för bolaget att växa och nå en stark position inom sitt segment. Entreprenörskapet är således en del av ett odelbart ”knippe” (*bundle*) av insatser som enskilda individer bjuder ut. Det är mycket svårt – och ännu har ingen lyckats – att analytiskt motivera att dela upp och beskatta avkastningen på detta knippe av insatser på ett entydigt sätt i ersättning till kapital och arbete.

Ett viktigt argument för att teoretiskt behandla entreprenörskap som en separat produktionsfaktor (t.ex. Baumol 2010) är att vi empiriskt observerar att entreprenörer verkar bete sig annorlunda än löntagare. Deras beteende är enligt en rad studier i bl.a. USA och de nordiska länderna t.ex. känsligare för skatter än löntagare (t.ex. Saez 2010, Chetty m.fl. 2011 och Kleven och Schultz 2011). De kan ofta inte frikoppla sparande från investeringar, utbudet av kapital från utbudet av egen arbetskraft eller utbudet av egen arbetskraft och eget kapital från den egna affärsidén. Det finns ingen extern marknad där etablerade företag kan köpa entreprenörers affärsidéer och implementeringen av dessa i form av byggandet av ett nytt företag.

Ur beskattningssynpunkt är avsaknaden av externa marknader och att kapital- och arbetsinsatserna inte kan frikopplas från varandra särskilt problematisk. Utan en extern marknad går det inte att sätta pris på och därmed beräkna värdet av entreprenörsinsatser. I dag vet vi därför helt enkelt inte hur stor del av entreprenörers avkastning som härrör från arbete, från kapital och från den tredje interaktionskomponent som är större än vad entreprenören skulle ha uppnått genom att vara löntagare och spara i finansiella tillgångar.

Asimakopulos och Burbidge (1975) påpekade för snart 40 år sedan i sin diskussion av beskattningens effekter på investeringsval att det är av betydelse för analysen huruvida modellen gör en åtskillnad mellan entreprenörsinkomster och inkomster av kapital. I modeller med explicita entreprenörer bör vinsten utöver marknadens kapitalkostnad i stället ses som avkastningen på entreprenöriell verksamhet. Därmed är den konceptuellt skild från den riskjusterade marknadsräntan för passiva investerare. Asimakopulos

och Burbidge (1975) skriver angående Stiglitz (1973) modell där bolagsskatter är klumpsummeskatter utan snedvridande effekter:

*For a particular investment policy to be optimal in his [Stiglitz'] model, not only must the marginal product of capital be equal to the rate of interest, but the total return to the entrepreneur pursuing that policy must be at least as great as that which he [or she] would earn if he [or she] transferred his [or her] activity to some other sector. The imposition of a profit tax on one sector will affect the earnings of the entrepreneur in that sector even though the marginal product of capital remains equal to the rate of interest in all sectors.*

Med andra ord: även om ägarskatter skulle vara neutrala med avseende på kapitalet i ett företag behöver de inte vara det för allokeringen av entreprenöriell talang i ekonomin. Genom att minska avkastningen på företagsamhet och nyskapande i den formella sektorn kommer talangen att ledas bort från företagsamhet (där den samhällsekonomiska nyttan är som högst) och in i annan verksamhet, eller kanske välja att överhuvudtaget inte vara ekonomiskt aktiv. Överlag gäller att den avkastning som ser ut att vara en jordränta eller ”övervinst” (*rent*) i enkla modeller kan visa sig vara avkastning på nödvändiga produktionsfaktorer i mer komplicerade modeller som tar hänsyn till dessa.<sup>13</sup>

Om entreprenörskap betraktas som en egen produktionsfaktor med en egen avkastning är det inte längre självklart att den måste beskattas antingen som avkastning på kapital eller som ersättning för lönearbete. Ett tredje ben i skattesystemet kan skapas för företagande, eventuellt med skattesatser som ligger mellan lönearbete och kapitalbeskattning. Det stora problemet i sammanhanget, vilket inte får förringas, är att skilja entreprenörskap från lönearbete som sker i hel- eller delägt företag för att undkomma skatt.

I ett samhälle måste det finnas tillräckligt många som är villiga att organisera sig själv och andra. Det är också viktigt att få ett positivt urval av entreprenörer. Här är det heller inte fråga om något marginellt beslut utan om valet att bli företagare eller löntagare alternativt att övergå från att vara löntagare till att bli

---

<sup>13</sup> En jordränta (eng. *rent* eller *ricardian rent*) är en ersättning till en faktornnehavare som ligger över den nivå som krävs för att faktorn ska bjudas ut till användning (t.ex. den riskjusterade räntan till en kapitalägare). En jordränta kan uppstå på grund av kvantitetsbegränsningar i utbudet. Ett typexempel är ett företag som bedriver hotellverksamhet som ligger vid en attraktiv strand och därför har möjlighet att ta ut priser som leder till en avkastning som överstiger den riskjusterade räntan. Ett grundläggande resultat i skatteteori är att rena jordräntor kan skattas bort i sin helhet utan att det påverkar utbudet av den produktionsfaktor som erhåller jordräntan.

företagare. Det blir därför den genomsnittliga lönsamheten i respektive fall som avgör. De teorier som använts för att motivera den svenska företagsbeskattningen beaktar inte detta problem, eftersom företagens existens nästan alltid antas vara exogent given.

En rimlig utgångspunkt för utformningen av skattesystemet bör vara att det ska ge företagare incitament att bete sig på ett samhälls-ekonomiskt effektivt sätt. Om skattesystemet exempelvis gör det lönsamt att ha en låg soliditet kan det bli riskfyllt att expandera snabbt. Därmed ökar också lönsamheten för entreprenörer att i stället utveckla preferenser för kontroll,<sup>14</sup> att se företagande som livsstil, att utveckla en livsstil och ett kontaktnät som underlättar konsumtion på företagets bekostnad, att ägna sig åt tjänstebyten med andra företagare eller t.o.m. direkt olagligt skatteundandragande.

Jämförelser visar i regel att egenföretagares inkomster påverkas mer av skatter än löntagares (är mer skatteelastiska), kanske för att företagare har större kontroll över hur de redovisar sina inkomster och över sin arbetstid (t.ex. Saez 2010, Chetty m.fl. 2011 och Kleven och Schultz 2011). Notera att enligt teorin om optimal beskattning innebär detta resultat att det kan finnas skäl att ha lägre skatter på företagare, av samma skäl som skatten är lägre på kapital-än på arbetsinkomst; skattebasen minskar mer genom skatter på företagare än skatter på löntagare. Detta går tvärtemot neutralitetsperspektivets slutsats, vilken bygger på det implicita antagandet att all inkomst antingen är inkomst av kapital eller inkomst av arbete, att egenföretagande är arbete, och att utbudselasticiteten för alla typer av arbete är densamma.

Kanske vore som sagt den mest rimliga lösningen att skapa ett tredje ben i beskattningssystemet för företagare, utöver arbete och kapital. Företagarinkomster beskattas sedan med en platt skattesats, vars nivå inte avviker för mycket från andra inkomstkällor. Vi har här inget fullständigt förslag att ge, speciellt med avseende på detaljer för att undvika missbruk, men vill väcka tanken på en reform med följande inriktning. Regelverket bör till skillnad från dagens system hållas enkelt och transparent, i syfte att undvika skatteundandragande och för att hålla nere de administrativa kostnaderna. Ett ytterligare skäl är att potentiella företagare som i dag är löntagare då approximativt kan bedöma hur högt de kommer att

---

<sup>14</sup> Wiklund, Davidsson och Delmar (2003) finner stöd för detta i Sverige.

beskattas om de skulle bli företagare, vilket i dag är mer tveksamt p.g.a. systemets växande komplexitet.

Principen att definiera företagare som har tillväxtpotential utifrån ett minimum av externa anställda som får lön är teoretiskt rimlig och praktiskt genomförbar. På så sätt undviker man problemet att anställda bildar bolag för att ta ut sin lön med lägre skatt. Ett alternativt sätt att göra det mindre lockande att ta ut arbetsinkomst i enmansföretag är snarare än att ha höga marginalskattesatser att göra det svårare att privatkonsumera med företagsinkomster. I stället för att drabba företag med genuin tillväxtpotential, straffas just de företag som bildats för att sänka privatpersoners skattebördan snarare än av realekonomiska skäl. Entreprenörer som skapar nya bolag, dvs. skapar nytt kapital i ekonomin, bör vid *exit* beskattas med kapitalskattesatsen. Detta även – egentligen särskilt – i de fall där *exit* sker genom börsintroduktion, det vill säga när den entreprenöriella processen bevisligen varit framgångsrik och företaget går över till nästa fas i sin livscykel. Med tanke på hur många kryphål det redan finns i 3:12-systemet och företagares omfattande skatteundandragande bör ett sådant system kunna utformas på ett sätt som är intäktsneutralt.

