

Företagandets förutsättningar – en ESO-rapport om den svenska ägarbeskattningen

*Magnus Henrekson
Tino Sanandaji*

*Rapport till
Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi
2014:3*



REGERINGSKANSLIET

Finansdepartementet

Rapportserien kan köpas från Fritzes kundtjänst.

Beställningsadress:
Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-598 191 91
Ordertel: 08-598 191 90
E-post: order.fritzes@nj.se
Internet: www.fritzes.se

Tryckt av Elanders Sverige AB
Stockholm 2014

ISBN 978-91-38-24113-4

Förord

Ett bra företagsklimat där det enkelt att starta och driva företag är viktigt för vårt ekonomiska välbefinnande. Näringslivets förutsättningar påverkas i hög grad av hur skattesystemet fungerar och företagsbeskattningen är i det sammanhanget särskilt viktig.

Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO) har under senare år publicerat ett antal rapporter om skattesystemets samhällsekonomiska effektivitet. Rapporterna har behandlat både skattesystemet i sin helhet (2010:4) och mer i detalj, t.ex. de s.k. 3:12-reglernas effekter på skatteplanering och entreprenörskap (2012:4; 2014:2).

I den här rapporten till ESO sammanfattar forskarna Magnus Henrekson och Tino Sanandaji på Institutet för Näringslivsforskning den nationalekonomiska forskningen om ägarskatters effekter på företagande och investeringar.

Forskningen visar relativt samstämmigt att skatter på bolagsvinster minskar företagets investeringar. Enigheten är mindre påtaglig när det gäller effekterna av att beskatta ägandet. I den skatteekonomiska litteraturen finns åtminstone fyra förklaringsmodeller med olika syn på effekterna av utdelnings- och kapitalvinstskatter.

De tankegångar som har haft störst inverkan på utformningen av det svenska skattesystemet utgår från att utdelningskatter inte påverkar företagsinvesteringar, medan uppfattningarna varierat när det gäller effekterna av kapitalvinstskatter. Den bakomliggande teoribildningen bygger på en enkel uppdelning av produktionsfaktorerna i arbete och kapital. Henrekson och Sanandaji ställer denna enkla uppdelning mot senare tids forskning där entreprenörskap modelleras som en egen, tredje, produktionsfaktor. Motivet är att det ofta är svårt för entreprenörer att skilja på resultatet av kapitalinsatser och egna arbetsinsatser. De empiriska studier som

anammar detta synsätt pekar på tydliga effekter av ägarskatter, t.ex. på investeringar, kapitalstrukturer och ägarförhållanden.

Detta leder författarna till slutsatsen att dagens företagsbeskattning delvis vilar på felaktiga premisser. Ägarskatter påverkar företagande och investeringar mer negativt än vad som tidigare förmodats. Högre kapitalvinstskatter minskar entreprenörskap och investeringar. Höga utdelningsskatter leder till att kapital låses in i äldre företag i stället för att föras till nya och växande företag med högre förväntad avkastning.

Författarna föreslår tre konkreta åtgärder som kan mildra problemen i dagens skattesystem.

- För det första bör möjligheterna att belöna entreprenörer och nyckelpersoner genom optioner förbättras.
- För det andra bör skillnaderna i beskattning av investeringar gjorda av aktiva respektive passiva ägare utjämnas. I dag är skatten för passiva ägare lägre vilket kan medföra att kapital låses i fonder och mogna börsbolag i stället för att placeras i nya och växande företag.
- För det tredje bör dagens skillnader i finansieringskostnader mellan eget och lånat kapital utjämnas i syfte att inte missgynna finansiering med eget kapital.

Arbetet med rapporten har följts av en referensgrupp bestående av personer med god insikt i dessa frågor. Gruppen har letts av Sylvia Schwaag Serger, ledamot i ESO:s styrelse. Som alltid i ESO-sammanhang ansvarar författarna själva för innehåll, slutsatser och förslag i rapporten.

Det är min förhoppning att rapporten ska utgöra ett konstruktivt underlag i den fortsatta diskussionen om utformningen av det svenska skattesystemet och företagsbeskattningen.

Stockholm i maj 2014

Hans Lindblad
Ordförande i ESO

Författarnas förord

Skatter på ägande av företag är en viktig ekonomisk parameter på grund av dess effekter på näringsverksamhet. Många nationalekonomer menar att jämförelsevis höga ägarskatter på grundare av nya företag är en bidragande orsak till att Sverige trots goda förutsättningar i övrigt har förhållandevis lite innovativt entreprenörskap.

Ägarskatter avser de kapitalskatter som belastar företagets ägare, till skillnad från bolagsskatt som betalas av företaget. De två viktigaste ägarskatterna är *skatt på utdelning* och *skatt på realiserad värdestegring*. Nationalekonomer har sedan lång tid tillbaka diskuterat hur viktiga ägarskatter är för investeringar, nyföretagande och kapitalallokering. Olika idéskolor – eller ”syner” – har vuxit fram. De olika skolorna skiljer sig markant i synen på ägarskatternas effekter. Den skola som brukar kallas den ”nya synen” landar i att ägarskatter är relativt oviktiga. Den så kallade ”traditionella synen” och med denna närbesläktade teorier menar i stället att ägarskatterna har betydande snedvridande effekter.

Slutsatserna från de empiriska studier som gjorts kan inte sägas vara entydiga, dvs. ingen konsensus har nåtts. Skillnaderna i slutsatser handlar bl.a. om hur ägarskatters effekt på företagande ska modelleras teoretiskt. En kritik mot tesen att ägarskatter inte påverkar företagets beteende är att den slutsatsen härrör från förenklade teoretiska modeller som bortser från centrala komponenter för att förstå hur ett företag drivs och utvecklas. Exempel på potentiellt viktiga faktorer som traditionella skattmodeller inte beaktar är entreprenörskap och ägarstyrning. Ett annat kontroversiellt antagande som kan leda fram till slutsatsen att ägarskatter är oviktiga för företagsaktiviteten är att utländskt kapital utgör ett perfekt substitut till inhemskt kapital. Om hög beskattning av inhemskt ägande leder till att det egna

landets företagare minskar sina företagsinvesteringar, så antas detta bortfall fullt ut kompenseras av ett ökat utländskt ägande.

Bland policyexperter i Sverige har de synsätt som menar att höga ägarskatter inte är ett större problem fått en dominerande ställning. De utredningar som har skrivit om de svenska ägarskatterna har främst baserat sig på de teoribildningar som menar att höga ägarskatter inte påverkar företagens beteende. Detta kan ha bidragit till att Sveriges internationellt sett höga skatter på utdelningar och kapitalvinster inte har sänkts i samband med att skattetrycket i övrigt har sjunkit.

En intressant utveckling i den internationella forskningen det senaste decenniet är att pendeln svängt tillbaka mot synen att ägarskatter har negativa effekter på företagsaktiviteten. Detta gäller både inom den teoretiska och den empiriska forskningen. Nya modeller som inkorporerar aspekter som entreprenörskap och ägarstyrning har landat i slutsatsen att ägarskatter påverkar företagets beteende. Samtidigt har det empiriska forskningsläget också ändrats. Åren efter stora reformer av kapitalbeskattningen i USA utfördes en rad nya studier om ägarskatter. Den empiriska forskningen har också utvecklats mot att ta större hänsyn till skillnader i hur olika typer av företag reagerar på skatter. Levebrödsföretagare och innovativa entreprenörer påverkas inte nödvändigtvis på samma sätt av ägarskatter. Detsamma gäller mogna kapitalstarka företag och tillväxtföretag. Den empiriska forskningen har under senare år påvisat tydligare effekter av ägarskatter på centrala aspekter av företagande: investeringar, kapitalstruktur, innovativt nyföretagande, ägarstruktur och branschriktning.

De forskningsgenomgångar om ägarskatter som har gjorts i Sverige i samband med centrala utredningar har nu ett antal år på nacken. Mot bakgrund av de många nya forskningsrönen på senare år och den mer entydiga kunskap som vuxit fram menar vi att det finns skäl att uppdatera bilden av forskningsläget. Vår slutsats på basis av denna genomgång är att ägarskatter är av större betydelse för ett lands näringsliv än vad tidigare utredningar kommit fram till. Rapporten är en vidareutveckling av våra tidigare arbeten på området (Henrekson och Sanandaji 2004, 2011, 2012a och 2012b).

Tyngdpunkten i rapporten ligger på hur empiriska och teoretiska studier om ägarbeskattning kan appliceras på svensk skattepolitik för att uppnå näringspolitiska mål.

Under arbetet har vi haft stor glädje av omfattande synpunkter från Fredrik Andersson, Ola Bengtsson, Martin Nilsson, Maria Vredin Johansson och från medlemmarna i ESO:s referensgrupp. De som ingått i referensgruppen är ämnesråd och fil.dr Sten Hansen (Finansdepartementet), professor Martin Holmén (Institutionen för nationalekonomi med statistik, Handelshögskolan i Göteborg), universitetslektor Erik Norrman (Nationalekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan i Lund), adjungerad professor Sylvia Schwaag Serger (Vinnova och Lunds universitet; ordf. i referensgruppen), senioranalytiker och fil.lic. Lena Sellgren (Nordea) och professor Bertil Wiman (Juridiska institutionen, Uppsala universitet). Eventuella återstående brister tar vi ensamma ansvaret för. De resultat som redovisas i rapporten bygger i hög grad på författarnas forskning, vilken finansierats av Karl-Adam Bonniers Stiftelse och Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse.

Stockholm den 25 april 2014

Magnus Henrekson och Tino Sanandaji

Innehåll

Sammanfattning	9
Executive Summary.....	15
1 Inledning.....	21
DEL I: BESKATTNINGENS EFFEKTER PÅ ETABLERADE FÖRETAG	27
2 Beskattningen av redan existerande företag.....	29
3 Ägarstyrning och beskattning.....	51
4 Ägarskatters relevans i den lilla öppna ekonomin	61
DEL II: BESKATTNINGENS EFFEKTER PÅ ENTREPRENÖRSKAP OCH NYFÖRETAGANDE	71
5 Ägarskatter och entreprenörskap	73
6 Beskattning av personaloptioner och innovativt entreprenörskap	99
7 Effekter av olika beskattning av lånat och eget kapital .	127
DEL III: DEN SVENSKA BESKATTNINGEN OCH SLUTSATSER	137
8 Den svenska beskattningen av företagsägande.....	139

9	Övergripande slutsatser	153
	Referenser	159

Sammanfattning

En central utmaning i skattepolitiken är att samla in en given mängd skatter på ett sätt som minimerar skatternas negativa effekter på samhällsekonomin. Att främja tillväxt bland existerande företag och framväxten av nya företag är samtidigt viktiga näringspolitiska mål. Kapitalbeskattningens nivå och utformning är en betydelsefull del av denna näringspolitik. Skatters potentiellt hämmande effekt på företagande måste balanseras både mot behovet av offentliga intäkter och mot fördelningspolitiska mål. Olika skatter bör också jämföras med varandra.

Det finns relativt stor enighet om att skatter på bolagsvinster minskar företagets investeringar och ökar belåningsgraden. Det finns inte samma enighet när det gäller skatter på företags ägare, i första hand skatter på utdelningar och kapitalvinster. Det har utvecklats flera olika skolor inom nationalekonomin där olika slutsatser dragits om ägarskatters effekter.

En kort sammanfattning är att enligt den s.k. traditionella synen innebär skatter på företags ägare att incitamenten att spara och investera försvagas. Den s.k. nya synen drar samma slutsats när det gäller kapitalvinstskatten, men gör en åtskillnad mellan mogna företag och nyföretagande vad gäller utdelningsskatternas effekter. Utdelningsskatterna anses inte påverka investeringsbeteendet bland ägarna till mogna företag eftersom de företrädesvis finansierar investeringar med återinvesterade vinster och inte med externt kapital. Detta gäller dock inte vid nyföretagande och i växande företag, och då kan utdelningsskatterna få påtaglig betydelse.

