

Påverkar skatter på ägarnivån företags och företagares beteende?

nr 7 2014 årgång 42

Hur ägarskatter påverkar företags aktivitet är en fråga där meningsskiljaktigheterna är stora mellan olika teoribildningar. Skattemodeller som inkorporerar mer komplexa aspekter, som kapitalmarknadsimperfektioner, ägarstyrning och entreprenörskap, kommer fram till andra slutsatser om ägarskatter än enklare skattemodeller. I artikeln lyfter vi fram nya empiriska studier som hittar tydliga belegg för att ägarskatter påverkar företagets beteende. Det har visat sig viktigt att skilja på hur olika typer av företag reagerar på olika slags skatter. Kapitalstarka företag tycks exempelvis påverkas annorlunda av ändrade utdelnings-skatter än tillväxtföretag, där det egna kapitalet är en knapp resurs.

Kapitalskatter har i många standardmodeller en negativ inverkan på bl a sparande, investeringar, nyföretagande och effektiv bolagsstyrning. Det finns dock en teoribildning inom skatteforskningen enligt vilken kapitalbeskattning på ägarnivån under vissa förutsättningar inte har negativa konsekvenser för investeringar och företagande (Auerbach 2002). Denna idétradition kallas ibland ”den nya synen” på ägarbeskattning. I Sverige har den nya synen haft en avgörande inverkan på skattepolitiken och har använts som argument för att bibehålla internationellt sett höga skatter på ägande och företagande (t ex Agell m fl 1995). Perspektivet på Sverige som en liten öppen ekonomi har samtidigt utmynnat i slutsatsen att svenska skatter på ägande inte minskar investeringsnivån i landet, då utländska företag antas fullt ut kompensera för svenska ägares minskade investeringar.

Dessa argument har i den svenska debatten ofta sammankopplats och förstärkt varandra. Detta har bidragit till att utredningar och inflytelserika bedömare har landat i slutsatsen att beskattningen av inhemska ägare till skillnad från bolagsskatter är av ringa betydelse eller t o m helt saknar betydelse. Bland annat Företagsskattekommittén, som presenterade sitt slutbetänkande i juni 2014 (SOU 2014:40), är färgad av detta synsätt.

Syftet med denna artikel är att göra en uppdaterad översikt och utvärdering av nationalekonomisk forskning kring ägarbeskattningens effekt på företagande. Med företagande avser vi här både nyföretagande och att styra eller finansiera existerande företag. Med ägarskatter avser vi de kapitalskatter som belastar företagets ägare snarare än företaget självt. I allt väsentligt handlar det om två slags skatter: *skatt på utdelning* och *kapitalvinstskatt på värdestegring*. Den senare benämns ibland reavinstskatt. Bolagsskatten betraktas däremot inte som en ägarskatt med denna terminologi. Vi finner att senare års såväl teoretiska som empiriska forsk-

MAGNUS HENREKSON OCH TINO SANANDAJI

Magnus Henrekson är professor och vd för Institutet för Näringslivsforskning (IFN). Han forskar huvudsakligen om entreprenörskapets ekonomi. magnus.henrekson@ifn.se

Tino Sanandaji är PhD från University of Chicago och forskare vid IFN. Han forskar huvudsakligen om entreprenörskapets ekonomi. tino.sanandaji@ifn.se

Vi tackar Karl-Adam Bonniers Stiftelse för finansiellt stöd. Uppsatsen bygger i hög grad på Henrekson och Sanandaji (2014a). Den läsare som vill ha fylligare referenser och källhänvisningar hänvisas till detta arbete.

ning ger stöd för synen att ägarskatter påverkar företagens beteende, i strid med ”den nya synen”.

1. Vad krävs för att ägarbeskattningen ska vara irrelevant?

Harberger (1962) initierade den inriktning som kom att kallas den traditionella synen på kapitalbeskattning. I modellen analyseras kapitalallokering i en ekonomi med en formell sektor, där kapitalägares avkastning beskattas, och en informell sektor, där kapitalets avkastning inte beskattas. Skatter på ägare ger upphov till en snedvridning, där investeringar leds bort från den beskattade sektorn till den obeskattade. Det totala sparandet i ekonomin tas för givet i en modell som endast studerar hur ett givet sparkapital allokteras mellan sektorer. Teorin rör sig på sektornivå och modellerar varken företag eller entreprenörer på mikronivå. All verksamhet antas vara finansierad med nyemissioner. Detta innebär att de investeringar och det nyföretagande som leder ekonomin mot jämvikt sker automatiskt eller på ett sätt som ligger utanför modellens ram. Harbergers efterföljare vidareutvecklade givetvis analysen i denna enkla modell, men en rad centrala drag kvarstår. Framför allt antas att tillförseln av eget kapital genom nyemissioner spelar en fortsatt viktig roll i företagets finansieringsstrategier.