## 5 Skatt på optioner i växande företag

Som framgick av *figur 1* bygger inte entreprenörer upp företag på egen hand. Det sker i samverkan med en rad aktörer med kompletterande kompetenser. Kontrakt måste därför ingås med andra parter, såsom venturekapitalister, affärsänglar, anställda chefer och annan nyckelpersonal (med i sammanhanget nödvändig specialistkompetens). Nystartade företag med genuint nya teknologier eller produkter karakteriseras av stort kapitalbehov men också potentiellt hög avkastning. Dessa företag har ofta negativt kassaflöde i startfasen för att utveckla sina produkter, bygga organisatoriskt/strukturellt kapital och för att expandera. Huvuddelen av den totala avkastningen kommer enligt empiriska studier som omfattar de flesta riskkapitalstödda företag i USA från ett fåtal bolag som blir ytterst framgångsrika och är omöjliga att identifiera på förhand (Hall och Woodward 2010).

En hel sektor, kallad venture capital (VC), har byggts upp för att finansiera tillväxtföretag. Efterhand har det visat sig att avkastningen på satsat kapital blir större om venturekapitalisterna

samtidigt som de investerar finansiellt både får viss kontroll över företaget och bidrar med erfarenhet, nätverk, ledningskunnande och andra kompetenser utöver den finansiella investeringen. Medan icke-innovativa och icke-tillväxtorienterade egenföretagare inte använder sig av stödstrukturerna så gör innovativa entreprenörer det i mycket hög utsträckning. I USA anger endast tre procent av alla egenföretagare att de har eller planerar att någonsin söka VC-finansiering,<sup>15</sup> samtidigt som nära två tredjedelar av de bolag som lyckas bli introducerade på börsen tidigare erhållit sådan finansiering. Det är värt att notera att investeringarna i nystartade företag är en bråkdel av de samlade investeringarna i ekonomin, medan dessa bolags aggregerade betydelse för innovation och tillväxt är avsevärt större än deras andel av de totala investeringarna (Kortum och Lerner 2000). Investeringar i VC har i USA, det land där VC har störst betydelse, inte motsvarat mer än cirka 0,15 procent av börsvärdet varje år. Medan VC-investeringar i USA har haft liknande avkastningsnivåer som börsen (Kaplan och Schoar 2005) har VC-investeringar i Europa haft lägre avkastning än börsen (Rosa och Raade 2006). Den samhällsekonomiska avkastningen på investeringar i teknologi och innovation är mycket hög, men motsvaras i dag inte av en hög privatekonomisk avkastning på risktagande för vare sig entreprenörer, investerare eller övriga aktörer i kompetensblocket.

Utöver finansiellt kapital behöver företag redan på ett tidigt stadium nyckelpersonal med värdefullt humankapital. Företagen har svårt att belöna nyckelpersonal genom hög fast lön, dels då de saknar kassaflöde, dels då företagets framgång är osäker. Det handlar på samma sätt som för den finansiella investeringen om ett system där belöningen är extremt hög i den minoritet av företag som lyckas och låg i de övriga. Entreprenöriellt företagande präglas således av relationsspecifika tillgångar, intressekonflikter och osäkerhet om framgång, vilket gör det svårare att skriva avtal som täcker alla eventualiteter och svårt att skapa välkonstruerade ersättningssystem. Inte minst är det en stor utmaning att få grundarens och de externa finansierarnas intressen att sammanfalla.

De risker som måste delas är sällan kalkylerbara, vare sig för grundarna eller externa bedömare, dvs. det handlar om genuin osäkerhet (*Knightian uncertainty*). Knight (1921) gjorde en distinktion mellan *kalkylerbar risk*, där sannolikheten för olika utfall kan

---

<sup>15</sup> Egna beräkningar baserade på data från Panel Study of Entrepreneurial Dynamics (PSED).

beräknas på förhand, och *osäkerhet*, där det inte finns någon bestämd, eller ens i princip kalkylerbar, sannolikhetsfördelning över möjliga utfall. Knight menade att osäkerhet är ett särskilt viktigt problem att hantera vid entreprenörskap. Han såg t.o.m. bärandet av osäkerhet som entreprenörens viktigaste funktion.<sup>16</sup>

Vid investeringar i börsnoterade företag finns tillräckligt med historisk erfarenhet för att beräkna den förväntade utfallsfördelningen någorlunda väl. Vid en investering i en ny innovation är det ofta omöjligt att bilda sig en klar uppfattning om utfallsfördelningen innan produkten är färdigutvecklad och introducerad på marknaden. Innan man har provat går det vare sig att förutspå vilka tekniska problem som uppkommer eller om det överhuvudtaget finns en marknad. Att t.ex. räkna på sannolikheter och förväntad avkastning i internetföretag ens tio år framåt i tiden hade varit omöjligt 1990, när ytterst få ens hade en klar bild av vad internet överhuvudtaget var.

Den höga graden av genuin osäkerhet är central för diskussionen om avtal. Det grundläggande problemet, att skapa rätt incitament i verksamheter med hög komplexitet och uppbyggnad av och transaktioner i relationsspecifika tillgångar, härrör ifrån att det är omöjligt att upprätta avtal som täcker alla eventualiteter. När parterna inte kan skriva avtal som är tillräckligt detaljerade för att täcka alla möjliga utfall (*contingencies*) är det viktigt att äganderätt och kontroll i olika situationer på förhand allokeras mellan parterna med hjälp av finansiella instrument. Innovativt entreprenörskap är en verksamhet där den genuina osäkerheten är osedvanligt stor, där tillgångars värde är relationsspecifika och där parter med vitt skilda intressen måste samarbeta på ett förtroendefullt och förutsägbart sätt.

På grund av alla transaktionskostnader och icke-kalkylerbara risker är finansiering med eget kapital ofta den enda möjligheten.<sup>17</sup> Dock är få grundare tillräckligt kapitalstarka för att själva finansiera företaget fram till den punkt då kassaflödet är positivt eller osäkerheten sjunkit tillräckligt mycket för att möjliggöra lånefinansiering. Många nya företag kan därför förtvina i förtid i brist på kapital för utveckling och expansion. Ett sätt att försöka komma till rätta med

<sup>16</sup> För en modern diskussion av entreprenörskap och genuin osäkerhet hänvisas till Sarasvathy m.fl. (2010).

<sup>17</sup> Skuldfinansiering är problematisk, då företagen varken har fasta tillgångar att pantsätta eller kassaflöden att låna mot. Problemen med asymmetrisk information om företagets potential samt risk för överdriven optimism bland företagare försvårar också lånefinansiering.

detta problem är mjuka lån från offentliga myndigheter. Erfarenheterna från denna lösning är dock överlag nedslående (Lerner 2009). Därför är behovet särskilt stort av kontraktswerktyg där ägande och kontroll kan betingas på oförutsägbara framtida utfall.

Den högteknologiska entreprenörssektorn i Silicon Valley (där sektorn först växte fram) utvecklade kontrakt, finansiella instrument samt formella och informella institutioner för att minska dessa principal-agent-problem (Gompers och Lerner 1999). Enligt Kaplan och Strömberg (2003, 2004) var nyckeln till framgång att utveckla komplexa kontrakt, där utfall med hjälp av optioner och aktiekonvertibler betingas på företagets utveckling. Med hjälp av avtal och finansiella instrument bestäms fördelningen av kassaflödet, kontrollen över styrelsens bemanning, rösträtter i styrelsen, när finansären har rätt att likvidera bolaget och hur återstående tillgångar då fördelas och andra kontrollrättigheter. Utfallen är betingade av hur företaget utvecklats och optioner är genomgående en viktig komponent i avtalen. I denna svåra ekonomiska terräng har optioner samtidigt visat sig vara ett effektivt sätt att belöna företagaren och annan nyckelpersonal i de få bolag som blir lönsamma, på samma gång som deras intressen knyts närmare andra aktörer. Enligt Kaplan och Strömberg ligger de avtalsformer som vuxit fram väl i linje med vad vi kan förvänta oss enligt modern kontraktsteori.<sup>18</sup>

I amerikanska VC-bolag är numera äganderätterna till avkastningen allt mer separerade från kontrollen (Kaplan och Strömberg 2003; Bengtsson 2011). Med hjälp av optioner utformas belönings-systemet så att företagaren och andra nyckelpersoner får allt mindre ägande över bolaget ju sämre det går, men extremt hög avkastning och stegvis ökat ägande vid framgång. I vissa fall kan optioner t.o.m. användas på ett så kraftfullt sätt att den ursprungliga ägaren, i det fall företaget utvecklas exceptionellt väl, återigen blir huvudägare i samband med att företaget börsnoteras (Black och Gilson 1998). Att det finns en kontrollägare i bolaget efter börsnotering är dessutom ofta en förutsättning för att noteringen ska bli framgångsrik (Holderness 2009).

