

## Skattereformen 2006 - Empiriske analyser av arbitrasjer i overgangsvinduet og implikasjoner for agentproblematikk i norske selskaper

Knut Marius Steen og Pål Gunnar Tenstrand Willumsen

*Skattereformen i 2006 gjeninnførte beskatning av utbytte. Beskatning av utbytte vil i følge finansteori medføre økte agentproblemer i norske selskap i form av at styret får en mindre del av selskapets profitt og dermed får mindre insentiv til å påse at ledelsen maksimerer selskapets profitt. Vi finner at norske selskaper har tilpasset seg skatteøkningen gjennom å holde tilbake overskudd. Finansiell teori tilsier at dette tilbakeholdte overskuddet ikke bare skaper agentproblemer, men også blir investert i mindre lønnsomme prosjekter. Skattereformen i 2006 ga selskapene store muligheter for å tilpasse seg de nye reglene i forkant. Det synes som om selskapene benyttet disse mulighetene. I tråd med agentteori finner vi at økt eierspredning medfører at selskapene i mindre grad tilpasser seg skattereformen, og vi regner dette som en indikasjon på større agentproblemer i disse bedriftene.*

Skattereformen i 2006 hadde som mål å fjerne tilpasningsmuligheter og likestille marginalsatt på person- og kapitalinntekt. Reformen medførte at utbytte til personlige skatteyttere ble skattepliktig, noe det ikke hadde vært siden 1992. Skatteytterne hadde imidlertid muligheter for å tilpasse seg endringene innen reformen trådte i kraft 1. januar 2006. Den enkelte eier kunne med relativt enkle endringer i finansieringen av sine selskaper sikre seg mulighet for å bygge en buffer av kapital som skattefritt kunne hentes ut igjen fra selskapene. Den enkelte skattyter kunne dermed unngå store skattekrav dersom vedkommende skulle få behov eller ønske å ta ut kapital til privat forbruk.

Vi har benyttet data for norske aksje- og allmennaksjeselskaper fra perioden 2001 til og med 2008 for å undersøke hvorvidt skatteyttere benyttet seg av de tilpasningsmuligheter skattereformen skapte, og hvorvidt graden av eierspredning påvirket sannsynlighetene for at bedriften benyttet tilpasningsmulighetene. Dette gjør vi ved å se på endringer i foreslått utbytte før og etter reformen, samt ved å undersøke arbitrasjemuligheter som oppstod i forbindelse med reformen.

I overgangen til den nye reformen oppstod det på kort sikt tre arbitrasjemuligheter. Første mulighet relaterer seg til hvor mye kontanter som er optimal kontantbeholdning i selskapet. Når selskaper venter en økning i utbytteskatten vil de redusere kontantbeholdningen for å betale utbytte mens utbytteskatten er lav. Vi finner at kontantbeholdningen ble redusert både i 2005 og etter reformen. Det er derfor ikke mulig å si om dette var spesielt relatert til reformen.

En annen mulighet var knyttet til at man ved bruk av gjeld kunne spare fremtidig utbytteskatt ved å betale ut maksimalt utbytte før endringen trådte i kraft og deretter skyte kapitalen tilbake i selskapet som gjeld. Aksjonærene kunne da senere ta ut denne kapitalen ved å betale tilbake dette lånet. Ut fra arbitrasjeteorien ville man forventet en økning i gjeld i perioden før skattereformen og deretter en reduksjon. Vi finner imidlertid at finansiell gjeld øker i begge perioder. Den økte finansielle gjelden før reformen skyldes derfor mest trolig en mer langsiktig trend.

Tredje og siste arbitrasjemulighet var å ta ut utbytte før reformen og tilbakeføre det til selskapet som innskutt aksjekapital. Dette grepet vil øke skjermingsgrunnlaget samtidig som den innskutte aksjekapitalen kan tas ut igjen skattefritt. For aksjekapitalen finner vi at den øker før reformen trer i kraft og reduseres etterpå, i tråd med den arbitrasjemuligheten som oppstod. Denne endringen er ikke signifikant, men forskjellen fra å ha en positiv endring før reformen til negativ endring etter reformen indikerer at denne arbitrasjemuligheten ble benyttet av mange selskaper.

For å analysere effektene av skattereformen på lang sikt benytter vi Chetty og Saez' utbyttesteori som tar hensyn til agentkostnader. Ledelsen vil ofte kunne ha et ønske om å tilbakeholde overskudd i en større grad enn det som er optimalt for aksjonærene. Dette ønsket kan eksempelvis være knyttet til trygghet for jobben, imperiebygging eller private goder. Denne interessekonflikten medfører at eierne av et selskap har kostnader knyttet til å rettlede og overvåke ledelsen, og ikke minst samordne deres interesser.

På aggregert nivå finner vi at utbytte relativt til bedriftens eiendeler økte før reformen trådte i kraft og ble redusert etter reformen. Vi observerer også en forskjell for børsnoterte selskaper kontra ikke-børsnoterte selskaper. Børsnoterte selskaper betaler ut et større utbytte etter reformen og ikke-børsnoterte selskaper betaler ut mindre. Tolket i lys av Chetty og Saez' modell betyr dette at kostnadene ved utbyttebetaling har økt. Når de børsnoterte selskapene betaler mest utbytte må det bety at de har agentkostnader store nok til å veie opp for de ekstra skattekostnadene. Derimot i små, konsentrert eierskapsbedrifter er agentkostnadene små nok til at skattemotivet veier tyngst for valg av utbyttepolitikk. Også ved regresjonsanalyser på data for enkelt-selskaper finner vi støtte for at norske selskaper tilpasset utbyttebetalingene til skattereformen. Norske selskaper økte størrelsen på sine utbyttebetalinger før reformen, og reduserte i etterkant av reformen. Etter regelendringene trådte i kraft finner vi en økning i andelen bedriftene som årlig avslutter å betale ut utbytte. Nettoeffektene er større hos ikke-børsnoterte selskaper etter reformen, enn hos børsnoterte selskaper, som vi tolker på samme måte som for den aggregerte analysen ovenfor.