King (1977) gav upphov till den s k nya synen på företagsbeskattning. I motsats till den traditionella synen är slutsatsen i den nya synen att företagets marginella kapitalkostnad under vissa antaganden är oberoende av utdelningsskatten, dvs att utdelningsskatter inte påverkar investeringarna. Ett viktigt antagande är just att den marginella investeringen finansieras genom återinvesterade vinster och inte genom nyemission eller belåning. Detta innebär att investeringen finansieras av kapital ”fångat” i företaget. Skatten är redan kapitaliserad. Därför är pengarna inom bolaget värda mindre för ägarna oavsett om de återinvesteras eller betalas ut. Staten blir genom skatten en ”tyst” partner i bolaget. Vilka investeringar som görs med medel som redan finns i bolaget påverkas inte av att ägaren har en partner som alltid tar en viss – godtyckligt stor – andel av vinsten.

Kapitalvinstskatten antas dock även i den nya synen påverka företagets kapitalkostnad. Detta då de återinvesterade vinsterna ökar företagets aktievärde och därmed belastar ägaren med en implicit skatteskuld som faller ut när aktierna säljs.

Den traditionella och den nya synen analyserar en sluten ekonomi, en ekonomi där avkastningskraven på kapital bestäms inom landet. Öppen ekonomi-synen undersöker samma frågor givet antagandet att kapitalet flyter kostnadsfritt över gränserna och att de inhemska ägarna utgår ifrån den internationella världsmarknadsräntan. I detta fall påverkas inte inhemska ägarskatter investeringar i landet. Även om inhemska ägare på grund av skatten inte är beredda att finansiera inhemska investeringar kommer företaget att ha tillgång till kapital till den givna (risk- och likviditetsjusterade)

	Traditionella synen	Nya synen	Öppen ekonomi-synen
Förenklad sammanfattning	Skatter på ägarnivå gör det mindre lönsamt att investera, vilket minskar utbudet av kapital.	Mogna företag finansierar investeringar med återinvesterade vinster, utdelningsskatten påverkar därför inte investeringar.	I små öppna ekonomier kan investeringar finansieras från utlandet. Om ägarskatter minskar utbudet av inhemskt kapital kommer utländska investeringar att kompensera bortfallet.
Grundläggande antaganden	Nyinvesteringar finansieras på marginalen av ägare.	Nyinvesteringar finansieras på marginalen genom återinvesterade vinster.	Utländskt kapital utgör ett perfekt substitut till inhemskt kapital; kapital flödar kostnadsfritt över nationsgränser.
Slutsats om utdelningsskatt	Snedvridande för nya och existerande företag, reducerar investeringar.	Ej snedvridande för existerande företag, reducerar tillväxt av nystartade företag.	Ej snedvridande för vare sig existerande storföretag eller mindre företag – de har direkt eller indirekt tillgång till global kapitalmarknad.
Slutsats om kapitalvinstskatt	Snedvridande för nya och existerande företag, reducerar investeringar.	Snedvridande för nya och existerande företag, reducerar investeringar.	Ej snedvridande för vare sig existerande storföretag eller mindre företag som har direkt eller indirekt tillgång till global kapitalmarknad.
Viktiga studier	Harberger (1962), Feldstein (1970) och Poterba och Summers (1985).	Auerbach (1979) och Bradford (1981).	Boadway och Bruce (1992) och Sorensen (1995).

Källa: Se tabellen.

Tabell 1

De olika synerna på ägarskatternas effekter – en sammanfattning

världsmarknadsräntan, dvs utländska ägare ersätter inhemska. I tabell 1 sammanfattas de tre synerna.

Med stöd av en kombination av den nya synen och öppen ekonomi-synen har inflytelserika skatteekonomer, utredare och politiker hävdat ägarskatternas försumbara betydelse. Ett exempel är följande riksdagsanförande av dåvarande skatteminister Thomas Östros:

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. (Sveriges riksdag 1997).