I USA har således optionsinstrumentet fått en avgörande betydelse i den entreprenöriella sektorn, framför allt inom IT och bioteknik. Optioner används dock avsevärt mindre och tycks fungera sämre i Sverige, ett land som numera också har betydande

<sup>18</sup> För mer detaljerade förklaringar och konkreta exempel hänvisas till Henrekson och Sanandaji (2012).



nyföretagande och riskkapital i dessa sektorer. En central fråga är om denna skillnad kan hänföras till skillnader i hur optioner behandlas skattemässigt.

Ett instrument som skulle ha kunnat användas för att stimulera anställda att bli mer entreprenöriella och belöna deras entreprenörsanstängningar är just *personaloptioner*. Detta försvåras dock av skattesystemet. Samtidigt kom optioner i vanrykte i Sverige efter erfarenheter i framför allt börsnoterade företag under boomen i slutet av 1990-talet. Negativa erfarenheter ledde till att många i Sverige drog slutsatsen att optioner var olämpliga att använda i incitamentsprogram.

Om optioner knyts till anställningen och det finns en tidsmässig inlåsning är avkastningen i princip alltid lönebeskattad och dessutom belastas företaget med lagstadgade sociala avgifter. Utställaren av optionerna, dvs. företaget, betalar inte de sociala avgifterna förrän vid optionslösen. Detta utgör ännu en försvärande omständighet, eftersom företaget då inte vet vad optionsprogrammet kan komma att kosta förrän i efterhand. Vid inlösen-tillfället kan företaget drabbas av ett negativt kassaflöde vars storlek och tidpunkt är okänd på förhand.<sup>19</sup>

Förutom att dessa skatter dramatiskt minskar den framtida avkastningen och därigenom försvagar incitamenten skapar de kassaflödesproblem. Entreprenöriella bolag har föga förvånande ofta svaga kassaflöden tidigt i livscykeln, ett problem som förvärras om skattesystemet stipulerar att dessa skatter ska betalas tidigt. Om de som erhållit optioner är framgångsrika kommer de således att få en total skattebelastning på cirka 67 procent (marginalskatt på cirka 56 procent plus lagstadgade sociala avgifter). Därför finns heller inga incitament för grundare och andra nyckelpersoner att acceptera att arbeta till lägre lön i utbyte mot framtida ägarandelar, vilket gör att en viktig mekanism för att hålla nere kostnaderna i början av ett företags livscykel heller inte kan utnyttjas.

---

<sup>19</sup> Regelverket är komplext och skiljer på olika typer av incitamentsprogram, men det förefaller i princip alltid vara så att arbetstagaren lönebeskattas för avkastningen och detta gäller oavsett om det finns förbehåll såsom att incitamentsprogrammet förfaller om anställningen upphör, det inte kan överlätas och att det inte kan utnyttjas förrän efter viss intjänandetid. Likaså gäller för personaloptioner att beskattning sker när optionen löses in i aktier och inte när aktierna slutligen avyttras, vilket kan leda till stora skattebetalningar och ett stort risktagande för förmånstagaren. I det fall då beskattning utlösts vid optionslösen, men sedan en förlust uppstått då aktierna avyttrats sker ingen återbetalning av tidigare betald skatt vid tidpunkten för optionslösen. För ytterligare detaljer hänvisas till Henrekson och Sanandaji (2012) och Skatteverkets webbplats:

<http://www.skatteverket.se/privat/skatter/arbeteinkomst/formaner/incitamentsprogram.4.61589f801118cb2b7b280008449.html> (nedladdad 2012-02-12).

I USA beskattas sedan 1981 vinster på personaloptioner på samma sätt som andra kapitalvinster, dvs. med skattesatsen 15 procent från 2003. Skatt utgår heller inte förrän den underliggande aktien säljs. Denna ändrade beskattningsprincip tycks ha spelat en utomordentligt stor roll för framväxten av hela VC-näringen. Kapitalinkomstbeskattade personaloptioner har visat sig vara en effektiv institution för att harmoniera incitamenten hos entreprenörer, nyckelmedarbetare, investerare och kapitalförvaltare (Zider 1998; Gompers och Lerner 2001). De svenska skattereglerna gör det avsevärt mindre sannolikt för en högkompetent VC-näring med juridiskt säte i Sverige att växa fram (Lerner och Tåg 2012).

Kapitalbeskattning av vinster på optioner kan i Sverige erhållas om medarbetarna köper dem till marknadspris. Ett nystartat företag med tillväxtpotential kan få mycket kapital i startfasen, men ändå inte lyckas leverera positivt kassaflöde på flera år, med hög sannolikhet för konkurs. Grundarna och tidig nyckelpersonal är ofta unga och välutbildade, men utan stor privat förmögenhet. Att dessa personer i det läget ska köpa optioner till marknadspris har flera nackdelar. De senare har ju inte bara en stor del (mer än 100 procent om övriga nettotillgångar är negativa) av sina tillgångar i bolaget utan även det egna humankapitalet är investerat där. Att köpa optioner till marknadspris innebär då ett högt risktagande och kan vara svårt om medarbetarna saknar tillräcklig egen förmögenhet för att kunna genomföra köpet, vilket inte sällan kräver ansenliga belopp. Skattereglerna beräknar också optionens värde på basis av det investerade VC-bolagets värdering av den underliggande aktien. Detta innebär i sig en för hög värdering, eftersom VC-bolaget äger en portfölj av bolag och därför genom diversifiering kan minska sin risk, medan medarbetaren redan har hela sitt humankapital investerat i företaget.

Med de svenska skattereglerna kan ett sätt för grundaren/grundarna att få en låg kapitalbeskattning behöva vara att så snart externa ägare kommer in sälja hela företaget och lämna helt och hållet, eftersom denne då kan komma i åtnjutande av kapitalvinstbeskattning på 30 procent på den del av vinsten som överstiger 100 inkomstbasbelopp (5,2 miljoner kronor 2012). Detta förhindrar lösningen som utvecklats i framför allt Silicon Valley, dvs. avtal där entreprenörer har incitament att bygga kapitalvärden genom att de garanteras en framtida ägarandel i företaget utan att behöva ta på sig för stora finansiella risker. Likaså bortfaller möjligheten till

etappvis finansiering och de fördelar detta har att nedsidan kan begränsas så mycket som möjligt.

Om grundaren blir kvar kommer denne i stället att behålla kontrollen under företagets hela utveckling fram till en börsnotering eller försäljning. Som tidigare nämnt är en lösning för de externa finansiärerna att vid en svag utveckling ta kontrollen, men behålla grundaren. Denne får genom optioner möjlighet att återigen bli huvudägare under förutsättning att bolaget utvecklas i enlighet med en i avtal fastställd plan. Detta omöjliggörs i praktiken om hög beskattning gör de optioner som används i sådana avtal för dyra. Dessutom ökar de löpande kostnaderna genom att grundaren lämnat och nyckelmedarbetare kräver en högre löpande ersättning i form av lön när optionsinstrumentet inte kan användas på grund av beskattning. Henrekson och Sanandaji (2012) diskuterar mer ingående optioners betydelse för innovativt entreprenörskap samt hur skattereglerna påverkar användningen av instrumentet.

## 6 Bristande neutralitet mellan lånat och eget kapital

I likhet med nästan alla andra länder behandlar det svenska skattesystemet lånefinansiering lindrigare än finansiering genom eget kapital, då räntekostnader till skillnad från utdelningar är avdragsgilla. I direktiven till Företagsskattekommittén sägs bl.a. att det inte minst mot bakgrund av den finansiella krisen är viktigt med robusta och välkonsoliderade företag och att åtgärder som stärker det egna kapitalet i stället för att gynna lånefinansiering kan bidra till detta.