En annan skola, den s.k. öppen-ekonomi-synen, väger också in betydelsen av internationella kapitalflöden i öppna ekonomier. Argumentet är här att små öppna ekonomier kan importera kapital från utlandet. 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 inhemska aktörer. Om skatter minskar svenskars investeringar antas detta kompenseras av en lika stor ökning av investeringar finansierade av utländska ägare.

I Sverige har de två sistnämnda forskningstraditionerna i kombination haft en dominerande inverkan på skattepolitiken. De har använts som argument för att bibehålla relativt höga skatter på ägande och företagande (t.ex. SOU 1995:104 och SOU 2002:52). Eventuella minskade investeringar av svenska ägare till följd av höga ägarskatter antas fullt ut kompenseras av ökat utländskt ägande.

Vi sammanfattar i denna rapport de senaste årens utveckling inom forskningen om ägarskatter. Vår slutsats är att flertalet nya både teoretiska och empiriska studier pekar på att ägarskatter har stor betydelse för företagande och investeringar.

I rapporten utvärderas om antagandena bakom öppen-ekonomisyntesen är empiriskt välgrundade. Det visar sig att så inte är fallet. Kapitalets internationella mobilitet är i praktiken inte så hög som modellerna förutsätter. Empirisk forskning inom internationell finansiell ekonomi har påvisat en påtaglig 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 och företagare har en fördel vid investeringar i det egna landet. Denna fördel kan inte helt ersättas av passivt kapital eller av starka utländska ägare. Detsamma gäller troligen även inhemska entreprenörer, som i hög grad måste finansiera sina investeringar själva. Höga ägarskatter på inhemska ägare som minskar sparandet riskerar även att på lång sikt driva ägandet av näringslivet till utlandet, vilket leder till att vinsterna inte längre tillfaller landets invånare.

Slutsatserna i de olika teoretiska modellerna om hur företag påverkas av ägarskatter är beroende på de antaganden som görs i modellerna. Samtliga tre skolor som nämns ovan har förlitat sig på relativt enkla modeller av företagsaktivitet. För att förstå och utröna hur skatter påverkar ett visst fenomen måste mekanismen modelleras. En skattmodell som bortser från en aspekt av den ekonomiska verkligheten kommer även att missa skatternas eventuellt snedvridande effekt på aspekten i fråga. Inom den teoretiska forskningen har på senare år utvecklats mer komplexa modeller av företagsaktivitet, vilket delvis ändrat slutsatserna.

Bland annat har nya forskningsperspektiv på utdelningsskatter utvecklats där principal-agent-problem inorporerats i modellerna. Detta kallas ibland agentsynen. Till följd av svag ägarstyrning tenderar börsbolag med spritt ägande att ge för låg utdelning till ägarna och i stället överinvestera i den existerande verksamheten. Utdelningsskatter förvärrar principal-agent-problemet genom att minska avkastningen på aktivt ägande och motverka kapitalflöden från äldre bolag med mindre tillväxtpotential till nya företag. Utdelningsskatter försvagar enligt dessa modeller incitamenten till aktivt ägande, och leder till att resurser låses in i äldre mogna företag i stället för att föras över till nya företag med bättre investeringsmöjligheter och större tillväxtpotential.

Förutom att inkludera aspekter på ägarstyrning har nyare modeller även försökt att inorporera entreprenörskap. Innovativt nyföretagande är allt mer beroende av riskkapitalister som bidrar med både extern finansiering och kompletterande kompetenser. Entreprenörskap präglas av relationsspecifika tillgångar, intressekonflikter, låg likviditet, svagt kassaflöde i uppstartsfasen och stor osäkerhet, vilket gör det svårare att skriva avtal som täcker alla eventualiteter. Skatt på utdelningar försvagar incitamenten genom att minska avkastningen på entreprenörers och riskkapitalisters insatser. Skälet till att policyslutsatserna i dessa modeller skiljer sig från den nya synens standardmodell är att modellerna inkluderar entreprenörers och riskkapitalisters ekonomiska roll. Ytterligare en viktig aspekt av entreprenörskap som nu inorporerats i forskares modeller är valet om en person ska lämna sin anställning för att bli företagare. Skatter som är neutrala när detta inte modelleras får snedvridande effekter när modellen inorporerar företagarens karriärval.

Under senare år har en hel del empiriska studier publicerats om ägarbeskattning. USA genomförde en stor sänkning av utdelningsskatten år 2003. Denna reform har använts som källa till en exogen förändring i flera studier. De empiriska studierna har alltmer också försökt ta hänsyn till företags heterogenitet och att skatter påverkar olika typer av företag på olika sätt. Mogna kapitalstarka företag och tillväxtföretag som förlitar sig på externt kapital tycks reagera på olika sätt på utdelningsskatten. På samma sätt tycks små levebrödsföretagare samt grundare av snabbt växande företag skilja sig signifikant i sitt ekonomiska beteende, inklusive hur de påverkas av skatter.

Vår övergripande tolkning av resultaten från den nya empiriska forskningen är att den visar på tydliga och ekonomiskt betydelsefulla effekter av ägarskatter på centrala aspekter av företagande: innovativt nyföretagande, investeringar, kapitalstruktur och ägarstruktur.

Vi diskuterar företagarens avkastning i ljuset av beskattningsteori. Det svenska skattesystemet bygger på antagandet att inkomst antingen utgörs av inkomst av kapital eller av arbete. Avkastning på personaloptioner betraktas skattemässigt som ersättning för arbete. Vi menar att detta bygger på en klassificering som inte är ekonomiskt välgrundad. Entreprenörskap har ofta antagits vara en form av arbete. Det finns starka skäl att tro att en ekonomisk modell som bara består av två produktionsfaktorer – kapital och arbete – inte är tillräckligt mångfacetterad för att kunna förklara företagande. Om den inte räcker för att förklara företagandet är den också mindre lämplig som medel för att dela upp företagets överskott mellan avkastning på kapital och företagarens insats.

Företagare erbjuder i regel sitt arbete, sitt specifika kunnande och sin rena kapitalinsats i form av ett odelbart knippe, vilket gör att värdet av de olika delarna inte på ett meningsfullt sätt kan separeras från varandra. När företaget växer skapas med hjälp av existerande kapital och företagarens egna insatser ytterligare kapital. Företagares beteende och därmed inkomster är i regel mer skattekänsliga än löntagares inkomster, vilket också är ett argument för att företagsaktivitet inte nödvändigtvis bör beskattas som en form av arbete.

Innovativa tillväxtföretag kräver i regel att flera aktörer samarbetar. Detta inkluderar grundare, finansiärer och nyckelanställda. På detta 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 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 eller näst intill omöjliggjort användningen av detta instrument. Teckningsoptioner är i princip mer fördelaktiga, men i praktiken innebär de svenska skattereglerna att de bara kan användas effektivt i utköpsbolag, som investerar i mogna, större bolag, och inte i nya innovationsföretag.

Flera förändringar har genomförts i det svenska skattesystemet som sänkt beskattningen på företagsägande och sparande. Förändringarna har dock i liten utsträckning beaktat de insikter som följer av den nya forskning vi redovisar i denna rapport. Generellt sett har passivt sparande gynnats framför investeringar i eller utlåning till företag där man har ett eget engagemang. Möjligheterna är små att med ägarandelar premiera entreprenörer och nyckelpersoner som är villiga att ta personliga risker genom investeringar av egen tid och ansträngning. Sådant personligt engagemang är lika viktigt som riskvilligt kapital. Likaså gynnar dagens skattesystem lånefinansiering framför finansiering med eget kapital. Utöver att detta sänker företagets soliditet och gör ekonomin mer sårbar, så missgynnar det innovationsföretag och företag i tidiga skeden relativt mogna företag.



Executive Summary

A central challenge in tax policy is designing the system to raise a given revenue while minimizing economic distortions such as reduced labor supply or business activity. High capital taxation may, for example, conflict with industrial policy goals of promoting the emergence of new firms and the growth of existing firms. The distortive effect of high taxes must be balanced both against the need for revenues, and social policy goals of promoting equality.

There is fairly widespread agreement in economics that taxes on corporate profits reduce business investment and contribute to greater financial leverage. No similar consensus exists regarding the effect of capital taxation on business owners, especially regarding taxation of dividends. Several different schools of thought have been developed in this area of economics. Each tradition offers its own analysis and conclusions on the issue of taxes on corporate ownership.

According to the so-called traditional view, taxation of corporate owners reduces incentives to save and invest. The so-called new view arrives at the same conclusion with regard to capital gains taxation. The two schools come to different conclusions regarding dividend taxation. According to the new view dividend taxation on owners of mature firms does not affect the company's marginal cost of capital and investment behavior. The reason is that firms are assumed to finance marginal investments by means of retained earnings instead of issuing new equity. In most firms, retained earnings are very important for financing investments. Under the new view dividend taxes are still believed to dampen the activity of startups and rapidly growing firms.

The so-called open economy view reaches more far-reaching conclusions. The open economy view rests on the premise that

small open economies in which capital taxes reduce domestic capital supply can instead finance the intended investments by importing capital from abroad. If a country is too small to influence the global supply of capital and if capital is perfectly mobile across countries, investments will not be affected by capital taxes on residents. To the extent that taxes reduce Swedish investments it is assumed that this will be compensated by an equally or almost equally large inflow of investment from abroad. According to the open economy view neither dividend nor capital gains taxes have any effect on the level of investment, though they might drive ownership and returns abroad.

In Sweden, the latter two research traditions, which tend to view capital taxes as relatively unimportant for business activity, have had a dominant influence on tax policy. The conclusions drawn in these schools of thought have been routinely used as arguments for maintaining comparatively high taxes on ownership and startup activity (e.g., SOU 1995:104 and SOU 2002:52). In this report we review recent trends in theoretical and empirical research on capital taxation on individuals. Empirical studies which separately analyze the effect of taxes on different type of firms tend to find more consistent behavioral effects than did many previous studies. We argue that the evidence is of sufficient weight to support and renew the view that these taxes have economically significant effects on investments and capital allocation.

We question the empirical validity of the strong capital mobility assumption underlying the open economy view. Empirical research in international finance has demonstrated a home bias, i.e., a strong propensity to invest in one's home country. International capital is far from perfectly mobile across borders, which means that it may be problematic to assume that foreign capital can or will fully substitute for domestic capital. The causes of home bias are not fully understood. One explanation may be that local information costs and network effects give business owners an advantage when investing in their home market compared to investing abroad. Another problem with taxing domestic investors and relying on foreign capital to finance investments is that this shifts ownership and the return from investment abroad.

The result of theoretical models of capital taxation is highly sensitive to the assumptions made in the models. The three schools of thought mentioned above have relied on relatively simple black-box models of the inside of the firm, instead exclusively focusing

on taxes. A tax model that ignores one aspect of the economic reality will generally miss the potentially distortive effect of taxes on the aspect in question. In recent years more complex models of firm activity have produced different results than previous models.

A new school of thought, sometimes referred to as the agency view, has developed concerning dividend taxes. This view incorporates principal-agent problems between owners and management regarding dividends, and claims that when ownership and management are separated a conflict of interest emerges regarding the use of the firm's cash flow. Managers often have incentives to pay too low dividends to shareholders and instead overinvest in existing businesses, from which they enjoy private benefits. Dividend taxation exacerbates this already existing principal-agent problem. Taxes create a "wedge" between capital in mature firms with fewer investment opportunities and newer firms with less capital but better growth prospects. This misallocation of capital lowers economic efficiency, as the optimal outcome would be for the old firms to pay out excess capital as dividends to the owners, who in turn could allocate it towards firms offering better investment opportunities and greater growth potential.