Slutsatsen är dock inte en utsaga om verkligheten utan ett modellresultat i en fråga där modeller med andra antaganden kommer fram till andra slutsatser. Den avgörande frågan blir därför om det finns empiriskt stöd för den starka slutsatsen att skatter på ägarnivå inte påverkar företagets beteende. På senare år har empiriska studier förstärkt stödet för att ägarskatter spelar roll för ägarstruktur, investeringar och strukturomvandling.¹ Ett exempel är Becker m fl (2013) som studerar en panel av företag från 25 länder under perioden 1990–2008. De finner att utdelningsskatter och kapitalvinstskatter har betydande effekter på hur kapital allokeras och på företagens

¹ Se Henrekson och Sanandaji (2014a, s 41–48).

investeringsbeteende. Deras slutsats är att utdelnings- och kapitalvinstskatter låser in kapital i företag med stort internt kassaflöde, vilket förhindrar att kapital omallokeras till nya och unga företag och till nya branscher med bättre tillväxtpotentialer.

En ytterligare studie som förtjänar att nämnas är Rydqvist m fl (2014). De finner att utdelningsskatten har förskjutit ägandet mot ansiktslösa institutioner, vilka är skattebefriade.

En mer fundamental kritik med starkt stöd i nyare forskning tar sin utgångspunkt i ett antal viktiga aspekter som de ovan refererade modellerna helt bortser ifrån. Vi övergår nu till att diskutera dessa.

2. Ägarbeskattning och ägarstyrning

Varken den traditionella eller den nya synens modeller innehåller agenter (ledning, styrelse eller ägare) som fattar beslut. Detta kan tolkas som ett implicit antagande att företag sköts effektivt och att intressekonflikter inom företaget inte finns – varför företag inte heller påverkas av ägarskatter.

År 2003 sänktes utdelningsskatten i USA från 35 till 15 procent. I kölvattnet av denna reform gjordes en rad nya empiriska studier om utdelningsskatten. Samtidigt hade en ny teoretisk litteratur utvecklats som för fram ytterligare ett perspektiv på utdelningsskatten, ett perspektiv som brukar kallas agentsynen (Chetty och Saez 2005). I agentsynen betraktas intressekonflikten mellan ägare och företagsledningens beslut om utdelningar och investeringar som en central variabel vid analys av utdelningsskatter.

Enligt den nya synen bör inte företagets utdelningsbeteende påverkas av permanenta förändringar i skattesatsen. En rad inflytelserika studier som utfördes i samband med sänkningen av utdelningsskatten i USA kom i stället fram till att sänkningen av skatten ökade utdelningarna. Effekten var särskilt stark i företag med dominerande ägare och där ledningen hade mycket aktier (t ex Poterba 2004, Chetty och Saez 2005 och Nam m fl 2010). Utdelningarna hade sjunkit under lång tid innan reformen, men ökade med uppskattningsvis 20 procent på grund av reformen. Utdelningarnas elasticitet med avseende på utdelningsskatten beräknades till ca $-0,75$, dvs om utdelningsskatten sänks med en procent (t ex från 33,3 till 32,3 procent) kan utdelningarna förväntas öka med 0,75 procent.

Utdelningsskattens effekter går inte via påverkan på kapitalkostnad och investeringsvolym. Enligt agentsynen leder utdelningsskatten till att finansiella resurser låses in i äldre, mogna företag i stället för att föras över till nya företag med större tillväxtpotential. Samtidigt leder skatten till lägre avkastning på investeringar genom att minska incitamenten för att utöva ett aktivt ägande. Kostnaden för ledningen att t ex bygga imperier eller köpa företagsflygplan är avdragsgill, medan utdelning av dessa medel till ägarna beskattas. I den nya och den traditionella synen analyseras utdelningsskattens effekt på kapitalkostnaden. Den traditionella synen kommer fram till att skatten är snedvridande eftersom den ökar kapitalkostnaden. Den nya

synen landar å andra sidan i att skatten generellt inte är skadlig, eftersom den inte ökar kapitalkostnaden för viktiga typer av investeringar. Agensynen visar dock att utdelningsskatten är skadlig även om kapitalkostnaden inte påverkas. Skälet är att den förvärrar redan existerande *principal-agent*-problem genom att minska avkastningen på aktivt ägande och låsa in pengar i äldre bolag med mindre tillväxtpotential.