Dagens skattesystem är inte neutralt mellan finansieringsformer, utan främjar lånefinansiering jämfört med eget kapital, eftersom utdelningar inte är avdragsgilla för bolaget. Ett flertal studier påvisar att högre bolagsskatt leder till högre belånade företag (t.ex. Rajan och Zingales 1995, Gordon och Lee 2001, Desai m.fl. 2004, Huizinga m.fl. 2008 och Egger m.fl. 2010). Huizinga m.fl. (2008) kommer exempelvis fram till att en ökning av bolagsskatten med en procentenhet i genomsnitt leder till en ökning av relationen mellan skulder och eget kapital på 0,18 procent för fristående företag, och ännu mer för företag som är del i multinationella koncerner.

IMF:s analys av frågan drar slutsatsen att snedvridningen till förmån för skulder – *debt bias* – är ett betydande problem (De Mooij 2011). De Mooij skriver:

*One cannot compellingly argue for giving tax preferences to debt based on legal, administrative, or economic considerations. The evidence shows, rather, that debt bias creates significant inequities, complexities, and economic distortions. For instance, it has led to inefficiently high debt-to-equity ratios in corporations. It discriminates against innovative growth firms, impeding stronger economic growth.*

Som IMF skriver är det lättare att ha en hög skuldfinansieringsgrad i företag med låg risk i verksamheten och betryggande säkerheter. Ett skattemässigt gynnande av lånefinansiering tenderar därför att *de facto* gynna äldre, kapitalintensiva företag i mogna branscher. Därmed missgynnas nya branscher samt branscher präglade av intensiv användning av humankapital och immateriella tillgångar, t.ex. patent snarare än fysiskt kapital. Detta eftersom sådana tillgångar inte är lika belåningsbara. Likaså missgynnas nystartade entreprenöriella företag jämfört med mogna företag, även i samma bransch. Exempelvis är det av samma skäl lättare för fastighetsbolag att få lån med fastigheter som pant än för IT-företag och forskningsbolag inom biotech vars tillgångar i stor utsträckning består av oprövad teknologi. Det faktum att den svenska fastighetsbranschen är mer belånad än biotech-branschen innebär att den senare missgynnas av skattesystemet. Detta är ett exempel på hur mer innovativa branscher missgynnas av skattesystemet.

De mönster för belåningsgrad som man kan förvänta sig utifrån ekonomisk teori har empiriskt stöd. Bland annat visar Rajan och Zingales (1995) att belåningsgraden är högre bland större företag, bland företag med en högre andel materiella tillgångar och bland företag med lägre tillväxtpotential. Entreprenöriella branscher och företag har svårare att låna, och missgynnas därmed systematiskt av ett skattesystem som behandlar finansiering med lån mer förmånligt än finansiering med eget kapital.

Den ojämna spelplanen har ofta försvarats med att företagen alltid kan välja det företagsekonomiskt lönsammaste sättet att finansiera sig. Detta har oftast varit lånefinansiering till den internationellt givna riskjusterade kapitalmarknadsräntan. Men detta innebär problem för nya företag. Det innebär även att företag och branscher vars kapital inte består av maskiner och byggnader utan av kunskap, varumärken, patent, organisatoriskt kapital eller

entreprenöriell talang missgynnas. Den olikformiga skattebehandlingen leder även till att företag väljer andra ägar- och finansieringsformer än de annars skulle gjort, det vill säga att företags- och ägarstrukturen i ekonomin inte blir optimal utan styrs av skatter.

Hög belåningsgrad, framför allt i finansiella företag och fastighetsföretag, leder samtidigt till högre systemrisk i samhälls-ekonomin. Övåntade förluster i högt belånade företag leder oftare till konkurs och genom kedjereaktioner kan detta drabba även andra företag. Till skillnad från lånefinansiering fungerar eget kapital i dessa situationer som en buffert och minskar volatiliteten (Rogoff 1999, 2011). Negativa chocker absorberas av ägarna av tillgången, generellt utan större konsekvenser för andra. Chocker i lånefinansierade företag (eller länder) kan däremot leda till kedjereaktioner där det egna kapitalet tunnas ut eller utplånas, vilket genom spridningseffekter drabbar andra tillgångar i ekonomin, och i värsta fall leder detta till en makroekonomisk kris. Riskerna med allt för hög lånefinansiering blev tydliga under den svenska finans- krisen i början av 1990-talet, under Asienkrisen 1997 och krisen 2008–2009 i USA och flera europeiska länder.

Hur viktig skillnaden mellan lånefinansiering och finansiering genom eget kapital kan vara för storleken på konjunktursvängningarna illustreras av en jämförelse av utfallet efter att den amerikanska IT-bubblan brast 2000–2002 och efter att samma sak hände med den amerikanska bolånebubblan 2007–2009 (Gjerstad och Smith 2009). I det första fallet utplånades cirka 10 biljoner dollar av börsvärdet, i det andra fallet ”endast” cirka 3 biljoner dollar i fastighetstillgångar. Ändå var den negativa effekten på den reala ekonomin och på finansmarknaderna betydligt större i det senare fallet. Den kanske viktigaste orsaken är att tillgångarna i IT-bubblan utgjordes av eget kapital. När värdet föll drabbades förstås de hushåll och institutioner som ägde aktierna, dock få andra. I det senare fallet bestod huvuddelen av finansieringen av olika former av skulder. När tillgångarna föll i värde utplånades den lilla andel eget kapital som ägarna hade som buffert.

Många finansiella institutioner hamnade då på obestånd. När finansmarknaderna på detta sätt fungerade allt sämre drabbades den reala ekonomin, både genom den panik detta skapade och genom att finansmarknaden inte längre kunde sköta sin roll att finansiera investeringar, produktion och handel. Den höga lånefinansieringsgraden gjorde att relativt blygsamma förluster, genom den hävstångseffekt som belåning skapar, ledde till en mångdubbelt större

skada på den finansiella sektorns hälsotillstånd. Genom att en generellt sett högre grad av lånefinansiering ökar systemrisken i ekonomin, innebär detta att lånefinansiering ger upphov till en negativ extern effekt på hela samhällsekonomin. En sådan negativ systemeffekt uppkommer inte vid finansiering med eget kapital.

Sørensen (2010) pekar på bristande neutralitet mellan lånefinansiering och finansiering genom eget kapital som ett av problemen med den svenska kapitalstruktur. Han gör den grova uppskattningen att

*... the absolute efficiency loss from the tax bias against equity finance can be estimated to roughly 7.2 billion SEK. This loss reflects that a move towards uniform taxation of debt and equity would induce a reallocation from debt-financed investment with a relatively low pre-tax rate of return towards equity-financed investment with a relatively high rate of return before tax.*

De Mooij och Devereux (2009) undersökte på uppdrag av Europeiska kommissionen vilka välfärdsvinster som skulle kunna uppnås genom att skapa neutralitet mellan lån och finansiering med eget kapital. De använder sig av en simuleringsmodell. I modellen ingår bland annat företagens investeringar och även möjligheter att skatteplanera genom att skicka vinster till skatteparadis. De drar slutsatsen att en reform där ränteavdragen avskaffas och där besparingen helt används till lägre bolagsskatter i genomsnitt skulle ge upphov till en välfärdsvinst på 0,8 procent av BNP i EU-länderna. En orsak till detta är att multinationella företag skiftar vinster från länder med hög skatt till länder med låg skatt. För länder med relativt hög bolagsskatt och stor andel multinationella bolag, som Sverige, är välfärdsvinsten därför större. För Sveriges del uppskattar studien att en sådan reform under vissa antaganden skulle leda till en (årligen återkommande) välfärdsvinst på 1,9 procent av BNP, dvs. cirka 70 miljarder kronor. Enligt uppskattningen skulle den svenska bolagsskatten kunna halveras med en sådan reform med bibehållna eller marginellt högre bolagsskatteintäkter. Svensk BNP uppskattas växa med 2,6 procent och svensk sysselsättning med 0,8 procent genom neutralitet mellan lån och eget kapital, motsvarande nästan 40 000 nya jobb. Företagens skuldsättningsgrad förväntas också sjunka avsevärt, vilket skulle bidra till lägre systemrisk. Resultaten ska tolkas med försiktighet, men ger en indikation om att en reform som den ovan skisserade har potential att ge realekonomiska effekter.