Another line of research has tried to incorporate complexity relating to entrepreneurship to capital taxation. Innovative startups are increasingly dependent on venture capitalists that provide both external financing and complementary skills. Entrepreneurship is a unique activity characterized by relation-specific assets, conflicts of interest, low liquidity, weak cash flow in early stages and great uncertainty. This makes it particularly difficult to write contracts which cover all contingencies. In this framework, dividend taxes cause a distortion by reducing the return on effort toward mutual goals by both entrepreneurs and venture capitalists. As in the agency view, dividend taxes heighten any existing distortion caused by transaction costs. Another interesting angle on entrepreneurship that has been incorporated in models of dividend taxation is the occupational choice margin. Startups do not normally pay out dividends and are unaffected by the dividend tax directly. However, taxes on future dividends are incorporated into the value of the firm. Therefore, both dividend and capital gains taxes make it less lucrative to attempt to create a company rather than being employed.

In 2003, the United States significantly reduced the tax rate on dividends in a reform that is not believed to have been long

anticipated. This change in tax rates has been used as the source of exogenous variation in several empirical studies on dividend taxation. The studies have also increasingly tried to take into account firm heterogeneity and incorporate findings from the agency theory. It is believed that taxes affect mature and cash-constrained firms in different, even opposite ways. According to some agency view models, lower taxes on dividends result in lower investments by mature firms with strong cash flow, which instead increase dividend payouts. In turn this enables credit-constrained firms to increase their investments. Consequently, the effect of the tax cut on investments is not uniform. Mature firms may react differently to taxes than new entrepreneurial firms which rely on external capital. Similarly, small “mom-and-pop” businesses may differ significantly from high-tech startups in their economic response to taxes.

Our interpretation of the new empirical research is that taxes on ownership have economically significant effects on key aspects of firm activity. This includes innovative startup activity, the allocation of investments, capital structure and ownership structure. The findings on behavioral effects of taxes are more consistent than in the previous literature.

The Swedish system for taxing small businesses is based on the assumption that income comprises either capital gains or derives from work. In this framework, returns on for example employee or founder stock options are considered as labor income. Entrepreneurship has been assumed to be largely a type of labor. We argue that this division between capital and labor is economically questionable when discussing owner-managed firms. Economic models that consist of only two factors of production – capital and labor – are not sufficiently complex to account for the returns to entrepreneurship.

Entrepreneurs supply an inseparable bundle of effort, human capital and financial capital. As the company grows additional capital is created using existing capital and the entrepreneur’s own effort. Since these factor supply decisions are largely inseparable, the return to entrepreneurship is extraordinarily difficult to neatly split between capital and labor. Employer behavior is generally more tax elastic than the employee’s income. This is partially due to tax compliance and planning, but may in part also reflect a higher real elasticity that heretofore has been more or less invisible. In the classical framework of optimal taxation, higher tax

responsiveness can be viewed as an argument in favor of business activity being taxed at a lower rate than income from employment.

Innovation and firm growth generally requires the sustained collaboration of a number of distinct agents and competencies. This includes founders, financiers and key employees. As mentioned above, complex contracts are designed to facilitate cooperation and reduce conflicts of interest. In countries where the tax levels are low or moderate, a spectrum of option contracts are frequently used in agreements between founders, financiers and key employees of startups. Options are used to remunerate founders and key employees in cases where the company performs well. This is particularly valuable for startups at the beginning of their life cycle when they tend to have weak cash flow but high growth potential. In Sweden the tax rate on stock option gains of successful companies is about 67 percent, dampening the use of the option instrument by making it prohibitively expensive in many cases. Warrants are in theory taxed at a more favorable rate. In practice, however, due to the rules of the Swedish tax system, warrants can only be used effectively by buyout firms, not by innovative startups.

In the Swedish tax system several reforms have been implemented that have lowered effective taxation on business ownership and savings. Overall, the tax system has favored passive investment in existing assets over investment in or lending to startups and high-growth firms. This obviously may reduce entrepreneurial activity. Incentives to investment in startups and high growth firms are influenced not only by their own tax rate, but also by the tax rate on alternative uses of funds such as passive investments. Analogously, entrepreneurs with the best potential for success tend to have attractive alternate career options in incumbent firms, academia or government. High rates of entrepreneurship require that a sufficient pool of entrepreneurs and key employees can find it personally rewarding to assume risk and invest time and effort.

Another related issue which we discuss is that the tax system favors debt financing over equity financing. This increases the debt-equity ratio of firms and makes the economy more vulnerable, while penalizing early stage enterprises relative to mature companies. Moreover, it penalizes technological or human capital relative to physical capital and real estate.



1 Inledning

Den centrala utmaningen i skattepolitiken är att samla in en given mängd skatter på ett sätt som minimerar skatternas negativa effekter på samhällsekonomin (Ramsey 1928). Detta är särskilt svårt i länder som Sverige med höga välfärdspolitiska ambitioner. Inom ramen för ett högt skatteuttag är det problematiskt att ha låga skatter på aktiviteter som vi av strategiska skäl vill främja, som t.ex. investeringar och entreprenörskap. 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 via kryphål och skatteflykt.

Att främja tillväxt bland existerande företag och framväxten av nya företag är samtidigt viktiga näringspolitiska mål. Kapitalbeskattningens nivå och utformning är en betydelsefull del av denna näringspolitik. Skatters potentiellt hämmande effekt på företagande måste balanseras både mot behovet av offentliga intäkter och mot fördelningspolitiska mål. Olika skatter måste också jämföras med varandra. Det finns större skäl att ha höga skattesatser för skatter som ger mer intäkter på ett sätt som har mindre negativa effekter på samhällsekonomin.

Föga oväntat finns ett flertal utredningar om kapitalskatters effekter på företagande. De senaste större offentliga utredningarna om ägarskatter har tyvärr flera år på nacken.¹ Sedan dess har forskningen kring kapitalbeskattningen och dess effekter utvecklats vidare. Vi menar att den nya empiriska och teoretiska forskningen är tillräckligt intressant för att motivera en ny uppdaterad utredning. En kritik mot tidigare utredningar om kapitalskatters effekter var att modellerna var alltför förenklade. Viktiga faktorer såsom ägarstyrning och individuellt entreprenörskap var inte inklu-

¹ SOU 1995:104 och SOU 2002:52.

derade i modellerna och analyserades därför inte. Under senare år har ett antal studier gjorts där dessa faktorer beaktas. Detta har i många fall lett till förändrade slutsatser.

Även det empiriska forskningsläget har utvecklat. Inom ämnet nationalekonomi finns sedan ett antal år tillbaka en ökad betoning av empiri och empiriska resultat relativt renodlade teoretiska modeller utan tydlig empirisk koppling. Forskningen om ägar-skatter är inget undantag. Denna förskjutning mot empiri har skett parallellt med – och möjliggjorts av – metodutveckling och ökad tillgång till mikroekonomiska data av hög kvalitet. Inte minst har en stor reform av ägarbeskattningen i USA år 2003 stimulerat forskningen och utnyttjats för att identifiera skatters effekt på viktiga utfallsvariabler. Det finns således idag ett flertal välgjorda och i hög grad relevanta studier om beskattning som inte var tillgängliga i samband med tidigare utredningar på företagsbeskattningsområdet.

I början av 2011 tillsatte regeringen en företagsskatteutredning (*Översyn av företagsbeskattningen*; Dir 2011:1), vilken går under benämningen Företagsskattekommittén.² Ett syfte med utredningen är förslag på åtgärder som leder till fler växande företag för att därigenom få högre sysselsättning och välstånd i Sverige. En viktig väg att gå för att uppnå detta är förslag på förändringar i skattesystemet som leder till en mer neutral skattemässig behandling av eget och lånat kapital. Utredningen 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. Utredningens slutbetänkande kommer att presenteras på försommaren 2014.

I samband med att Företagsskattekommittén lägger sitt slutbetänkande och påföljande remissrunda finns goda förutsättningar för en både bred och fördjupad diskussion om den svenska ägarbeskattningen. Syftet med denna rapport är att göra en uppdaterad översikt och utvärdering av nationalekonomisk forskning kring ägarbeskattningens effekt på företagande. Med företagande avser vi här både nyföretagande och ledning, utveckling och finansiering av existerande företag. Det är vår förhoppning att vi därmed kan bidra med ett vetenskapligt förankrat sakunderlag till den diskussion vi

² Utredningsdirektiven (Dir. 2011:1) finns tillgängliga på <http://www.regeringen.se/sb/d/14255/a/158776>.

hoppas följer i kölvattnet av Företagsskattekommitténs slutbetänkande.

Olika kategorier av företag och skatteslag

Vi delar i denna rapport schematiskt in företagen i tre kategorier:

- *Etablerade storföretag* står för den största delen av näringslivets förädlingsvärde, export och forskning och utveckling (FoU). Dessa företag har utöver potentiellt starka kontrollägare ofta spritt ägande. Ibland finns ingen kontrollägare alls utan företaget är ledningsstyrt.
- *Entreprenöriella företag* introducerar en ny teknologi, produkt eller affärsidé och har ambition att växa. Dessa företag är få, men oproportionerligt viktiga för innovation och jobbskapande.
- *Småföretag/levebrödsföretag* definieras som företag som inte är innovativa och inte har ambition att växa över en viss nivå. Småföretag spelar en viktig roll för sysselsättning och är den optimala storleksnivån i många branscher. Småföretag är inte minst viktiga för jobbskapande för grupper med svagare förankring på arbetsmarknaden, såsom unga och utrikes födda.

Det finns också olika typer av företagsskatter:

- *Bolagsskatten* tas ut på företagsnivå och betalas endast av aktiebolag.
- *Ägarskatter* avser de kapitalskatter som belastar företagets ägare snarare än företaget. I allt väsentligt handlar det om två slags skatter: *skatt på utdelning* och *kapitalvinstskatt* på värdestegring. Den senare benämns ibland reavinstskatt; skatterättsligt är det mer korrekt att kalla den för kapitalvinstskatt.
- I det svenska skattesystemet beskattas fåmansföretagares inkomster delvis som arbetsinkomster till följd av särskilda *fåmansbolagsregler*, även kallade 3:12-reglerna.

Dessa skatter är olika viktiga för olika typer av företagare. Något förenklat är kapitalvinstskatter relativt sett viktigare för snabbt växande företag, utdelningsskatten är relativt sett viktigare för mogna etablerade bolag och fåmansbolagsregler är viktigast för

småföretag och egenföretagare. Vi kommer i rapporten att beröra alla typer av kapitalskatter på företagande. Huvudfokus kommer dock att ligga på ägarskatter, dvs. kapitalvinstskatten och utdelningsskatten, då det enligt vår bedömning är där det finns mest ny forskning och nya perspektiv. För en närmare analys av fåmansbolagsbeskattningen och de s.k. 3:12-reglerna vill vi hänvisa till Alstadsäter och Jacob (2012) och Alstadsäter, Jacob och Vejsiu (2014).

Ny utveckling i forskning kring ägarskatter och företagande

Det finns en omfattande teoribildning om kapitalbeskattningens effekter på företagets beteende. Centrala aspekter är hur företagets investeringsbeslut påverkas inom ramen för den uppställda modellen. Investeringar är en förutsättning för tillväxt och ekonomisk förnyelse, och incitament för företag att investera är således viktiga för landets utveckling.

Kapitalskatter kan misstänkas ha en negativ inverkan på bl.a. sparande, investeringar, nyföretagande och effektiv bolagsstyrning. Det finns dock en tradition inom skatteforskningen enligt vilken kapitalbeskattning under vissa förutsättningar inte har negativa konsekvenser för investeringar och företagande (Auerbach 2002). I Sverige har denna forskningstradition haft en stark inverkan på skattepolitiken och har använts som argument för att bibehålla internationellt sett höga skatter på ägande och företagande (t.ex. Agell, Englund och Södersten 1995 och SOU 2002:52). Perspektivet på Sverige som en liten öppen ekonomi har samtidigt utmynnat i slutsatsen att svenska skatter på ägande inte minskar investeringsnivån i landet (t.ex. Östros 1997 och Apel och Södersten 1999). Dessa två argument har i den svenska debatten ofta sammankopplats och förstärkt varandra.