Chetty och Saez (2010) analyserar utdelningsskatten i en mer sofistikerad teoretisk modell som tar hänsyn till ägarstyrningsproblematiken. Ledningen har incitament att överinvestera i bolaget i stället för att dela ut sin överlikviditet till aktieägarna, och den har incitament att investera i mindre lönsamma projekt som har ett värde för företagets ledning. Ägarna kan genom ägarstyrning minska dessa tendenser, men det är kostsamt och görs endast om det är privatekonomiskt lönsamt för ägarna. På så sätt inkorporeras en viktig aspekt av den affärsmässiga verkligheten rörande utdelningar i skatteteorin. I denna modell har utdelningsskatten första ordningens dödviktskostnad. Detta förklaras av att skatten skärper redan existerande problem – att ledningen ger för låg utdelning till ägarna och att ägarna i bolag med spritt ägande utövar för lite kontroll över ledningen.

Aktiv ägarstyrning leder inte bara till bättre kapitalallokering mellan bolag, utan ökar även avkastningen på investeringarna i de bolag där investeringarna görs. Skatt på utdelningar minskar ägarnas avkastning på att lägga resurser på aktivt ägande. Chetty och Saez (2010, s 1) drar slutsatsen att ”skatt på bolaget kan därför vara en effektivare intäktskälla för staten än utdelningsskatt”, dvs rakt motsatt slutsats jämfört med vad som följer ur den nya synens modeller.

Genom att inkorporera incitamenten till och effekten av bolagsstyrning/aktivt ägande visar den nya forskningen att utdelningsskatter, men också kapitalvinstskatter, ger företagsledningen ökade möjligheter att driva intressen som skiljer sig från ägarnas intresse att maximera avkastningen på satsat kapital.

3. Ägarbeskattning i den lilla öppna ekonomin

Ett ofta anfört argument i den svenska policydiskussionen för att utdelningsskatten är neutral och att skatten inte påverkar företagets investeringar är att kapitalmarknaderna är internationellt integrerade. 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. Även om ägarskatter skulle minska utbudet av svenskt sparande och svenskägda företags investeringar skulle detta kompenseras av en lika stor ökning av investeringar gjorda och finansierade av utländska ägare.

Antagandet att kapitalet flyter kostnadsfritt över gränserna stämmer inte särskilt väl. Den överväldigande majoriteten av ekonomiska utbyten i världen sker fortfarande inom nationsgränserna, både när det gäller varu-

handel och finansiella flöden. De empiriska beläggen för *home bias* är utomordentligt robusta (t ex Obstfeld och Rogoff 2000). Empirisk forskning har påvisat en signifikant benägenhet att investera i det egna landet. Det gäller t o m börsnoterade aktier. Företagen på de amerikanska och japanska börserna ägs till ca 80 respektive 90 procent av inhemska placerare. Trots att svenska tillgångar utgör mindre än en procent av världens totala finansiella tillgångar ägs fortfarande ungefär 60 procent av aktierna på Stockholmsbörsen av inhemska placerare. För onoterade och mindre bolag är naturligtvis trösklarna för utländskt ägarkapital än högre. Starka inhemska ägare och ägargrupper har en fördel vid investeringar i det egna landet som inte helt kan ersättas av passivt kapital eller av starka utländska ägare (Dahlquist m fl 2003).

Särskilt för egenföretagare gäller att sparande- och investeringsbeslutet sällan kan frikopplas från varandra (Gentry och Hubbard 2004). Om höga skatter minskar svenska hushålls utbud av riskkapital kan man, trots att Sverige är en liten öppen ekonomi, på grund av *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.

När 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 i många fall har fördelar gentemot utländska ägare i form av bättre information och kontrollmöjligheter. Den som investerar i ett land, eller för den delen på en ort, har således stora fördelar av geografisk och kulturell närhet. Dessutom kan valet av underleverantörer och placering av huvudkontor förväntas påverkas av ägarfördelningen. Detta påverkar i sin tur andra skattebaser och därmed skatteintäkterna.

Att det inhemska ägande som trängs ut av ägarskatter fullt ut ersätts av utländskt ägande är i själva verket ett modellantagande, inte en empiriskt grundad slutsats. Utländska investerare kan inte och kommer inte att helt kunna kompensera minskat inhemskt ägande till följd av hög skatt på företagsägande. Det är anmärkningsvärt att en så verklighetsfrämmande teori har använts för att motivera en viktig del av den svenska skattepolitiken.

4. Ägarbeskattning och entreprenörskap

Såväl forskning som historisk erfarenhet indikerar att entreprenörskap och nyföretagande är av central betydelse för innovation, jobbskapande och ekonomisk tillväxt. Entreprenörer har sedan den industriella revolutionen stått för en mycket stor del av de mest revolutionerande innovationerna. Med entreprenörer avser vi de företagare som är innovativa och har ambition att växa.² De flesta företagare är inte entreprenörer, de har ingen ambition att vare sig växa eller vara innovativa.