Det finns potentiella samhällsekonomiska vinster av större skattemässig neutralitet mellan finansiering genom lån och med eget kapital. Samtidigt är bedömare överens om att dessa reformer är förenade med betydande praktiska svårigheter, och bör utformas på ett omsorgsfullt sätt. Företagens beteende är sedan en mycket lång tid anpassat till ett system med avdragsrätt för räntor, och att plötsligt ändra spelreglerna medför i sig systemrisker.

Ett annat sätt att uppnå ökad likabehandling mellan eget och lånat kapital är att eliminera eller i vart fall reducera den ekonomiska dubbelbeskattningen av eget kapital i ägarledet. Inom EU fanns tidigare (bl.a. i Finland) ett bolagsskattgottgörelsesystem (*imputation system*) som tillskrev ägaren den skatt som redan erlagts på bolagsnivå. Därmed uppnåddes enkelbeskattning av eget kapital. Eftersom inget land ville tillåta att även bolagsskatt betald i utlandet frånräknas skatten på ägarnivå, ansågs dessa regler strida mot EU-rätten och dessa system har avskaffats.

Ofta beskattas olika ägare med helt olika effektiva skattesatser. Det innebär att skattesystemet snedvrider ägarstrukturen till fördel för de ägare som har låg eller ingen ägarskatt alls. Ofta har utländska ägare väsentligt lägre skatt i ägarledet än i vart fall fysiska ägare har i Sverige. En studie genomförd av IBFD på uppdrag av Svenskt Näringsliv (IBFD 2009) visar att ägarskatterna i 33 jämförbara länder är 18 procent, medan de i normalfallet i Sverige uppgår till 30 procent. Sammanställningen i *Tabell A1* i Appendix visar också att kapitalvinstskatten på långa aktieinnehav är noll i 13 av OECD/BRIC-länderna och högst 20 procent i ytterligare elva länder i den gruppen.

Ett sätt att minska skillnaderna mellan eget och lånat kapital skulle därför vara att sänka den svenska kapitalskatten på utdelningar och kapitalvinster, men inte för räntor. En sänkning av kapitalinkomstskatten skulle dessutom ha en rad andra positiva effekter för finans- och penningpolitiken (Andersson 2012). Vidare står privatpersoner endast för en del av företagets finansiering. För övriga ägare skulle asymmetrin mellan eget och lånat kapital kvarstå. Om en sådan generell åtgärd inte kan genomföras finns det möjlighet att på företagsnivå införa ett avdrag för en avkastning på eget kapital som motsvarar räntan på lån. Detta system benämns ibland *Allowance for Corporate Equity* (ACE). Flera länder inom EU har ett sådant system, bland annat Belgien och Italien. ACE innebär att företagsskattebasen blir smalare och för att, allt annat lika, inbringa samma bolagsskatteintäkter i en statisk analys krävs

att bolagsskattesatsen höjs. Då högre bolagsskattesats ökar snedvridningarna är det utifrån ekonomisk teori en öppen fråga om de sammantagna snedvridningarna ökar eller minskar med ett ACE-system.

## 7 Avslutning

Ett av de mest omdebatterade områdena sedan ”århundradets skattereform” trädde i kraft 1991 är beskattningen av privatpersoners utdelningsinkomster och kapitalvinster på aktier. Det har ibland hävdats att hög skatt på kapitalinkomster som härrör från ägandet av företag inte har betydande negativa ekonomiska konsekvenser. Denna slutsats beror på att man hårdrar resultaten från så kallade *new view*-modeller samt till dessa närliggande teoribildningar. Om ett antal antaganden är uppfyllda kan det visas att hög ägarbeskattning inte är ett samhällsekonomiskt problem. Inte minst krävs att ett företags ägar- och finansieringsstruktur saknar relevans för hur effektivt företaget sköts, för dess tillväxt, för hushållens utbud av kapital till företag samt för benägenheten att överhuvudtaget starta företag och att den svenska kapitalmarknaden är helt integrerad med den internationella kapitalmarknaden.

Detta är dock långtgående antaganden. Många av antagandena kan kanske sägas vara uppfyllda i stor utsträckning för stora företag med spritt ägande och med en så hög lönsamhet att investeringar kan finansieras med kvarhållna vinstmedel. Även för dessa företag kan dock skatten på erhållna utdelningar leda till sämre ägarstyrning, då incitamenten att öka företagets vinst sjunker om ägarna får behålla en mindre del av utdelningen. Att dra policy slutsatsen att utdelningsskatten *generellt sett* är av ringa betydelse för investeringarnas inriktning och omfattning är därför att gå mycket längre än vad som kan motiveras utifrån ekonomisk forskning. *New view*-modellerna har gett viktiga bidrag till forskningen och ger också flera intressanta policy slutsatser. Liksom nästan alla andra ekonomiska modeller beaktar *new view*-modellerna enbart en del av verkligheten och kan därför enbart användas som en av flera delar i ett beslutsunderlag för policybeslut. Ingen modell klarar av att samtidigt ta hänsyn till alla relevanta mekanismer som påverkar den optimala utformningen av bolags- och kapitalinkomstskattesystemen. Vår centrala poäng är att det finns många andra mekanismer som är relevanta för utformningen av dessa system och att



det är viktigt för beslutsfattare att även ha kännedom om dessa mekanismer och vad forskningen säger om dessa mekanismers relevans i olika sammanhang.

Vi har i denna expertrapport, skriven på uppdrag av Företagsstattekommittén, först diskuterat *new view*-modellerna. I dessa modeller beaktas inte effekten av en effektiv bolagsstyrning, betydelsen av entreprenörsinsatser samt betydelsen av inhemska ägare för näringslivets dynamik. Förenklingar kan vara motiverade om en modell har ett snävt syfte, men att anta bort snedvridande mekanismer kan vara problematiskt om modellen ska ge vägledning i utformningen av en optimal beskattning.

Efter att ha diskuterat *new view*-modellen går vi igenom ett antal andra modeller som fångar olika mekanismer. *Traditional view*, som antar att företag på marginalen finansierar sina investeringar med nyemissioner. *Agency view*-modeller analyserar utdelningars funktion i företag med spritt ägande, utifrån en så kallad principal-agent-modell. I *agency view*-modeller får, som nämnts ovan, skatt på utdelningar via sämre ägarstyrning negativa effekter på företagets lönsamhet. Entreprenörsdrivna företag avviker i mycket hög utsträckning från de antaganden som måste vara uppfyllda i en *new view*-modell. Investeringarna kan av uppenbara skäl inte finansieras med kvarhållna vinstmedel. Många personer behöver samarbeta, samtidigt som detta samarbete kännetecknas både av gemensamma intressen (hög vinst) och intressekonflikter (hur vinsten ska fördelas). Vidare har inte alla personer som spelar viktiga roller i entreprenöriella företag samma information. Det är viktigt att förstå hur entreprenöriella företag fungerar för att skattesystemet inte oavsiktligt ska hindra effektiva lösningar av de speciella problem som entreprenöriella företag möter.

Vi diskuterar också hur pass integrerad den svenska kapitalmarknaden är med den internationella kapitalmarknaden och vilka följder den bristande neutraliteten mellan eget och lånat kapital har. Vi konstaterar att det finns en stark s.k. *home bias* på kapitalmarknaden. Investerare tenderar att ha en mycket högre andel av sina tillgångar i hemlandet än vad som skulle vara fallet om kapitalmarknaderna vore helt integrerade. Eget kapital behandlas sämre än lånat kapital skattemässigt. Det beror på att räntan på lånat kapital är avdragsgill för företaget, medan avkastningen på eget kapital, dvs. utdelningen, inte är avdragsgill. Detta för med sig en rad nackdelar. Den första uppenbara nackdelen är att den bristande neutraliteten snedvrider företagets finansieringsbeslut. Det stannar dock

inte där. Skattefördelen för skulder leder till högre belånade företag, vilket gör ekonomin känsligare för konjunktursvingar. Vidare leder skattefördelen för lånat kapital till att företag som inte kan ersätta eget kapital med lånat kapital missgynnas. Det gäller t.ex. i stor utsträckning nya innovativa företag, vilket är olyckligt då innovativa företag tenderar att ha större positiva externa effekter i ekonomin än andra företag. Detta beror på att teknologisk innovation generellt sett antas leda till vinster för samhällsekonomin som är större än den privata avkastning som tillkommer ägarna.