De modeller som används inom nationalekonomin är av nödvändighet alltid förenklade. Det är viktigt att de politiska beslutfattarna 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 fler aspekter tas hänsyn till. En nationalekonomisk modell kan 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 analys-

modellen. Viktiga exempel på faktorer som, om de inkluderas i analysen, kan leda till helt andra resultat är individuellt entreprenörskap, utövande av aktivt ägande och ökade transaktions- och informationskostnader vid investeringar i andra länder.

Internationell forskning under de senaste åren påvisar dock att kapitalskatter är förknippade med större samhällsekonomiska kostnader än vad tidigare studier kommit fram till. Detta är en slutsats i modeller där hänsyn tas till hur beslut om utdelning till företagets ägare påverkar effektiviteten i ägarkontrollen och bolagsstyrningen (*corporate governance*). Empiriska studier motiverade av dessa teorier har visat att kapitalskatter tenderar att hålla kvar kapital i mogna företag i stället för att det slussas till nya tillväxtföretag.

En annan viktig utveckling i forskningen är en starkare betoning av distinktionen mellan olika typer av företag och företagare. När det gäller etablerade företag har det visat sig att effekterna av skatter skiljer sig kraftigt åt mellan mogna kapitalstarka företag och företag som växer med hjälp av externt kapital. Att anta att företag är homogena och reagerar på skatter på samma sätt riskerar att leda fel. För att verkligen identifiera, analysera och förstå hur skatter påverkar företag och företagare krävs att en distinktion görs mellan olika typer av företag.

En ytterligare distinktion är den mellan småföretagande och innovativt entreprenörskap. Egenföretagare och småföretag är i regel vare sig innovativa eller tillväxtorienterade. De flesta är levebrödsföretag med få eller inga anställda utöver företagaren själv och växer inte. Det rör sig om företag som frisersalonger, gatukök, taxiåkerier, servicebutiker, enmanskonsulter och revisionsbyråer. Dessa företag skiljer sig på ett fundamentalt sätt från de innovativa entreprenöriella företagen, vilka bygger på nya affärsidéer, ofta ny teknik och som alltid har ambitionen att växa. Nya storföretag växer så gott som alltid fram ur den senare kategorin. Tvärtemot en spridd uppfattning skapar inte småföretag fler jobb när man tar hänsyn till företagets ålder. Det är inte småföretagen utan de nya företagen som skapar jobb, dels när de skapas, dels när de växer. Den ekonomiska politik som leder till många småföretag och den politik som leder till fler snabbt växande entreprenöriella företag är inte nödvändigtvis densamma. Småföretag och levebrödsföretag tycks skilja sig fundamentalt från innovativa tillväxtföretag, även när det gäller effekten av skatter.

Betydelsen av incitament för grundare av tillväxtföretag kan ha underskattats i tidigare studier. Nya företag kräver enskilda grundare. Oftast har dessa redan välbetalda jobb i existerande företag. För att de ska lämna sin trygga och i regel välbetalda anställning och ta risken att driva ett eget företag så måste beslutet uppfattas som privatekonomiskt lönsamt. Runt tre fjärdedelar av alla nya företag misslyckas och ger inte ägaren någon avkastning. Avkastningen i den minoritet av företag som lyckas måste vara tillräckligt stor för att locka över den potentiella entreprenören. Även när kapitalskatter inte snedvrider de existerande företagens investeringsbeslut kan en hög beskattning på ägarnivån leda till att den potentiella grundaren inte finner det lönsamt att alls starta företaget.

Rapportens disposition

Rapporten delas in i tre delar. Del I (kapitel 2–4) behandlar huvudsakligen beskattningens effekter på etablerade företag. Del II handlar främst om beskattningens effekter på entreprenörskap och nyföretagande (kapitel 5–6). Då dessa aspekter inte helt kan separeras från varandra kommer nyföretagande även att behandlas några gånger i den första delen. Utöver dessa två delar behandlas effekter som uppkommer genom att lånat och eget kapital beskattas i olika (kapitel 7). Del III utgörs av två kapitel. Kapitel 8 behandlar och utvärderar det svenska systemet för ägarbeskattning i ljuset av den forskning vi diskuterat i de föregående kapitlen. Kapitel 9 innehåller en kort sammanfattning och de viktigaste slutsatserna.

DEL I: BESKATTNINGENS EFFEKTER PÅ ETABLERADE FÖRETAG



2 Beskattningen av redan existerande företag

När det gäller beskattning av etablerade företag kommer vi att diskutera utdelningsskatten betydligt mer än bolags- och kapitalvinstskatten. Skälet till detta är inte att utdelningsskatten är viktigare än de andra två skatteslagen. Det beror i stället på att det i såväl forskningen som policydiskussionen finns en större enighet om effekten av bolags- och kapitalvinstskatten, medan utdelningsskattens effekter är mer omdebatterad.

Forskningen om bolagsskattens effekter är osedvanligt samstämmig: bolagsskatten leder till minskade investeringar och ökad andel lånefinansiering, dvs. sänker soliditeten. Debatten handlar främst om storleken på effekten samt bolagsskattens optimala utformning (se t.ex. Auerbach m.fl. 2010). Eftersom forskningen om bolagsskattens effekter är relativt enhetlig och då det redan finns flera uppdaterade forskningsöversikter om detta, kommer vi i denna rapport inte att fokusera på bolagsskatten och dess effekter, utan på effekterna av skatter på ägarnivån.

Det finns ingen motsvarande samstämmighet om ägarskatternas effekter. Framför allt går slutsatserna isär vad gäller effekter av skatt på utdelningar. Det har utvecklats flera ”skolor” inom företagsbeskattningsteorin med olika perspektiv på och slutsatser om hur ägarskatter påverkar företag och ägares beteende. Den ”traditionella synen” (*old view*) ser ägarskatterna som snedvridande, medan den ”nya synen” (*new view*) menar att skatter på aktieutdelning i normalfallet inte bör påverka företagets balansräkning och dess investeringsbeslut. Grundidén i den nya synen är att beskattningen av vinstutdelning på marginalen inte har någon effekt på företagets kapitalkostnad och därmed heller ingen effekt på dess investeringsbeslut. En situation där skatter inte påverkar investeringsbesluten uttrycks ibland som att ägarskatter är *neutrala* med avseende på investeringar. Med *neutralitetshypotesen* avser vi

hypotesen att utdelningsskatten inte påverkar företags investeringar, oavsett nivå på skatten.

Det är viktigt att inte blanda ihop neutralitetshypotesen med neutralitetsprincipen. Neutralitetshypotesen är en teoretisk slutsats att ägarskatter under vissa förutsättningar inte påverkar företags beteende. Neutralitetsprincipen är en riktlinje som varit starkt vägledande för den svenska skattereformen 1990/91. Neutralitetsprincipen säger att man bör eftersträva skattemässig neutralitet mellan olika slags ekonomiska aktiviteter, med syfte att i så stor utsträckning som möjligt undvika att skatter styr om ett ekonomiskt beteende från en aktivitet till en annan. Antingen att man av skatteskal väljer att t.ex. bli företagare i stället för löntagare, eller att man strävar efter att tänja gränserna för det tillåtna genom att sträva efter att omvandla inkomster från ett högre till ett lägre beskattat inkomstslag.

En utveckling av den traditionella och nya synen analyserar och modellerar de internationella snarare än de nationella kapitalmarknaderna. När modellen antar att kapitalmarknaderna är internationellt integrerade bestäms kapitalkostnaden internationellt. Om höga skatter pressar ned ett lands sparande och investeringar så flödar internationellt kapital in i stället och finansierar investeringarna. Därför blir företagets investeringsbeteende och produktion opåverkade av de nationella finansierarnas agerande. Ur denna analys följer den närbesläktade s.k. ”öppen–ekonomi-synen”. Slutsatsen är att ägarskatter inte påverkar företagets investeringar om de internationella kapitalmarknaderna är integrerade.

Intressant nog säger öppen–ekonomi-synen till skillnad från den nya synen att inte bara utdelningsskatten utan även kapitalvinstskattens nivå är oviktig för näringsverksamheten. Skälet är att utländska investerare och företag fullt ut antas ersätta den minskning av inhemska investeringar och inhemskt företagande som uppstår till följd av kapitalvinstskatten. Vi kommer senare att diskutera om detta är ett realistiskt antagande, inte minst när det gäller tillväxtföretag. En rad empiriska studier hittar nämligen ett negativt samband mellan kapitalvinstskatt och innovativt entreprenörskap. Grundare till nya tillväxtföretag får den största delen av sin avkastning i form av värdeökning som ett resultat av att företaget växer. Både grundarnas och de externa finansierarnas avkastning sjunker om kapitalvinstskatten är hög.

I detta kapitel redogörs först för de tre olika synerna. För en mer detaljerad genomgång av vad som skiljer de olika ”skolorna”

rekommenderas Sørensen (1995). Vi kommer sedan att förklara hur slutsatserna från den nya synen och öppen-ekonomi-synen har använts som argument för att utdelningskatten inte medför några snedvridande effekter på den svenska samhällsekonomin. Nyare studier, där ägarstyrning och entreprenörskap beaktas explicit, och ny empirisk forskning behandlas i kommande kapitel.

Vi kommer således att i Del I (kapitel 2–4) göra en omfattande genomgång av de olika idéskolorna eller ”synerna” som utvecklats vad gäller synen på ägarbeskattnings effekter. För att ge en överblick och underlätta läsningen sammanfattar vi i *Tabell 2.1* de olika synernas slutsatser om effekterna av utdelnings- och kapitalvinstskatten på investeringar, tillväxt och nyföretagande. Likaså ges två exempel på viktiga studier inom respektive forskningsinriktning.

Tabell 2.1

De olika synerna på ägarskatternas effekter – en sammanfattning

	Traditionella synen <i>Traditional view</i>	Nya synen <i>New view</i>	Öppen--ekonomi--synen <i>Open economy view</i>	Agentsynen <i>Agency view</i>
Förenklad sammanfattning	Skatter på ägar nivå 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 av utlandet. Om ägarskatter minskar utbudet av inhemskt kapital kommer utländska investeringar att ersätta bortfallet.	I företag med spritt ägande finns en fundamental konflikt mellan ägare och ledning, där ledningen tenderar att vilja ge för låga utdelningar. Skatt på utdelningar förstärker tendensen till inläsning i äldre mogna företag.
Grundläggande antaganden	Nyinvesteringar finansieras på marginalen av ägare.	Nyinvesteringar finansieras på marginalen genom återinvesterade vinster.	Utländsk kapital utgör perfekt substitut till inhemskt kapital, kapital flödar kostnadsfritt över nationsgränser.	Ägares kontroll ej perfekt, ledningen har en systematisk tendens att lämna för låga utdelningar.
Slutsats om utdelningsskatt	Snedvridande för nya och existerande företag, reducerar investeringar.	Ej snedvridande för redan existerande företag, reducerar tillväxt av nystartade företag.	Ej snedvridande för vare sig existerande storföretag eller mindre företag som har direkt eller indirekt tillgång till global kapitalmarknad.	Snedvridande både för existerande företag med spritt ägande och för nya företag.
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.	Snedvridande både för existerande företag med spritt ägande och för nya företag.
Exempel på viktiga studier	Feldstein (1970) och Poterba och Summers (1985).	Auerbach (1979) och Bradford (1981).	Boadway och Bruce (1992) och Sørensen (1995).	Chetty och Saez (2005) och Chetty och Saez (2010).