² Se vidare Baumol (2010) och Henrekson och Sanandaji (2014b).

Acs och Audretsch (1988) visar att ungefär hälften av de drygt 4 000 innovationer som Small Business Administration identifierade som banbrytande (och som nådde marknaden) hade tagits fram inom ramen för små eller medelstora entreprenörsdrivna företag. Nyföretagande kan inte ske inom eller helt ersättas av byråkratiska storföretag och kan inte helt finansieras externt (Hellman och Puri 2002; Baumol 2010).

För att identifiera kopplingen mellan entreprenörskap och innovation använder Kortum och Lerner (2000) en regeländring i USA år 1979 som gjorde det lättare för pensionsfonder att investera i *venture capital*-fonder (VC-fonder). De visar att ett större kapitalflöde till VC-finansierade entreprenörsföretag ledde till ett ökat antal patent. Resultatet gäller även då andra mått på innovation används. Dessa företag var i relation till sin storlek kraftigt överrepresenterade i innovativ verksamhet.

Nyetableteringar och de mindre företagens tillväxt är centrala drivkrafter bakom tillväxt och jobbskapande, även om sambandet är mångfacetterat. Det finns en spridd föreställning att nya jobb främst skapas i små företag. Detta är dock en sanning med modifikation. Det skapas visserligen många jobb i små företag, och många är leverantörer till stora företag, men det försvinner också många jobb i de små företagen på grund av att sannolikheten är större att de krymper eller lägger ner.

En uppmärksamstudie av Haltiwanger m fl (2013) för USA visar på en annan viktig dimension av jobbskapande. Den viktigaste faktorn bakom jobbdynamik är inte företagets storlek utan dess ålder. När man beaktar ett företags ålder finns därutöver inget systematiskt samband mellan dess storlek och hur många jobb företaget skapar netto.³ De flesta nya nettojobb skapades av två kategorier företag: nyetableteringar och unga företag som växer från små till stora. Kategorin små företag som förblir små är inte lika viktiga för jobbskapandet. En viktig förklaring är att många av dessa på lång sikt tenderar att läggas ned och därigenom minska antalet jobb. Nästan hälften av alla jobb som tillkommer genom nyetableteringar försvinner inom fem år till följd av företagsnedläggningar, men de företag som överlever tenderar att växa snabbt. Utvecklingen för små, unga företag kan beskrivas som ”upp-eller-ut”.

Entreprenörskap bör inte elimineras redan via ett antagande, oavsett svårigheter att exakt kvantifiera och definiera fenomenet. Specifika individer måste omorganisera produktionsfaktorer, generera och implementera idéer och bygga upp bolagets organisatoriska kapital. Personer med sådan förmåga måste finna det individuellt lönsamt att göra detta, efter skatt. Det viktigaste valet dessa personer ställs inför är att överhuvudtaget bli företagare. De som har potential att starta snabbt växande nya företag har ofta bäst alternativ karriär inom existerande företag. Detta innebär att valet mellan företagande och anställning bör vara en central parameter i skattemodeller som analyserar entreprenörskap. Det är inte lämpligt att anta att det finns ett stort utbud av potentiella företagare som är sinsemellan ersättningsba-

³ Heyman m fl (2013) och Daunfeldt m fl (2014) finner samma mönster för svenska företag.

ra. Skatter som leder till att de bäst lämpade entreprenörerna inte försöker grunda företag medför därför en betydande välfärdsförlust.

Entreprenörens sparande och investeringsval är av nödvändighet tätt sammankopplade (Gentry och Hubbard 2000). 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” av insatser som enskilda individer bjuder ut. Det är mycket svårt – och ännu har ingen lyckats – att på ett entydigt sätt dela upp och beskatta avkastningen på detta knippe av insatser i ersättning till kapital och arbete.