Vi har i denna rapport gått igenom ett antal olika modeller som är relevanta för utformningen av skattelagstiftningen. Vårt intryck är att *new view*-modellerna sedan länge är välkända för beslutsfattarna. Detta är förstås positivt. Vi vill i denna rapport lyfta fram även ett antal andra modeller som också kan användas som underlag för policybeslut. Ingen av dessa modeller tar hänsyn till alla relevanta aspekter av verkligheten. De ska därför inte ses som alternativ till *new view* utan som kompletterande verktyg som kan användas när de är tillämpliga.

Vi kommer inte i denna rapport med några konkreta policyrekommendationer, men vill avslutningsvis peka på några områden där skattepolitiken skulle kunna förbättras. Framför allt vill vi peka på områden där skattesystemet skulle kunna förbättras för att ge bättre villkor (eller sluta missgynna) entreprenöriella företag. Detta är särskilt viktigt för ett land som Sverige som har relativt gynnsamma förutsättningar för entreprenörskap i den kunskapsintensiva sektorn, inte minst tack vare en hög utbildningsnivå med många tekniskt/naturvetenskapligt utbildade och flera globala storföretag aktiva i forskningsintensiva branscher.

Entreprenörer som framgångsrikt startar snabbt växande företag i kunskapsintensiva sektorer tenderar att vara ovanligt kompetenta. Detta inkluderar typiskt en lång formell utbildning, kreativitet, hög risktolerans, förmåga att leda andra samt industriell erfarenhet. Potentiellt framgångsrika entreprenörer är därför få och inte lätta att ersätta. De med störst potential tenderar att ha redan välbetalda, trygga karriärer i existerande företag. För att överge en attraktiv anställning och utsätta sig för risken för misslyckande (som alltid är stor, ofta långt större än 50 procent) krävs att belöningen är stor för de få som lyckas. Om skatterna tar alltför stor del av avkastningen kommer det att få negativa effekter på antalet entreprenöriella företag.

Skatter påverkar utbudet av entreprenörskap och av aktivt ägande, samt påverkar möjligheten att sluta skatteeffektiva avtal mellan entreprenörer, externa finansiärer och nyckelmedarbetare. Skatter är enligt vår bedömning en svag punkt i det svenska institutionella ramverket för entreprenöriella företag.

Även om inte skattesystemets utformning ensamt kan skapa ett drivhusklimat för nya och snabbväxande företag, är det av fundamental betydelse. Om skattereglerna är utformade på ett sätt som (oavsiktligt) skapar problem för entreprenörskap och utövande av aktivt ägande, förefaller det svårt att finna andra policyåtgärder som kan kompensera för detta.

Ett alternativ till att anpassa skattereglerna till entreprenöriella företags förutsättningar skulle kunna vara att staten med olika insatser försöker tillföra riskkapital och gynna FoU och innovationer t.ex. att via skatteincitament eller regleringar styra placerare att investera i venture capital, eller att subventionera utgifter för FoU, t.ex. genom att mer än 100 procent av utgiften får dras av. En sådan slutsats har svagt empiriskt stöd. Den offentliga sektorn har inte oväntat visat sig mindre framgångsrik när det gäller att identifiera projekt som utvecklas till framgångsrika företag. Att välja vinnare har redan visat sig vara svårt för de vinstdrivande finansiella aktörer som specialiserar sig på detta. Dessutom tycks framgång kräva hård ”styrning” av bolagen och brutala krav, något som den offentliga sektorn inte heller är lämplig för. Även om forskningen inte är entydig visar genomgångar av bland annat Harvardprofessorn Josh Lerner (2009) att direkta offentliga satsningar för att stimulera entreprenörskap nästan alltid misslyckats. Om i stället incitamenten utformas så att drivkrafterna till produktiva entreprenörsinsatser stärks, ökar både efterfrågan på riskkapital och avkastningen på FoU-investeringar.

Ett förstahandsalternativ för att främja entreprenörskap är enligt vår uppfattning att justera skattesystemet där det, oavsiktligt, skapar stora snedvridningar för entreprenörer och entreprenöriella företag. Exempel på detta är att beskattningen av personaloptioner i vissa fall gör att det som ekonomiskt sett är kapitalinkomst i stället klassas som arbetsinkomst och därmed beskattas hårt. Problemet med detta är att det försvårar för entreprenören och externa finansiärer att teckna de avtal som innehåller den optimala fördelningen av ägandet av företaget vid olika utfall. Den bristande neutraliteten mellan lånat och eget kapital är en stor fråga för företagssektorn som helhet, men mer allvarlig för mindre innova-

tiva företag. Beskattningen av försäljningen av onoterade aktier bör också ses över, då det som är entreprenöriell inkomst i vissa fall klassas som arbetsinkomst och därmed får en hög skattebelastning.

## Appendix

**Tabell A1** Kapitalvinstskatt vid försäljning av långsiktiga innehav av aktier i ett antal länder år 2011 (eller senast tillgängliga år).

Land	Skattesats	Minsta innehavstid
<b>0 %</b>		
Belgien		0
Grekland		0
Indien		1 år
Island		0
Luxemburg		6 mån
Kina		0
Mexiko		0
Nederländerna		0
Nya Zeeland		0
Schweiz		0
Tjeckien		6 mån
Turkiet		0
Österrike		1 år
<b>1–10 %</b>		
Slovenien	10 %	10 år
<b>11–20 %</b>		
Brasilien	15 %	0
Chile	20 %	0
Israel	20 %	0
Japan	20 %	0
Korea	20 %	0
Polen	19 %	6 mån
Ryssland	13 %	0
Slovakien	19 %	0
Ungern	16 %	0
USA*	19,1 %	1 år

*Källa:* Carroll och Prante (2012).

*Anm.:* Urvalet utgörs av samtliga OECD-länder samt BRIC-länderna och alla länder där skattesatsen är ≤ 20 procent har medtagits. Enskilda detaljer framgår närmare i källan och av respektive lands regelverk. I de fall då det står "0" i kolumnen minsta innehavstid är den angivna skattesatsen oberoende av innehavstiden.

\*Skattesatsen för USA baserar sig på genomsnittlig skatt på delstatsnivå. Den federala skattesatsen är 15 procent.