Den traditionella synen på företagsbeskattning

Ett banbrytande verk inom teorin för företagsbeskattning anses vara Harberger (1962). Där analyseras företagsskatter i en allmän jämviktsmodell, dvs. för hela ekonomin samtidigt och inte bara partiellt på en enskild marknad. Harberger delar upp ekonomin i två sektorer. Den formella sektorn belastas med företagsskatter medan det finns en icke-formell sektor som inte beskattas. Beskattningen ger upphov till en snedvridning i resursallokeringen. Investeringar leds bort från den beskattade sektorn till den obeskattade. I studien visas också att kostnaden av skatten – dess incidens – inte nödvändigtvis bärs av den som formellt åläggs att betala den. Incidensen avgörs i stället av hur skatten påverkar olika priser i ekonomin. Exempelvis torde företagsskatten i viss mån bäras av de anställda genom lägre efterfrågan på arbetskraft och de lägre löner som följer av denna minskade efterfrågan. Intressant i sammanhanget är att Harberger inte räknade med någon effekt på det totala sparandet till följd av beskattningen. Han tar i stället det totala sparandet i ekonomin för givet, och studerar endast hur det givna sparandet allokeras mellan sektorer. Dock skriver han att snedvridningarna troligen skulle blivit större om modellen beaktat att beskattningen kan tänkas påverka sparbeteendet.

Harbergers modell består endast av ekonomiska sektorer och innehåller alltså inte några företag. Detta gör att ett antal fundamentala frågor inte kan analyseras inom modellens ram. Det går inte att skilja mellan vinstskatter på företaget och utdelnings- och kapitalvinstskatter på företagets ägare. Företagen antas också finansiera sina investeringar genom nyemissioner och dela ut eventuella överskott till ägarna. Hänsyn tas således inte till skuldfinansiering eller återinvesterade vinster. Entreprenören finns varken med som produktionsfaktor eller i någon annan form. Detta innebär att de investeringar och det nyföretagande som leder ekonomin mot jämvikt sker automatiskt eller på ett sätt som ligger utanför modellens ram.

Harberger utvecklade grunden för den inriktning som kom att kallas den traditionella synen på kapitalbeskattningsområdet (Sørensen 1995). Efterföljarna utvecklade naturligtvis analysen, men en rad gemensamma slutsatser kvarstår. Framför allt antas att tillförseln av eget kapital genom nyemissioner, trots skattenack-

delar, spelar en fortsatt viktig roll i företagets finansieringsstrategier.

En viktig vidareutveckling av den traditionella synen gjordes av Poterba och Summers (1983, 1985). Här antas mogna företag av olika skäl vilja ge utdelningar till sina ägare. Detta antagande motiveras av att det är så företagen agerat historiskt. Att sänka utdelningarna för att den vägen finansiera investeringar kan ha en kostnad för företaget, t.ex. att aktiekursen sjunker. Företagens preferens för att ge utdelningar modelleras inte endogen av Poterba och Summers utan exogen, dvs. den antas helt enkelt vara för handen. Med andra ord ger deras modell ingen förklaring till varför företag tenderar att ge stabila utdelningar, men de beaktar ändå att det är så företagen tenderar att bete sig.³ Eftersom företaget förväntas ge stabila utdelningar är kassaflödet helt eller delvis låst till utdelningar och tidigare investeringsprogram. Därför tenderar även mogna företag med positivt kassaflöde att på marginalen finansiera nya investeringar med nyemitterat aktiekapital, vilket belastas av utdelningsskatten. I detta fall blir utdelningsskatten snedvridande.

Den nya synen på företagsbeskattning

Ett centralt begrepp i skatteteori är företagets kapitalkostnad (Jorgenson 1963, 1967), och inte minst företagets *marginella* kapitalkostnad. Detta är det risk- och likviditetsjusterade pris som företaget måste betala för att finansiera sina investeringar. Om företagets kostnad är lika med samhällets kapitalkostnad såsom detta avspeglas i marknadsräntan antas investeringsbeslutet vara samhällsekonomiskt optimalt. Enligt den traditionella synen skulle de dubbla skikten av beskattning leda till snedvridningar i bl.a. de finansiella besluten, där lånade pengar gynnas framför eget kapital, och där återinvesterade vinster gynnas framför utdelningar och nyemissioner.

För att sådana snedvridningar skall spela roll förutsätter det att företagets finansieringsbeslut också får reala effekter. I teorin behöver så inte vara fallet. Modigliani och Miller (1958) har visat att företagets värde i en friktionsfri ekonomi inte bör påverkas av hur företaget väljer att finansiera sig. Detta då ägaren kan justera

³ Senare kommer vi att se att nyare studier förklarar företagets vilja att ge utdelningar med förekomsten av informationskostnader och intressekonflikter mellan ägare och ledning.

sin egen portfölj (sin egen privata upplåning) för att upphäva effekten av skatters effekt på företagets finansieringsstruktur. Om någon form av kapital är skattegynnad borde resultatet enligt teorin bli att företaget endast utnyttjar denna finansieringskälla.

Eftersom skulder i så gott som samtliga länder varit skattemässigt gynnade jämfört med eget kapital är slutsatsen i detta ramverk att företaget borde vara helt skuldfinansierat. I så fall kommer skatten inte att ha någon effekt på investeringsbeslutet, då företagets kapitalkostnad på marginalen sammanfaller med marknadsräntan (Stiglitz 1973). Stiglitz "neutralitetssyn" stämmer dock inte väl överens med historisk erfarenhet. Företag finansierar fortfarande sin verksamhet med en kombination av skulder och eget kapital. Framför allt tycks det finnas stora kostnader förknippade med alltför låg soliditet. Detta inkluderar risken för en kostsam konkurs för företag med alltför låg soliditet. Ett annat problem är att det sett ur de externa finansierarnas perspektiv skapas oönskade incitament vad gäller ägarens risktagande när ägare satsar för lite av sina egna medel i företaget. Dessa typer av kostnader sätter gränser för graden av skuldfinansiering även när skuldfinansiering är kraftigt skattesubventionerad.

I stället utvecklade forskare som King (1974, 1977), Auerbach (1979), Bradford (1981) och Sinn (1987) vad som kom att benämnas den nya synen. Denna accepterar utgångspunkten att eget kapital måste utnyttjas i finansieringen av investeringar och att företag betalar utdelning. Samtidigt antar modellerna att företaget kan bygga upp det egna kapital som behövs med hjälp av återinvesterade vinster snarare än med externt kapital. Ett företag har tre huvudsakliga alternativ för att finansiera nyinvesteringar: genom nyemission av eget kapital, genom att använda tidigare vinster samt genom lånefinansiering. Hur fördelaktiga de olika finansieringsalternativen är beror i hög grad på skattesystemets konstruktion, inklusive reglerna för ränteavdrag. En viktig teoretisk utgångspunkt i den nya synen är att återinvesterade vinster är den viktigaste eller ibland enda källan för att finansiera marginella investeringar. 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.

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 (Sinn 1991b). Här är det viktigt att skilja mellan den nominella och effektiva kapitalvinstskatten. Då denna skatt inte utgår förrän vid försäljning av hela eller delar av ett företag är den effektiva skatten lägre än den nominella. Fortfarande gäller att den effektiva kapitalvinstskatten utgör en belastning för ägaren och ökar företagets kapitalkostnad.⁴ En effekt som däremot höjer den effektiva reala kapitalvinstskatten är att investerare måste betala nominell kapitalvinstskatt också på den del av värdestegringen som inte är real utan bara ett resultat av inflation.

Auerbach (2002) förklarar den grundläggande strukturen hos de två olika synerna, och visar att den centrala skillnaden ligger i olika antaganden om hur den marginella investeringen finansieras. I den traditionella synen antas denna helt finansieras med nyemitterat kapital. Investerarens krav på högre avkastning som kompensation för ägarskatten ökar företagets kapitalkostnad och leder till alltför små investeringar. I den nya synen antas däremot den marginella investeringen finansieras med återinvesterade vinster, dvs. med kapital som ägarna till följd av skatten redan skrivit ned värdet på. Enligt den nya synen används pengarna till utdelning till ägarna endast om inga lönsamma investeringsalternativ existerar, utdelningen är således residuell. Eftersom aktieägarna redan har diskonterat de medel som blev "fångade" inom företaget när skatten först infördes, påverkas inte företagets investeringsbeteende av skatten. Därför kallas den nya synen ibland också för "infångat kapital"-synen (*trapped equity view*).

Öppen-ekonomi-synen på företagsbeskattning

Gemensamt för den traditionella och den nya synen är att de har analyserat en sluten ekonomi, eller en ekonomi där avkastningskraven på kapital bestäms inom landet. Öppen-ekonomi-synen

⁴ Detta behöver dock inte alltid vara fallet. Även kapitalvinstskatten kan enligt teorin vara neutral under vissa omständigheter, exempelvis när företag utnyttjar återköp av egna aktier som alternativ metod att dela ut vinster till ägarna. I extremfallet då aktiens ingångsvärde är noll (dvs. hela värdet utgörs av kapitalvinst) är kapitalvinstskatten neutral för aktieåterköp (Auerbach och Hassett 2003). Detta gäller dock inte generellt utan beror på relevansen i denna hypotetiska situation.

undersöker i stället samma frågor givet antagandet att kapitalet flyter kostnadsfritt över gränserna och att de inhemska ägarna utgår ifrån den internationella världsmarknadsräntan. Svenska och nordiska ekonomer har varit mycket framstående inom detta forskningsfält, kanske beroende på att dessa utgångspunkter förefallit särskilt lämpade för att analysera vår typ av ekonomier – se exempelvis Apel och Södersten (1999).

I en liten öppen ekonomi kommer, enligt teorin, utdelnings-skatten att bli neutral med avseende på företagets finansieringsbeteende, eftersom avkastningskravet efter skatt för de inhemska ägarna är irrelevant. Även om dessa på grund av skatten inte är beredda att finansiera inhemska investeringar kommer företaget att ha tillgång till kapital till den givna (risk- och likviditetsjusterade) världsmarknadsräntan, dvs. i praktiken kan utländska ägare ersätta inhemska. Notera att detta förhållande i den grundläggande modellen kan gälla även när företaget är litet och inte har tillgång till den internationella kapitalmarknaden.⁵ Orsaken är att investerarna i de mindre företagen enligt de antaganden som görs i analysmodellen – har tillgång till den internationella kapitalmarknadsräntan. I så fall kommer även dessa bolag att vara opåverkade av ägarskatter.

En implikation av denna syn gällande effekten av beskattning med avseende på investeringsvolymen är att ägarskatter på landets egen befolkning inte medför några konsekvenser. Samtidigt kan höga ägarskatter i andra länder ha detta om de leder till lägre globalt sparande och högre internationell kapitalkostnad. En annan implikation är att skatter på företagsnivån (bolagsskatter) ses som kostsamma ur effektivitetssynpunkt (Hansson och Norrman 1996), medan skatter på företagens ägare kan vara helt neutrala. Anledningen till att en högre bolagsskatt får negativa effekter är att avkastningskravet på ägarnivå anses internationellt bestämt. Därför innebär en högre bolagsskatt i ett land att den förväntade avkastningen på investeringar före bolagsskatt måste höjas för att fortfarande ge samma avkastning efter skatt. Därmed blir färre investeringsprojekt lönsamma, vilket minskar investeringarna och den ekonomiska aktiviteten.

⁵ Notera även att prefixet "litet" är kontextberoende. När det gäller tillgång till internationella kapitalmarknader till överkomliga kostnader torde "små företag" inkludera även många företag med hundratals eller tusentals anställda, dvs. företag som i andra sammanhang betraktas som medelstora eller stora. När å andra sidan regler för fåmansbolagsbeskattning diskuteras är det mer lämpligt att som Lindhe, Södersten och Öberg (2004) definiera stora företag som företag med fler än femtio anställda.

Policyimplikationer av den nya synen på företagsbeskattning

Resultatet av analysen i de föregående avsnitten om den nya synen och öppen-ekonomi-synen är slående; här anses det finnas skatter med stor skattebas som inte medför några välfärdsförluster. Som Sinn (1991a, s. 35) påpekar: "Många ekonomer anser att sådana skatter [på utdelningar] är bland de mest neutrala skatter som existerar."