Den teoretiskt förenklade uppdelningen av alla inkomstflöden mellan kapital och arbete är således inte lämplig för att analysera entreprenörskap. När en viktig faktor interagerar positivt med övriga insatsfaktorer går det inte att dra 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 avstå från att diversifiera det egna sparatet för att minska sin privatekonomiska risk. Entreprenörskap handlar till stor del om att bygga företag som kan generera framtida avkastning, dvs skapa kapital med hjälp av eget arbete och tidigare uppbyggt kapital.⁴

Glaeser (2013) menar att entreprenörskap kan betraktas som en unik form av humankapital med en egen utbudskurva. Stocken av entreprenöriellt humankapital byggs upp genom investeringar, och liksom andra investeringar är dessa känsliga för ekonomiska incitament. I vissa geografiska områden har en större stock av entreprenöriellt humankapital byggts upp jämfört med andra områden. Dessa områden är därför mer innovativa. Entreprenörers beteende är också känsligare för skatter än löntagares (Saez 2010; Chetty m fl 2011; Bastani och Selin 2014).

En stor del av avkastningen på entreprenörskap materialiseras i form av att det uppstår ett företagsvärde som entreprenören har äganderätt till. Kapitalvinstskatten blir därför särskilt viktig i detta fall (Gompers och Lerner 1998). Skatter på nyföretagande, aktivt ägande och innovation är troligen mer skadliga för samhällsekonomin än andra skatter. Dels tycks företagare vara mer skattekänsliga i sitt ekonomiska agerande än anställda, dels är dessa verksamheter, även om de startar i liten skala, förknippade med positiva *spillovers*.

Innovativa tillväxtföretag kräver i regel också att flera aktörer samarbetar. Detta inkluderar grundare, finansiärer och nyckelanställda. På detta

⁴ I den mån man kan säga att den nya synens modeller beaktar företagande, är det i form av sparande i (onoterade) aktier. Enligt dessa teorier skulle Bill Gates och Ingvar Kamprad ha kunnat bygga upp en lika stor förmögenhet om de hade arbetat för andra företag och investerat samma andel av sin inkomst på börsen som de har gjort genom att återinvestera i Microsoft och IKEA.

område har komplexa kontrakt utvecklats för att underlätta samarbete och reducera intressekonflikter. I länder där skattenivån är måttlig används ofta optionskontrakt i dessa avtal. Optioner används för att ersätta grundare och tidiga nyckelanställda i de fall företaget har utvecklats väl. Dessa ersättningslösningar är särskilt värdefulla för nystartade företag som i början har svagt kassaflöde men hög tillväxtpotential. I Sverige är dock skatten på optioner vid lyckade utfall ca 67 procent, vilket har begränsat användningen av detta instrument genom att göra det prohibitivt dyrt.⁵

5. Avslutande diskussion

De modeller som används inom nationalekonomin är av nödvändighet förenklade. Det är viktigt att de politiska beslutsfattarna är medvetna om dessa förenklingar när modellernas slutsatser ligger till grund för skattepolitiska beslut. Slutsatser från enklare modeller – t ex att utdelningsskatten inte påverkar företaget – ändras ofta när hänsyn tas till fler aspekter. En nationalekonomisk modell kan inte påvisa eventuella snedvridande effekter av skatter på en viss faktor, t ex ägarstyrningens kvalitet, om faktorn ifråga har antagits bort och därför inte finns med i analysmodellen. Eftersom de tidiga modellerna vare sig inkluderar ägare eller företag utan implicit betraktar företagen som ett slags ”oljekällor” som sköts optimalt, är det föga förvånande att forskarna i många fall inte finner några effekter av ägarbeskattning.

Med stöd av teorier utvecklade under framför allt 1970- och 1980-talen har det länge varit en dominerande syn i Sverige att det främst är bolagskatten och inte skatten på ägarnivån som har samhällsekonomiska effekter. Kapitalskatter på ägarnivån sågs av många bedömare och i centrala offentliga utredningar som en ”gratislunch” i bemärkelsen att de ansågs kunna fungera som en stor intäktskälla för staten utan nämnvärda snedvridningar. Slutsatsen har sin grund i alltför förenklade modeller och hade inte ens i början av 1990-talet särskilt starkt empiriskt stöd.

Vår genomgång av såväl teoretisk som empirisk forskning visar att beläggen för att denna slutsats är felaktig har stärkts. Ägarskatter är inte irrelevanta vare sig för kapitalallokeringen eller för utbudet av företagande och aktivt ägande. Studier har funnit ekonomiskt betydelsefulla effekter av ägarskatter på centrala aspekter av företagande: innovativt nyföretagande, investeringar, kapitalstruktur och ägarstruktur. Likaså har nya teoretiska modeller utvecklats som beaktar att höga ägarskatter försvagar incitamenten för ägarna att engagera sig i företagets skötsel och utöva en effektiv kontroll över företagsledningen.