## Referenser

- Andersson, Krister (2012), "Särskilt yttrande av experten Krister Andersson". I *Skatteincitament för riskkapital. Delbetänkande av Företagsskattekommittén*. SOU 2012:3. Stockholm: Fritzes, 346–351.
- Apel, Mikael och Jan Södersten (1999), "Personal Taxation and Investment Incentives in a Small Open Economy". *International Tax and Public Finance* 6(1), 79–88.
- Asimakopulos, Athanasios och John B. Burbidge (1975), "Corporate Taxation and the Optimal Investment Decisions of Firms". *Journal of Public Economics* 4(3), 281–287.
- Attanasio, Orazio P. och Matthew Wakefield (2010), "The Effects of Consumption and Saving of Taxing Asset Returns". I James Mirrlees m.fl., red., *Dimensions of Tax Design: The Mirrlees Review*. Oxford: Oxford University Press, 676–736.
- Auerbach, Alan J. (1979), "Share Valuation and Corporate Equity Policy". *Journal of Public Economics* 11(3), 291–305.
- Auerbach, Alan J. (2002), "Taxation and Corporate Financial Policy". I Alan J. Auerbach och Martin S. Feldstein, red., *Handbook of Public Economics, Vol. 3*. Amsterdam: North-Holland, 1251–1292.
- Auerbach, Alan J. och Kevin A. Hassett (2002), "On the Marginal Source of Investment Funds". *Journal of Public Economics* 87(1), 205–232.
- Auerbach, Alan och Kevin A. Hassett (2006), "Dividend Taxes and Firm Valuation: New Evidence". *American Economic Review* 96(2), 119–123.
- Autio, Erkki (2007), *Global Entrepreneurship Monitor: 2007 Global Report on High-Growth Entrepreneurship*. Babson Park, MA och London, UK: Babson College och London Business School.
- Bai, Yai och Jing Zhang (2010), "Solving the Feldstein-Horioka Puzzle With Financial Frictions". *Econometrica* 78(2), 603–632.
- Baumol, William J. (2010), *The Microtheory of Innovative Entrepreneurship*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- Bengtsson Ola och David Hsu (2010), "How Do Venture Capital Partners Match with Startup Founders?". Working Paper. Tillgänglig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1568131>
- Bengtson, Ola (2011), "Covenants in Venture Capital Contracts". *Management Science*, under utgivning.
- Bhidé, Amar (2008), *The Venturesome Economy: How Innovation Sustains Prosperity in a More Connected World*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bianchi, Milo och Magnus Henrekson (2005), "Is Neoclassical Economics still Entrepreneurless?". *Kyklos* 58(3), 353–377.
- Black, Fisher (1976), "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management* 2(1), 5–84.
- Black, Bernard S. och Ronald J. Gilson (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets". *Journal of Financial Economics* 47(3), 243–277.
- Bradford, Douglas F. (1981), "The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions". *Journal of Public Economics* 15(1), 1–22.
- Braunerhjelm, Pontus, Zoltan J. Acs, David B. Audretsch och Bo Carlsson (2010), "The Missing Link: Knowledge Diffusion and Entrepreneurship in Endogenous Growth". *Small Business Economics* 34(2), 105–125.
- Brown, Jeffrey R., Nellie Liang och Scott Weisbenner (2007), "Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut". *Journal of Finance* 62(4), 1935–1965.
- Carlsson, Bo, Zoltan J. Acs, David B. Audretsch och Pontus Braunerhjelm (2009), "Knowledge Creation, Entrepreneurship and Economic Growth: A Historical Review". *Industrial and Corporate Change* 18(6), 1193–1229.
- Carroll, Robert, Douglas Holtz-Eakin, Mark Rider och Harvey S. Rosen (2000a), "Income Taxes and Entrepreneurs' Use of Labor". *Journal of Labor Economics* 18(2), 324–355.
- Carroll, Robert, Douglas Holtz-Eakin, Mark Rider och Harvey .S. Rosen (2000b), "Entrepreneurs, Income Taxes, and Investment". I Joel B. Slemrod, red., *Does Atlas Shrug? The Economic Consequences of Taxing the Rich*. New York: Russell Sage Foundation.

- Carroll, Robert, Douglas Holtz-Eakin, Mark Rider och Harvey S. Rosen (2001), "Personal Income Taxes and the Growth of Small Firms". I James M. Poterba, red., *Tax Policy and the Economy* 15. Cambridge, MA: MIT Press, 121–148.
- Carroll, Robert och Gerald Prante (2012), "Corporate Dividend and Capital Gains Taxation: A Comparison of the United States to other Developed Nations" Ernst & Young, februari, [http://asi.gpgwebreview.com/assets/EY\\_ASI\\_Dividend\\_and\\_Capital\\_Gains\\_International\\_Comparison\\_Report\\_2012-02-03.pdf](http://asi.gpgwebreview.com/assets/EY_ASI_Dividend_and_Capital_Gains_International_Comparison_Report_2012-02-03.pdf)
- Cavanagh, Gordon (2011), *Quarterly National Accounts*. Dublin: Central Statistics Office.
- Chetty, Raj och Emmanuel Saez (2005), "Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut". *Quarterly Journal of Economics* 120(3), 791–833.
- Chetty, Raj och Emmanuel Saez (2006), "The Effects of the 2003 Dividend Tax Cut on Corporate Behavior: Interpreting the Evidence". *American Economic Review* 96(2), 124–129.
- Chetty, Raj och Emmanuel Saez (2010), "Dividend and Corporate Taxation in an Agency Model of the Firm". *American Economic Journal: Economic Policy* 2(3), 1–31.
- Chetty, Raj, John Friedman, Tore Olsen och Luigi Pistaferri (2011), "Adjustment Costs, Firm Responses, and Micro vs. Macro Labor Supply Elasticities: Evidence from Danish Tax Records". *Quarterly Journal of Economics* 126(2), 749–804.
- Dahlquist, Magnus, Lee Pinkowitz, René Stulz och Rohan Williamson (2003), "Corporate Governance and the Home Bias". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1), 87–110.
- De Mooij, Ruud (2011), "Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions". IMF Staff Discussion Note. Washington, DC: International Monetary Fund.
- De Mooij, Ruud och Michael P. Devereux (2009), "Alternative Systems of Business Tax in Europe: An Applied Analysis of ACE and CBIT Reforms". Directorate General Taxation and Customs Union, European Commission, Brussels: Taxation Papers nr 17.



- Denis, Diane K. och John J. McConnell (2003), "International Corporate Governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1), 1–36.
- Desai, Mihir, Fritz Foley och James Hines, (2004), "A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets". *Journal of Finance* 59(6), 2451–2487.
- Durnev, Artyom, Randall K. Morck och Bernard Yeung (2004), "Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Returns Variation". *Journal of Finance* 59(1), 65–106.
- Egger, Peter, Wolfgang Eggert, Christian Keuschnigg och Hannes Winner, (2010), "Corporate Taxation, Debt Financing and Foreign Plant Ownership". *European Economic Review* 54(1), 96–107.
- Ekonomistyrningsverket (2011), "Prognos Statens budget och de offentliga finanserna". Rapport ESV 2011:33 september. Stockholm.
- Eliasson, Gunnar (1996), *Firm Objectives, Controls and Organization: The Use of Information and the Transfer of Knowledge within the Firm*. Dodrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Engström, Per och Bertil Holmlund (2009), "Tax Evasion and Self-Employment in a High-Tax Country: Evidence from Sweden". *Applied Economics* 41(19), 2419–2430.
- Entreprenörskapsforum (2011), *Entreprenörskap i Sverige – Nationell rapport 2011*. Stockholm. Entreprenörskapsforum.
- Feldstein, Martin S. (1970), "Corporate Taxation and Dividend Behavior". *Review of Economic Studies* 37(1), 57–72.
- Feldstein, Martin S. och Charles Horioka (1980), "Domestic Savings and International Capital Flows". *Economic Journal* 90(358), 314–329.
- French, Kenneth R. och James M. Poterba (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets". *American Economic Review* 81(2), 222–226.
- Gentry, William M. och Glenn R. Hubbard (2004), "Entrepreneurship and Household Saving". *Advances in Economic Analysis & Policy* 4(1), Article 8.
- Gjerstad, Steven and Vernon Smith (2009), "From Bubble to Depression?". *Wall Street Journal*, 6 april.

- Gompers, Paul A. och Josh Lerner. (1998), "What Drives Venture Capital Fundraising?". *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, July, 149–192.
- Gompers, Paul A. och Josh Lerner (1999), "An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership". *Journal of Financial Economics* 51(1), 3–44.
- Gompers, Paul A. och Josh Lerner (2001), *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Gordon, Roger H. och Lans A. Bovenberg (1996), "Why Is Capital So Immobile Internationally? Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation". *American Economic Review* 86(5), 1057–1075.
- Gordon, Roger H. och Martin Dietz (2006), "Dividends and Taxes". NBER Working Paper nr 12292. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Gordon, Roger H. och Young Lee (2001), "Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data". *Journal of Public Economics* 82(2), 195–224.
- Hall, Robert och Susan E. Woodward (2010), "The Burden of the Nondiversifiable Risk of Entrepreneurship". *American Economic Review* 100(3), 1163–1194.
- Harberger, Arnold (1962), "The Incidence of the Corporate Income Tax". *Journal of Political Economy* 70(3), 215–240.
- Harberger, Arnold (1966), "Efficiency Effects of Taxes on Income from Capital". I Marian Krzyzaniak, red., *Effects of Corporation Income Tax*. Detroit: Wayne State University Press, 107–117.
- Henrekson, Magnus och Ulf Jakobsson (2012), "The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?". *Corporate Governance: An International Review* 20(2), 212–227.
- Henrekson, Magnus och Dan Johansson (2010), "Gazelles as Job Creators: A Survey and Interpretation of the Evidence". *Small Business Economics* 35(2), 227–244.
- Henrekson, Magnus och Dan Johansson (2009), "Competencies and Institutions Fostering High-Growth Firms". *Foundations and Trends in Entrepreneurship* 5(1), 1–80.