För den fortsatta analysen är det viktigt att förstå hur det är möjligt att erhålla detta ovanliga resultat. Utdelningsskatten blir ur detta perspektiv i grunden en klumpsummeskatt, som när den införs en gång för alla överför en del av aktieägarnas förmögenhet till staten. Skattens enda effekt är den kapitalisering av skattesatsen som sker vid införandet, dvs. aktiernas marknadsvärde justeras nedåt med den förväntade framtida skatten. Därmed medför skatten inte någon förändring i vad som är optimalt att göra med det kapital som redan finns inom företaget.

Som Sinn (1991a) uttrycker det är utdelningsskatten en skatt på sparande, men den är samtidigt en lika stor subvention till internfinansierade investeringar i bolaget. För dessa investeringar uppväger subventionen exakt skatten, och ger därmed också exakt samma incitament som i fallet utan beskattning.

För att lättare förstå effekten kan ett räkneexempel vara på sin plats. Anta att en potentiell investerare är nöjd med en avkastning efter skatt på 10 procent, men inte skulle göra investeringen ifall avkastningen vore lägre. Anta samtidigt att det finns en investeringsmöjlighet med en förväntad avkastning på 10 procent. Det bästa utfallet för ekonomin är att investeringen genomförs. Ett skattesystem som förhindrar detta är att betrakta som snedvridande. Givet en utdelningsskatt på 30 procent kommer investeraren naturligtvis inte att vara villig att genom nyemission eller bildandet av ett nytt bolag finansiera investeringen; i enlighet med den traditionella synen uppstår en skattekil.

Anta nu i stället att investeraren äger aktier i ett bolag med tillgängligt kapital och möjlighet att genomföra samma investering. Kommer hon i så fall att vilja att investeringen genomförs? Svaret är ja. De medel som finns inom aktiebolaget är nämligen redan diskonterade nedåt av de externa investerarna; varje krona inom företaget är bara värd 70 öre för aktieägarna utanför. En krona av företagets kapital som investeras kommer att skapa en vinst efter skatt på 7 öre för ägaren. Men denne värderar tack vare skatten

varje krona i företaget till 70 öre, varför avkastningen faktiskt blir 7/70, dvs. de 10 procent som ägaren ursprungligen krävde. Sinn ger i sammanhanget en intuitiv förklaring till varför företagets marginella investeringsvilja/kapitalkostnad inte ändras. Utdelnings-skatten kan betraktas som att staten blir "delägare" i bolaget, i Sveriges fall med en ägarandel på 30 procent. Att ett företag får nya delägare påverkar i regel inte företagets investeringsbeslut.

Diskussionen om den nya synens relevans är inte bara akademisk, eftersom teorins slutsatser påverkar den ekonomiska politiken. Den teoretiska slutsatsen att ägarskatten är neutral har spelat en viktig roll i de olika skattereformer som har gjorts. Enligt Sinn (1991a) bidrog neutralitetshypotesen direkt till att dubbelbeskattningen behölls efter skattereformen i USA 1986 och i Sverige 1990/91 (se nästa avsnitt).

Dessa teoretiska slutsatser har fortsatt att spela en viktig roll i skattepolitiken. Ett exempel är Viard (2003), som analyserar skattereformen i USA 2003 vilken innebar att dubbelbeskattningen avsevärt reducerades. Viard förklarar att utvärderingen av reformen är direkt avhängig av i vilken utsträckning den nya synens slutsatser ska antas vara gällande (s. 8): "[Under the new view], the dividend tax relief would do nothing to boost new investment." Om den nya synens slutsatser däremot inte var gällande skulle sänkningen av skatten i stället medföra (s. 8) "a substantial boost to new investment". Författaren förklarar i slutsatserna att en utvärdering av skatteförslaget är direkt avhängigt (s.12) "whether the traditional view or the new view better describes corporate investment", en bedömning som han dock inte anser sig kunna göra. En liknande bedömning återfinns i Sørensen (1995), som angående diskussionen om den nya synen poängterar att "[i]t is clearly important for public policy which view of the corporation tax is the more correct one."

Som vi kommer att se i kapitel 3 och 5 nedan har den amerikanska skattereformen 2003 inspirerat till både ny teoretisk och empirisk forskning av stor vikt för de frågeställningar som behandlas i denna rapport.

Den nya synens och öppen–ekonomi-synens inflytande på den svenska policydiskussionen

Forskningstraditionen inom den nya synen och öppen–ekonomi-synen har haft ett avgörande inflytande på skattepolitiken i Sverige. Detta inkluderar Södersten (1984), Agell m.fl. (1995) och SOU 2002:52. I Agell m.fl. (1995), bilaga till SOU 1995:104 (utvärderingen av 1990/91 års skattereform), görs en omfattande analys av det svenska ägarskattesystemet utifrån den tidens dominerande skatteteoretiska paradig. Mycket utrymme ägnas åt diskussionen av utdelningsskatten, med utgångspunkt från både den nya synen och öppen–ekonomi-synen. Slutsatsen är i den del av analysen som förs utifrån den nya synen, men ej utifrån öppen–ekonomi-synen, att utdelningsskatten är irrelevant för det fångade kapitalet, då ”utdelningsskatten är kapitaliserad i företagets börskurser” och vidare att ”beskattningen av utdelningsinkomster (m_d) [är] utan betydelse då investeringen finansieras med behållna vinstmedel” (s. 97). Dock är det, enligt den analys som görs, fortfarande fördelaktigt att sänka utdelningsskatten för finansiering som sker genom nyemissioner.

I den senare delen av analysen, som utgår från öppen–ekonomi-synen, blir slutsatserna ännu starkare: då Sverige antas vara en liten öppen ekonomi, så är kapitalkostnaden helt internationellt bestämd.⁶ Slutsatsen utifrån detta teoretiska ramverk blir att ägarbeskattningen saknar betydelse för de svenska företagens kapitalkostnad. Detta torde även inkludera förmögenhetsskatten (avskaffad 1991 på onoterade aktier och för alla tillgångar 2007) och kapitalvinstskatten.

I sin utvärdering av 1990/91 års skattereform tar Agell m.fl. (1995) upp en av invändningarna mot denna slutsats, nämligen att små och medelstora företag saknar tillgång till de internationella kapitalmarknaderna. Men de betonar samtidigt att avkastningen före skatt, vid de alternativa placeringarna för svenska ägare av små och medelstora företag, ges av den utifrån givna internationella kapitalmarknadsräntan. En lägre skatt medför att även denna avkastning stiger efter skatt, vilket torde medföra att avkastningskravet eller kapitalkostnaden på de små svenska företagen stiger i motsvarande mån. ”På detta sätt kan den gynnsamma effekten på

⁶ För den amerikanska policydiskussionen har däremot inte neutralitetsantagandet från öppen–ekonomi-synen spelat roll. USA är visserligen öppet för kapitalrörelser, men den amerikanska ekonomins storlek gör det orimligt att anta att den internationella världsmarknadsräntan är exogen, utan den torde påverkas av landets skatteregler.

kapitalkostnaden av en avskaffad utdelningsbeskattning helt eller delvis utebli även för mindre och medelstora företag” (Agell m.fl. 1995, s. 102). Här bör dock noteras att de bortser från att sänkt skatt på utdelningar och kapitalvinster på små företag ökar incitamenten att omallokera från tillgångar som inte omfattas av samma skattesänkning.

De teoretiska slutsatserna inom den nya synen och öppen-ekonomi-synen har varit inflytelserika för svensk skattepolitik. En illustration av denna teoribildnings inflytande ges av följande citat från ett anförande av dåvarande skatteministern i riksdagen:⁷

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.

Att neutralitetshypotesen kommit att väga så tungt i policy-diskussionen är kanske inte helt överraskande. Det är sedan länge accepterat att skatter utöver sina omfördelningseffekter också leder till mer eller mindre stora samhällsekonomiska kostnader. Staten måste jämföra dessa kostnader med värdet av vad de finansierar, samtidigt som olika skattekällor dessutom måste jämföras med varandra med avseende på deras snedvridande effekter (Hansson 1984). Om den teoretiska slutsatsen att dubbelbeskattning utgör en effektivitetsmässigt ”gratis” skattekälla accepteras, är dessa skatter att föredra jämfört med övriga skattekällor. I så fall är det snarare märkligt varför skatten på aktieutdelningar inte sattes högre än 30 procent. De teoretiska slutsatserna som följer av den nya synens och öppen-ekonomi-synens modeller om neutralitet är oberoende av skattesatsen, dvs. skatten anses sakna snedvridande effekter även när skatten är t.ex. 90 procent.

Slutsatsen om neutralitetshypotesen är ett teoretiskt resultat. En viktig fråga är hur starkt stöd slutsatserna har empiriskt.

Den traditionella eller nya synen: vad säger empirin?

Att avgöra vilken av de två ”synerna” inom företagsbeskattning som bäst förklarar företagets faktiska beteende kan bara göras med

⁷ Snabbprotokoll 1997/98:121 Anf. 137 Statsrådet Thomas Östros (s).

empiriska studier. I detta avsnitt redovisas de viktigaste empiriska utvärderingarna. Nyare studier med fokus på effekter på ägarstyrning och innovativt entreprenörskap redovisas i kapitel 3 respektive 6. Många undersökningar har fokuserat på hur finansieringen av nya investeringar sker, vilket tyder på att detta är den största stridsfrågan.

Poterba och Summers (1985) utnyttjar data från Storbritannien, där ägarbeskattningen genomgått flera förändringar. De drar slutsatsen att den traditionella synen stämmer bättre överens med företagets beteende, bl.a. eftersom utdelningsskatten och nivån på utdelningen är negativt korrelerade (i enlighet med den traditionella synen, men ej förenlig med den nya synen). Gentry (1994) använder ett intressant naturligt experiment för att undersöka skatters påverkan på finansierings- och utdelningsval, genom att jämföra s.k. *publicly traded partnerships* (PTP) inom oljesektorn med vanliga företag. PTP är nämligen befriade från skatter, men liknar i övrigt vanliga företag. Resultatet ger också här stöd för den traditionella synen, då dessa organisationer, allt annat lika, tenderar att ge högre utdelning och ha mindre lånefinansiering än vanliga aktiebolag. Givoly m.fl. (1992) studerade amerikanska bolags kapitalsskatter i samband med en skattereform och kom fram till att belåningsgraden påverkas av både företagsskatter och individskatter, vilket står i motsats till vad den nya synen förutsäger.

Den skatt som sannolikt har störst betydelse för incitamenten till innovativt entreprenörskap är kapitalvinstskatten på aktier. Poterba (1989a, 1989b) kunde påvisa effekten av denna skatt i en teoretisk modell rörande en individs val av yrke (anställd/företagare). Större delen av avkastningen på framgångsrikt entreprenörskap uppkommer i form av en kraftig värdetillväxt på aktierna i det företag som utvecklas. I regel kommer denna värdetillväxt vid någon framtida tidpunkt helt eller delvis att säljas vidare till andra ägare. Detta kan ske antingen genom en börsnotering, att externa delägare tas in i företaget eller genom att hela företaget säljs vidare till andra ägare. En potentiell entreprenör har att välja mellan att förbli anställd eller att starta ett eget företag. Poterba visar att en hög skatt på arbetsinkomst uppmuntrar till företagande medan en hög kapitalvinstskatt har motsatt effekt.

Poterba (1989a, 1989b) visar att graden av venture capital (VC)-aktivitet i USA är negativt korrelerad med kapitalvinstskatten över tid, dvs. om kapitalvinstskatten sänks då tenderar VC-aktiviteten att öka. Poterba påpekar samtidigt att generella sänkningar av

kapitalvinstskatten är ett trubbigt instrument för den som vill uppmuntra till innovativt entreprenörskap, eftersom huvuddelen av kapitalvinstskatten inte betalas av vare sig av entreprenörer eller andra som investerat i onoterade aktier. I hög grad handlar det istället om kapitalvinstskatt vid försäljning av privatbostäder och börsnoterade aktier.