Följande tre förändringar bedömer vi som särskilt viktiga för att skattesystemet ska befärma en god framtida välståndsutveckling:

⁵ För en grundlig genomgång av optioners betydelse att ge incitament till innovativt entreprenörskap hänvisas till vår tidigare artikel i Ekonomisk Debatt (Henrekson och Sanandaji 2012).

1. Att utrymmet ökas för att *premiera entreprenörer och nyckelpersoner som riskerar sin tid och sitt kapital i nya företag utan direkt ersättning i form av lön*. Sådant personligt engagemang är lika viktigt som riskvilligt kapital.
2. Att *aktiva investeringar premieras framför passiva*. Genom tillkomsten av lågt beskattade kapitalpensions- och investeringssparkonton beskattas passiva investeringar lägre än aktiva. Detta försvagar incitamenten till aktivt ägande.
3. Att *missgynnandet av finansiering med eget kapital relativt lånat kapital reduceras*. I dag är eget kapital dubbelbeskattat, medan lånat kapital är enkelbeskattat. Skuldräntor men inte utdelningar är avdragsgilla. Detta minskar företagens soliditet och gör ekonomin mer sårbar. Innovationsföretag och företag i tidiga skeden är särskilt missgynnade då de ofta är helt hänvisade till finansiering med eget kapital.

Flera förändringar i det svenska skattesystemet har inneburit sänkt beskattning av företagsägande och sparande. Förändringarna har dock i liten utsträckning beaktat de insikter som följer av den nya forskning vi har redovisat i denna artikel. Passivt sparande har gynnats framför investeringar i eller utlåning till företag där man har ett eget engagemang. Möjligheterna att med ägarandelar premiera entreprenörer och nyckelpersoner som är villiga att ta personliga risker genom investeringar av egen tid och ansträngning är små. Sådant personligt engagemang är lika viktigt som riskvilligt kapital. Likaså gynnar dagens skattesystem lånefinansiering framför finansiering med eget kapital, vilket missgynnar innovationsföretag och företag i tidiga skeden relativt mogna och kapitalrika företag.

En mer generell slutsats är att det finns risker med att förlita sig på starkt förenklade skattemodeller. Modeller kan inte fånga skatters påverkan på de dimensioner som antas bort. Skattemodeller som bortser från intressekonflikten mellan ledning och ägare vad gäller utdelningar riskerar att missa avgörande faktorer. Ett sätt att undvika detta är att skattemodeller inkorporerar mer komplexa aspekter av företagande, aspekter som under lång tid har studerats inom finansiell ekonomi, organisationsteori och entreprenörskapsforskning.

REFERENSER

- Acs, Z J och D B Audretsch (1988), "Innovation in Large and Small Firms: An Empirical Analysis", *American Economic Review*, vol 78, s 678–690.
- Agell, J, P Englund, och J Södersten (1995), *Svensk skattepolitik i teori och praktik – 1991 års skattereform*, bilaga 1 till SOU 1995:104 (Betänkande av Kommittén för utvärdering av skattereformen 1990–1991), Fritzes, Stockholm.
- Auerbach, A J (1979), "Share Valuation and Corporate Equity Policy", *Journal of Public Economics*, vol 11, s 291–305.
- Auerbach, A J (2002), "Taxation and Corporate Financial Policy", i Auerbach, A J och M S Feldstein (red), *Handbook of Public Economics*, vol 3, North-Holland, Amsterdam.
- Bastani, S och H Selin (2014), "Bunching and Non-Bunching at Kink Points of the Swedish Tax Schedule", *Journal of Public Economics*, vol 109, s 36–49.
- Baumol, W J (2010), *The Microtheory of Innovative Entrepreneurship*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Becker, B, M Jacob och M Jacob (2013), "Pay-out Taxes and the Allocation of Investment", *Journal of Financial Economics*, vol 107, s 1–24.
- Boadway, R och N Bruce (1992), "Problems with Integrating Corporate and Personal Income Taxes in an Open Economy", *Journal of Public Economics*, vol 48, s 39–66.
- Bradford, D F (1981), "The Incidence and Al-