- Henrekson, Magnus och Tino Sanandaji (2012), "Beskattning av personaloptioner och innovativt entreprenörskap". Stencil. Stockholm: Institutet för Näringslivsforskning.
- Holderness, Clifford G. (2009), "The Myth of Diffuse Ownership in the United States". *Review of Financial Studies* 22(4), 1377–1408.
- Huizinga, Harry (2010), "The Behavior of International Firms and UK Tax Policy". I James Mirrlees m.fl., red., *Dimensions of Tax Design*. Oxford: Oxford University Press, 900–904.
- Huizinga, Harry, Luc Laeven och Gaëtan Nicodème (2008), "Capital Structure and International Debt Shifting". *Journal of Financial Economics* 88(1), 80–118.
- Huizinga, Harry och Gaëtan Nicodème (2006), "Foreign Ownership and Corporate Income Taxation: An Empirical Evaluation". *European Economic Review* 50(5), 1223–1244.
- Hurst, Erik och Benjamin W. Pugsley (2010), "Non Pecuniary Benefits of Small Business Ownership". Working Paper, University of Chicago.
- IBFD (2009), *Ägarskatter i 34 länder – en detaljerad kartläggning*. Stockholm: Svenskt Näringsliv och IBFD.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review* 76(2), 323–329.
- Jensen, Michael C. och William H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3(4), 305–360.
- Johansson, Dan (2010), "The Theory of the Experimentally Organized Economy and Competence Blocs: An Introduction". *Journal of Evolutionary Economics* 20(2), 185–201.
- Kaplan, Steven N. och Josh Lerner (2010), "It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital". *Journal of Applied Corporate Finance* 22(2), 36–47.
- Kaplan, Steven N. och Antoinette Schoar (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows". *Journal of Finance* 60(4), 1791–1823.
- Kaplan, Steven N. och Per Strömberg (2003), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts". *Review of Economic Studies* 70(2), 281–315.

- Kaplan, Steven N. och Per Strömberg (2004), "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses". *Journal of Finance* 59(5), 2177–2210.
- Keuschnigg Christian och Søren Bo Nielsen (2004), "Taxation and Venture Capital Backed Entrepreneurship". *International Tax and Public Finance* 11(4), 369–390.
- King, Mervyn A. (1977), *Public Policy and the Corporation*. London: Chapman-Hall.
- Kleven, Henrik och Esben Schultz, (2011), "Estimating Taxable Income Responses Using Danish Tax Reforms". Working Paper, Copenhagen Business School och London School of Economics.
- Knight, Frank H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston: Houghton Mifflin Company.
- Kortum, Samuel och Josh Lerner (2000), "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation". *RAND Journal of Economics* 31(4), 674–692.
- Lerner, Josh (2009), *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do about It*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Lerner, Josh och Joacim Tåg (2012), "Institutions and Venture Capital". IFN Working Paper nr 897. Stockholm: Institutet för Näringslivsforskning.
- Morck, Randall K. och Bernard Yeung (2005), "Dividend Taxation and Corporate Governance". *Journal of Economic Perspectives* 19(3), 163–180.
- Nam, Jouahn, Jun Wang och Ge Zang (2010), "The Impact of the Dividend Tax Cut and Managerial Stock Holdings on Corporate Dividend Policy". *Global Finance Journal* 21(3), 275–292.
- Norbäck, Pehr-Johan, Lars Persson och Jonas Vlachos (2009), "Cross-Border Acquisitions and Taxes: Efficiency and Tax Revenues". *Canadian Journal of Economics* 42(4), 1473–1500.
- Obstfeld, Maurice och Kenneth S. Rogoff (2000), "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Cause?". I Ben Bernanke och Kenneth S. Rogoff, red., *NBER Macroeconomics Annual 2000*. Cambridge, MA: MIT Press, 339–390.

- OECD (2007), *Fundamental Reform of Corporate Income Tax*. OECD Tax Policy Studies No. 16. Paris: OECD.
- OECD (2008), "Measuring Entrepreneurship – A Digest of Indicators". OECD – Eurostat Entrepreneurship Indicators Programme. Paris: OECD.
- Piketty, Thomas (2010), "Wealth Taxation in the 21st Century: A Personal View". I James Mirrlees m.fl., red., *Dimensions of Tax Design: The Mirrlees Review*. Oxford: Oxford University Press, 825–831.
- Poterba, James M. (2004), "Taxation and Corporate Payout Policy". *American Economic Review* 94(2), 171–175.
- Poterba, James M. och Lawrence H. Summers (1985), "The Economic Effects of Dividend Taxation". I Edward I. Altman och M. G. Subrahmanyam, red., *Recent Advances in Corporate Finance*. Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Quadrini, Vincenzo (1999), "The Importance of Entrepreneurship for Wealth Concentration and Mobility". *Review of Income and Wealth* 45(1), 1–19.
- Rajan, Raghuram och Luigi Zingales (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance* 50(4), 1421–1460.
- Ramsey, Frank P. (1928), "A Mathematical Theory of Saving". *Economic Journal* 38(152), 543–559.
- Rogoff, Kenneth S. (1999), "Institutions for Reducing Global Financial Instability". *Journal of Economic Perspectives* 13(4), 21–42.
- Rogoff, Kenneth (2011), "Global Imbalances without Tears". Project Syndicate, March.
- Rosa, Catarina D. M. och Kristiina Raade (2006), "Profitability of Venture Capital Investment in Europe and the United States". Economic Papers No. 245, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Brussels: European Commission.
- Saez, Emmanuel (2010), "Do Taxpayers Bunch at Kink Points?". *American Economic Journal: Economic Policy* 2(3), 180–212.
- Sanandaji, Tino (2011), *Essays in Entrepreneurship Policy*. Doctoral Dissertation in Public Policy. Chicago, IL: Irving B. Harris Graduate School of Public Policy Studies, University of Chicago.

- Sarasvathy, Saras D., Nicholas Dew, S. Ramakrishna Velamuri och Sankaran Venkataraman (2010), "Three Views of Entrepreneurial Opportunity". I Zoltan J. Acs och David B. Audretsch, red., *Handbook of Entrepreneurship Research: An Interdisciplinary Survey and Introduction*. New York: Springer.
- Schumpeter, Joseph A. (2004 [1934]), *The Theory of Economic Development*. London: Transaction Publishers.
- Sercu, Piet och Rosanne Vanpee (2007), "Home Bias in International Equity Portfolios: A Review". Working Paper tillgängligt på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1025806> or doi:10.2139/ssrn.1025806.
- Shleifer, Andrei och Robert W. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance". *Journal of Finance* 52(3), 1131–1150.
- Sinn, Hans-Werner (1991a), "Taxation and the Cost of Capital: The 'Old' View, the 'New' View and Another View". I David F. Bradford, red., *Tax Policy and the Economy* 5. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 25–54.
- Sinn, Hans-Werner (1991b), "The Vanishing Harberger Triangle". *Journal of Public Economics* 45(3), 271–300.
- SOU 1989:34, *Reformerad företagsbeskattning: betänkande av Utredningen om reformerad företagsbeskattning – (URF)*. Stockholm: Allmänna Förlaget.
- SOU 1995:104, *Skattereformen 1990–1991: en utvärdering*. Betänkande av Kommittén för utvärdering av skattereformen (KUSK). Stockholm: Fritzes.
- SOU 2002:52, *Beskattning av småföretagare. Del 1. 3:12-reglerna*. Stockholm: Fritzes.
- Södersten, Jan (1994), "Bör utdelningar förbli skattefria?". *Skattenytt* 44(10), 592–606.
- Sørensen, Peter Birch (2010), *Swedish Tax Policy – Recent Trends and Future Challenges*. Stockholm: Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO).
- Stiglitz, Joseph (1973), "Taxation, Corporate Financial Policy, and the Cost of Capital". *Journal of Public Economics* 2(1), 1–34.
- Tesar, Linda och Ingrid Werner (1995), "Home Bias and High Turnover". *Journal of International Money and Finance* 14(4), 467–492.

- Tirole, Jean (2001), "Corporate Finance". *Econometrica* 69(1), 1–35.
- Wiklund, Johan, Per Davidsson och Frédéric Delmar (2003), "What Do They Think and Feel about Growth? An Expectancy-Value Approach to Small Business Managers' Attitudes Toward Growth". *Entrepreneurship Theory and Practice* 27(3), 247–270.
- Zider, Bob (1998), "How Venture Capital Works". *Harvard Business Review* 76(6), 131–139.
- Östros, Thomas (1997), Snabbprotokoll 1997/98:121 Anf. 137  
Statsrådet Thomas Östros (s). Stockholm: Sveriges riksdag.