Zodrow (1991) och Gerardi, Graetz och Rosen (1990) ger en beskrivning av de båda synernas argumentation och sammanfattar den empiriska forskningen fram till början av 1990-talet. De noterar att resultaten är "blandade", men att de flesta undersökningar tenderar att stödja den traditionella synen. McKenzie och Thomson (1996) gör en grundlig genomgång av den nya synen, den traditionella synen och Stiglitz neutralitetssyn. Författarna kommer även här fram till att den traditionella synen har starkast empiriskt stöd, även om bilden inte är helt entydig. De sammanfattar sina fynd enligt följande: "We tentatively conclude that there is some support for the 'traditional' view that dividend taxes dampen investments." Bland annat Auerbach och Hassett (2003, 2006) samt Lindhe (2002) finner å andra sidan stöd för den nya synen. Deras slutsatser bygger främst på observationen att mogna företag minskar utdelningarna när de har möjlighet att genomföra lönsamma investeringar.

Det finns även flera exempel på policyinriktade analyser av ägarskatters effekter på tillväxt och ekonomisk effektivitet. Med anledning av den schweiziska regeringens planer på en reformerad kapitalbeskattning gjorde Dietz och Keuschnigg (2003) en utvärdering av utdelningsskattens välfärdseffekter utifrån kapitalbeskattningsteori. Författarna kommer fram till att en mildrad dubbelbeskattning potentiellt kan ge betydande välfärdsvinster. De nämner särskilt skattens negativa påverkan på ägarstyrningen, en effekt av den skattemässiga diskrimineringen av finansiering med externt eget kapital. De lyfter också fram diskrimineringen av små och växande bolag, vilket skapar snedvridningar till förmån för investeringar i den icke-formella sektorn och skapar en ökad risk för finansiell instabilitet till följd av att företagen kommer att ha en högre skuldsättningsgrad. Listan med argument är i stort sett densamma i den omfattande och ofta citerade undersökning som genomfördes av U.S. Treasury (1992). Även denna studie rekommenderar minskad dubbelbeskattning av företagsvinster, och beräknar icke-försumbara välfärdsvinster av detta. Resultaten i studien var viktiga för den amerikanska skattereformen 2003, där

utdelnings- och kapitalvinstskatterna sänktes kraftigt, från 35 till 15 procent.

De empiriska studierna fram till tidpunkten för den amerikanska skattereformen 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 nya synen förutspår, men de påverkas inte så mycket som skulle vara fallet om den traditionella synen gällde fullt ut. Morck och Yeung (2005, s. 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.

De allra senaste åren har det kommit ytterligare ett par studier som söker svar på frågan om den nya eller den traditionella synen är mest lämpad för att förklara företagets investeringar och om dessa påverkas av skatt på utdelningar. Ett viktigt skäl till detta är att det har visat sig förknippat med stora metodologiska svårigheter att estimerar effekten av utdelningsskatter på investeringsnivån. Becker, Jacob och Jacob (2013) konstruerar en detaljerad och omfattande datamängd bestående av 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 företagets investeringsbeteende.

I studien delas företagen upp i två grupper: en grupp där företagen i hög grad liknar de stiliserade företag som analyseras i den nya synen och en grupp som ligger närmare de antaganden som görs om företag inom den traditionella synen. Den nya synens företag är de som finansierar sina investeringar med hjälp av sitt eget kassaflöde och för dessa visar det sig att skatter bara har en mindre effekt på investeringarna. Däremot spelar skatter en stor roll för företag som är beroende av extern kapitaltillförsel (aktie marknaden) för att finansiera sina investeringar, vilket antas i den traditionella synens modeller. En högre utdelningsskatt har i detta fall en påtaglig negativ effekt på företagets investeringar. Ett ytterligare resultat av studien är att när ett företags interna kassaflöde är lågt, tar de in mer externt ägarkapital för att kompensera för detta förutsatt att utdelningsskatten är låg. Becker m.fl. (2013) drar slutsatsen att utdelnings- och kapitalvinstskatter låser in

kapital i företag med stort internt kassaflöde. Med största sannolikhet förhindrar detta att kapital omallokeras till nya och unga företag och till nya branscher med bättre tillväxtmöjligheter.

Frank, Singh och Wang (2010) studerar en panel av amerikanska företag. De finner likaså att sänkningar av skatten på utdelningar leder till att kapital omallokeras till företag med stora kapitalbehov som inte kan internfinansiera sina investeringar. Studien finner att en lägre utdelningsskatt ökar investeringarna i "kapitalbegränsade" företag, dvs. företag i behov av externt kapital för att växa, men minskar investeringarna i mognare företag med stor kassa. De senare ökar i stället utdelningarna om utdelningsskatten sänks. Den aggregerade effekten på investeringarna är därför positiv men liten. Frank m.fl. (2010) menar därför att aggregerade effekter på alla företags investeringar kan vara ett missvisande mått på utdelningsskattens effekt, då skatten påverkar hur kapital allokeras mellan företag; en lägre utdelningsskatt underlättar flödet av resurser från mogna företag med sämre tillväxtmöjligheter till nya företag och branscher med bättre investeringsmöjligheter.

Yagan (2013) studerar den reducerade utdelningsskatten år 2003 med en annan metod och kommer till motsatt slutsats. Studien jämför utvecklingen i onoterade, ofta medelstora företag som påverkas av utdelningsskatter med utvecklingen i så kallade S-Corporations, en viss skattekategori av onoterade bolag vars ägare inte betalar utdelningsskatt. Eftersom kontrollgruppen av S-Corporations ofta är mindre eller medelstora företag så begränsar sig Yagan (2013) till att studera effekten av utdelningsskatten i företag i samma storleksklass. Yagan studerar utdelningsskattens effekt på företag med tillgångar på mellan en miljon dollar och en miljard dollar samt omsättning mellan en halv miljon dollar och en och en halv miljard dollar. De stora börsbolagen är därför inte inkluderade i studien. Yagan hittar trots precisa estimat inga effekter av sänkt utdelningsskatt på investeringar, vare sig för kapitalstarka eller kapitalsvaga företag. Studien finner heller ingen effekt av skattesänkningen på de studerade företagens lönenivåer. Yagans resultat är således i linje med den nya synen och drar slutsatsen att sänkningen av utdelningsskatten år 2003 ledde till ökade utdelningar men inte till ökade investeringar.

Alstadsæter, Jacob och Vejsiu (2014) applicerar den metod som används av Becker m.fl. (2013) på en reform av fåmansbolagsbeskattningen i Sverige år 2006. I praktiken reducerades utdelningsskatten inom ramen för 3:12-systemet för berörda bolag, ofta

små och medelstora företag. Alstadsäter m.fl. (2014) jämför utvecklingen i likviditetsstarka företag som har goda möjligheter att internfinansiera sina investeringar med likviditetssvaga företag, vilka är kapitalbegränsade. Som följd av reformen ökade företag med begränsade interna medel sina investeringar mer än företag med kassareserver och balanserade vinstmedel. Investeringarna flyttades därmed i viss mån till företag som har investeringsmöjligheter men inte tillräckliga egna medel. Däremot ökade vare sig sysselsättning eller bildandet av nya fåmansföretag med real verksamhet till följd av skattesänkningen. Anställda i fåmansbolag fick högre förvärvsinkomster efter reformen, där lönesumman ökade mer för likviditetssvaga företag än för likviditetsstarka företag. Eftersom fokus är på små och medelstora ej börsnoterade företag är Alstadsäter m.fl.:s studie av Sverige jämförbar med Yagans (2013) studie för USA.

Campbell m.fl. (2011) studerar effekten på kapitalinvesteringarna av den amerikanska skattereformen 2003. Deras resultat är liknande, nämligen att investeringarna ökade överlag, men med olika effekter beroende på typ av företag. Äldre, mogna företag med stor kassa som normalt internfinansierar sina investeringar tenderade att öka utdelningarna och reducera investeringarna. De företag som förlitar sig mer på kapitalmarknader för att finansiera sina investeringar ökade i stället sina investeringar. Skattesänkningens aggregerade effekt på kapitalinvesteringarna var enligt studien positiv.

Hushållens direkta aktieäggande har i de flesta utvecklade ekonomier kommit att ersättas av pensionsfonder, försäkringsbolag, allemansfonder och utländskt äggande. I slutet av 1940-talet var hushåll fortfarande den dominerande ägarkategorin i Sverige med en ägarandel motsvarande ca 75 procent av de svenska börsnoterade aktierna (Spånt 1975). Idag har ägarandelen sjunkit till ungefär 11 procent. Rydqvist, Spizman och Strebulaev (2014) undersöker skatternas långsiktiga betydelse för denna utveckling i åtta länder inklusive Sverige. Höga ägarskatter visar sig skifta sparande till pensionsfonder och andra former av institutionellt äggande. Orsaken är att skattebördan därigenom kan skjutas upp och reduceras genom en lägre eller obefintlig löpande avkastning. Författarna drar slutsatsen att:

The response to the higher effective income taxation, implemented in the developed world in search of higher tax revenues since World War

II, has been the precipitous decline in taxable direct household ownership transferred into various tax-deferred plans.

I Rydqvist m.fl.:s studie hade utdelningsskatten relativt andra ägarskatter starkare effekt för förskjutningen mot institutionellt ägande. Studien analyserade inte ägarskatters betydelse för ökat utländskt ägande separat, men påpekar att aktieägandet inte bara skiftat till inhemska institutionella ägare utan även skiftat till utlandet. Det finns givetvis andra förklaringar än skatter till förskjutningen bort från individuellt och över till institutionellt ägande, t.ex. en allmän trend mot ökad diversifiering av ägandet. Men Rydqvist m.fl. (2014) visar att beskattningen av enskilt relativt institutionellt ägande har en självständig effekt på styrkan i förskjutningen mot institutionellt ägande.

Institutionella ägare har kritiserats som alltför kortsiktiga (Porter 1992; Kay 2011) och alltför passiva. Institutionellt ägande möjliggör en större ägarandel, vilket ger större incitament och möjlighet till aktiv ägarstyrning. Samtidigt tenderar många av dessa fonder i praktiken att skötas av anställda fondförvaltare, vilket skapar ett ytterligare led i ägarstyrningsproblematiken. Institutionella ägare är givetvis inte homogena; de skiljer sig åt vad gäller grad av passivitet, långsiktighet och kompetens (Strömberg 2006). En annan oönskad konsekvens har varit att höga ägarskatter på lång sikt har reducerat sin egen skattebas i och med att kapitalet skiftat till ägarformer med lägre effektiv beskattning.

Graham (2003, 2008) sammanfattar forskningen om ägarskatters betydelse för företags kapitalstruktur, till exempel graden av lånefinansiering. Litteraturen sammanfattas med att studier överlag tyder på att skatter påverkar företags kapitalstruktur, men också att resultaten inte är entydiga och att mer forskning behövs. Flera av de studier som citeras kommer fram till att skatter påverkar kapitalstruktur, men att effekten inte är så stor. Senare studier har hittat tydligare samband, kanske på grund av metodologiska förbättringar. Faccio och Xu (2014) studerar bolagsskattens och utdelningsskattens effekt på kapitalstrukturen. Studien görs för en panel av 29 OECD-länder under perioden 1981–2009. Nästan 500 skatteförändringar identifieras i de 29 länderna under perioden. Deras resultat är i linje med teoretiska förväntningar: både högre bolags- och utdelningsskatt leder till ökad lånefinansiering och effekten är störst i de företag som har en hög

utdelningsnivå och där den marginelle investeraren tenderar att vara en fysisk person.