- location Effects of a Tax on Corporate Distributions”, *Journal of Public Economics*, vol 15, s 1–22.
- Chetty, R, J Friedman, T Olsen och L Pistaferri (2011), ”Adjustment Costs, Firm Responses, and Micro vs Macro Labor Supply Elasticities: Evidence from Danish Tax Records”, *Quarterly Journal of Economics*, vol 126, s 749–804.
- Chetty, R och E Saez (2005), ”Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut”, *Quarterly Journal of Economics*, vol 120, s 791–833.
- Chetty, R och E Saez (2010), ”Dividend and Corporate Taxation in an Agency Model of the Firm”, *American Economic Journal: Economic Policy*, vol 2, s 1–31.
- Dahlquist, M, L Pinkowitz, R Stulz och R Williamson (2003), ”Corporate Governance and the Home Bias”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 38, s 87–110.
- Daunfeldt, S-O, N Elert och D Johansson (2014), ”The Economic Contribution of High-Growth Firms: Do Policy Implications Depend on the Choice of Growth Indicator?”, *Journal of Industry, Competition and Trade*, vol 14, s 337–365.
- Feldstein, M S (1970), ”Corporate Taxation and Dividend Behavior”, *Review of Economic Studies*, vol 37, s 57–72.
- Gentry, W M och R G Hubbard (2000), ”Entrepreneurship and Household Saving”, Working Paper 7894, NBER, Cambridge, MA.
- Gentry, W M och R G Hubbard (2004), ”Entrepreneurship and Household Saving”, *Advances in Economic Analysis & Policy*, vol 4, nr 1, artikel 8.
- Glaeser, E L (2013), ”A Review of Enrico Moretti’s The New Geography of Jobs”, *Journal of Economic Literature*, vol 51, s 825–837.
- Gompers, P A och J Lerner (1998), ”What Drives Venture Capital Fundraising?”, *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, s 149–192.
- Haltiwanger, J, R S Jarmin, och J Miranda (2013), ”Who Creates Jobs? Small versus Large versus Young”, *Review of Economics and Statistics*, vol 95, s 347–361.
- Harberger, A (1962), ”The Incidence of the Corporate Income Tax”, *Journal of Political Economy*, vol 70, s 215–240.
- Hellman, T och M Puri (2002), ”Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence”, *Journal of Finance*, vol 57, s 169–197.
- Henrekson, M och T Sanandaji (2012), ”Optioner, beskattning och innovativt entreprenörskap”, *Ekonomisk Debatt*, årg 40, nr 5, s 30–43.
- Henrekson, M och T Sanandaji (2014a), *Företagandets förutsättningar – en ESO-rapport om den svenska ägarbeskattningen*, rapport 2014:3 till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, Fritzes, Stockholm.
- Henrekson, M och T Sanandaji (2014b), ”Small Business Activity Does Not Measure Entrepreneurship”, *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)*, vol 111, s 1760–1765.
- Heyman, F, P-J Norbäck och L Persson (2013), *Jobbdynamiken i svenskt näringsliv 1990 till 2009*, rapport 2013:3 till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO), Finansdepartementet, Stockholm.
- King, M A (1977), *Public Policy and the Corporation*, Chapman Hall, London.
- Kortum, S och J Lerner (2000), ”Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation”, *RAND Journal of Economics*, vol 31, s 674–692.
- Nam, J, J Wang och G Zang (2010), ”The Impact of the Dividend Tax Cut and Managerial Stock Holdings on Corporate Dividend Policy”, *Global Finance Journal*, vol 21, s 275–292.
- Obstfeld, M och K S Rogoff (2000), ”The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?”, i Bernanke, B och K S Rogoff (red), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Poterba, J M (2004), ”Taxation and Corporate Payout Policy”, *American Economic Review*, vol 94, s 171–175.
- Poterba, J M och L H Summers (1985), ”The Economic Effects of Dividend Taxation”, i Altman, E I och M G Subrahmanyam (red), *Recent Advances in Corporate Finance*, Richard D Irwin, Homewood, IL.
- Rydqvist, K, J Spizman och I Strebulaev (2014), ”Government Policy and Ownership of Equity Securities”, *Journal of Financial Economics*, vol 111, s 70–85.
- Saez, E (2010), ”Do Taxpayers Bunch at Kink Points?”, *American Economic Journal: Economic Policy*, vol 2, s 180–212.
- SOU 2014:40, *Neutral bolagsskatt – för ökad effektivitet och stabilitet*, slutbetänkande av Företagsskattekommitén, Finansdepartementet och Fritzes, Stockholm.
- Sveriges riksdag (1997), ”Anf 137 Statsrådet Thomas Östros (s)”, snabbprotokoll 1997/98:121, www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Kammaren/Protokoll/Riksdagens-snabbprotokoll-1997_GL09121/.
- Sørensen, P B (1995), ”Changing Views of the Corporate Income Tax”, *National Tax Journal*, vol 48, s 279–294.