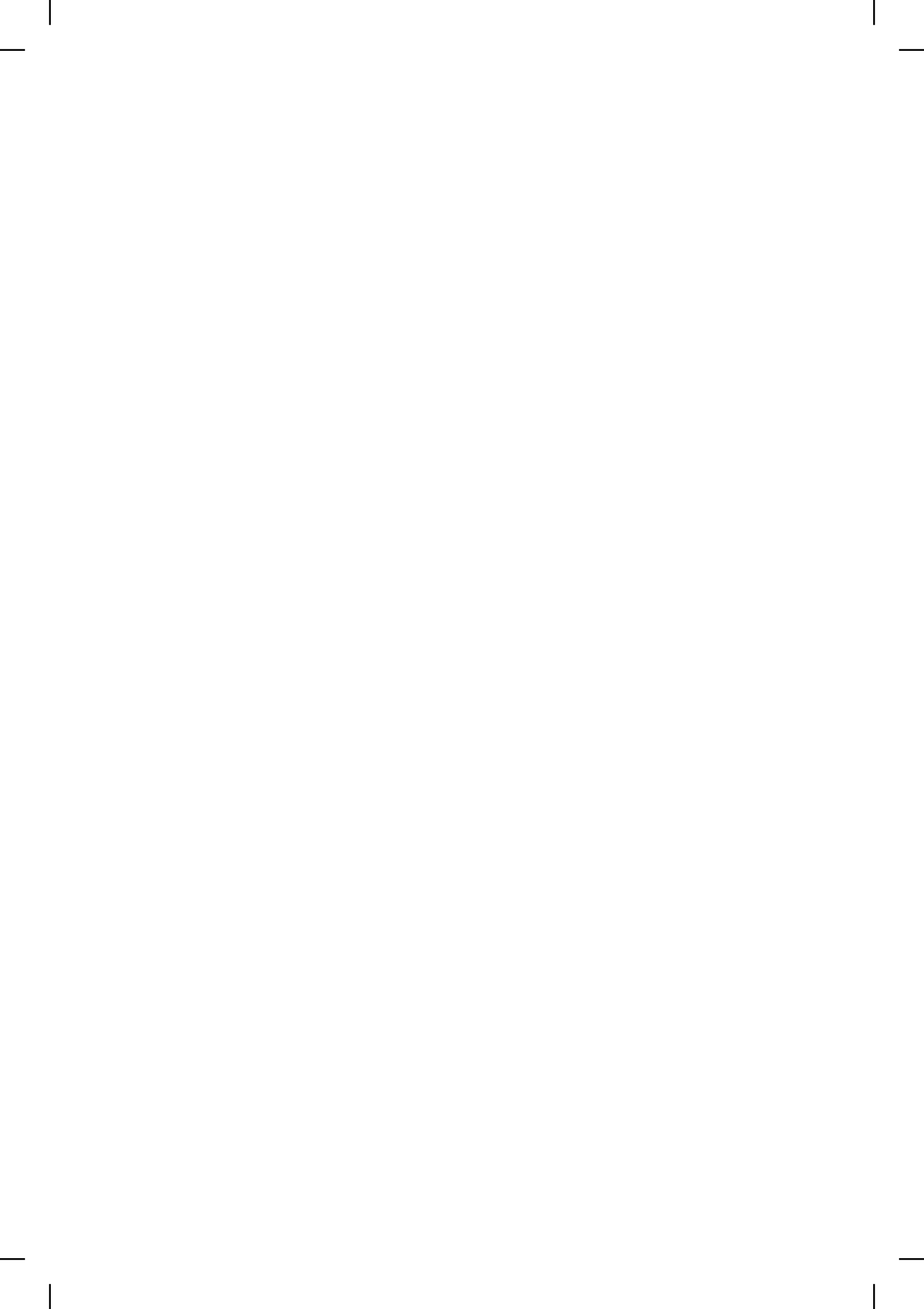
Forsberg (2012) samt Lin och Flannery (2012) använder skattereformen i USA 2003 för att identifiera utdelningsskatters effekt på företagens kapitalstruktur. Båda studierna kommer fram till skattesänkningen förändrar kapitalstrukturen i riktning mot ökad soliditet, dvs. minskad lånefinansiering. Den senare studien uppskattar att skattesänkningen i genomsnitt ökade företagets soliditet med ca fem procentenheter.

Jacob och Jacob (2012) undersöker ägarskatters effekt med hjälp av en panel av 25 länder mellan 1990 och 2008. De finner också att företag är mindre benägna att ge utdelningar när utdelningsskatten är hög. Den effektstorlek Jacob och Jacob uppskattar i sin internationella panelstudie är dock drygt en fjärdedel svagare än vad Chetty och Saez (2005) och Poterba (2004) kom fram till i sina studier av 2003 års reform i USA. En fördel med panelstudier som Jacob och Jacob (2012) är att de inkluderar andra länder än USA. En stor del av forskningen kring dessa frågor handlar om amerikanska förhållanden. Riskerna är dock att resultaten från ett land inte kan generaliseras till andra länder, speciellt om det finns stora institutionella skillnader i övrigt. Sveriges näringsstruktur och de institutioner som reglerar detta skiljer sig i vissa avseenden från USA, men länderna är idag i väsentliga hänseenden alltmer mer lika.

Den traditionella eller nya synen: avslutande kommentar

De flesta bedömare verkade redan vid 2000-talets början vara överens om att företags finansieringsmönster är avsevärt mer komplexa än vad som följer av den traditionella eller den nya synen. Det är lätt att instämma i Auerbach och Hassett's (2003) slutsats att "the discreteness of the regimes is really just a useful simplification". Detta är dock i sig en hård kritik mot neutralitetshypotesen om dubbelbeskattningen, då fullständig neutralitet bygger på ett ytterlighetsfall där den nya synens starka antaganden är uppfyllda. Sammantaget finns det, enligt vår bedömning, övertygande skäl att ifrågasätta denna neutralitetshypotes. Tolkningen att antagandena bakom ägarskatters neutralitet är uppfyllda har spelat en avgörande roll för att principiellt motivera de gällande reglerna på företagsbeskattningsområdet i Sverige. Stödet för att

ägarskatter har en snedvridande effekt på företagsaktiviteten har förstärkts i takt med att nyare empirisk forskning kommit att påvisa tydliga effekter av ägarskatter på ägarstruktur, belåningsgrad, utdelningsnivå och investeringar.



3 Ägarstyrning och beskattning

En ägare som själv styr företaget kan förväntas fatta beslut som maximerar den egna nyttan (Jensen och Meckling 1976). Utöver finansiell avkastning kan detta inkludera olika former av icke-pekuniär avkastning. Dessa inkluderar personlig frihet, relationer med anställda, att bedriva välgörenhet genom företaget, vackra lokaler, upphandling från vänner och släktingar, social ställning som följer med ägandet osv. Samtidigt för många av de aktiviteter som är nödvändiga för framgångsrikt företagande med sig kostnader för dem som skall utföra dem, exempelvis att arbeta hårt, att aktivt söka efter nya affärsmöjligheter, att ta risker och att fatta svåra och obekväma beslut. Om ägaren och företagaren är samma person tillfaller både kostnaderna och fördelarna (intäkterna) henne. Ekonomer förutsätter i normalfallet att rationella företagare i varje enskilt fall personligen gör en så bra avvägning av dessa som möjligt.

Så behöver inte vara fallet då ägandet är skilt från den operativa ledningen av företaget. Ledningens incitament att ta kostnadskrävande och obekväma, men för företaget lönsamma, beslut försvagas av att ledningen bär stora delar av kostnaden för dessa beslut medan avkastningen tillfaller ägarna. På samma sätt finns det incitament att "konsumera" på jobbet; nyttan tillfaller chefen (och eventuellt personalen) medan ägarna bär kostnaden. Det klassiska ägarstyrningsproblemet inom de stora aktiebolagen har sin grund i kombinationen av den grundläggande konflikt som finns mellan ägare och ledning (principal-agent), där den förra inte helt kan styra över ledningens förvaltning av företaget på grund av informationsasymmetrier. Jensen (1986) beskriver problemet förknippat med "fritt kassaflöde" (*free cash flow*) när ägandet är skilt från ledningen. Ett företag där det finns "fritt kassaflöde" är ett företag som har större kassaflöde än investeringsmöjligheter. I dessa företag skulle ägarna i regel gynnas av höga utdelningar, som

den vägen slussas ut för att i stället investeras i andra bolag med mer lönsamma investeringsmöjligheter. Ledningen har däremot större incitament att investera pengar inom bolaget. Trots att avkastningen är lägre kommer det leda till att företaget växer, vilket i regel gynnar ledningen. Risken för intressekonflikter mellan ledning och ägare förknippad med förekomsten av ett fritt kassaflöde är sannolikt större när ägandet är spritt, dvs. när det inte finns någon som har en substantiell ägarandel. Dock uppstår en risk för intressekonflikt närhelst ledning och ägande är separerade.

En effektiv ägarstyrning av företag är betydelsefullt för näringslivets lönsamhet och för samhällsekonomin utveckling. Syftet med detta kapitel är att undersöka i vad mån företagsbeskattningssystemets utformning kan förväntas ha effekter på ägarstyrningens kvalitet.

Skatters interaktion med intressekonflikten mellan ägare och ledning

De modeller som den traditionella och den nya synens analys utgår från är bäst lämpade för situationer med passivt ägande och tenderar att bortse ifrån de ägarstyrningsproblem som finns inom företaget. Det är helt logiskt med tanke på att varken den traditionella eller den nya synens modeller innehåller några företag eller agenter (ledning, styrelse eller ägare) som fattar reala beslut. Implicit antas helt enkelt att företagen sköts effektivt och analysen av skatters effekter handlar om att studera hur den optimala finansieringsstrukturen och investeringsnivån påverkas av bolags-, utdelnings- och kapitalvinstskatter i företag som rätt och slätt antas vara effektivt skötta.

Med tanke på den sedan decennier tillbaka intensiva forskningen inom andra delar av mikroekonomin såsom *corporate finance* framstår detta som paradoxalt. Inom dessa områden är principal-agent-problematiken helt central. Före millennieskiftet fanns i stort sett ingen forskning alls där man frågade sig hur beskattningen kan förväntas påverka agentproblemen. Ett tidigt undantag var Kanniainen och Södersten (1994). Genom att ta hänsyn till agentproblem och kontrollkostnader förklarar de varför företag inte alltid maximalt utnyttjar de möjligheter de har att skjuta upp sina skatter, trots att detta är detsamma som att erhålla ett räntefritt lån. Banklån ger aktieägarna möjligheten att dela kostnaderna för övervakning av ledningen med banken, vilket

skatteskulder till staten förstås inte gör. Om fördelarna av detta är minst lika stora som den nominella räntan kan det löna sig för aktieägarna att ersätta räntefria skatteskulder med banklån. Kanniainen och Södersten (1994) har dock inte med eget kapital i sin modell. Detta innebär att de överhuvudtaget inte adresserar den mest relevanta frågeställningen, nämligen huruvida kapitalägarna eller långgivarna är bäst lämpade att utöva erforderlig kontroll över företagsledningen.

Därmed inte sagt att låneskulder är oanvändbara som instrument för att reducera kostnaderna för ägarkontroll. Låneskulder är dock endast ett i bästa fall imperfekt substitut till eget kapital när det gäller incitament till övervakning av ledningen. Detta beror på att eget kapital ersätts residuellt, medan ersättning till lånat kapital måste betalas oavsett hur det går för företaget. Det finns ofta även en intressekonflikt mellan långgivare och ägare med avseende på företagets investeringsbeteende. Eftersom långgivare ersätts så länge företaget inte är konkurshotat tenderar de att föredra säkrare investeringar även om dessa ger låg avkastning. För ägarna i mycket skuldsatta aktiebolag kan det däremot vara rationellt att kraftigt öka risknivån, eftersom de i så hög grad äventyrar andras pengar. På grund av kombinationen av informationsasymmetrier och att det i praktiken är omöjligt att skriva avtal som eliminerar ett sådant beteende, uppstår återigen stora kostnader till följd av moralisk risk (*moral hazard*).⁸ Moralisk risk är ett av de viktigaste skälen till att företag inte helt finansieras med lånat kapital. Om lånefinansiering gynnas skattemässigt höjs belåningsgraden, vilket ökar dessa kostnader.

McGee (1998) inkluderar en agentkostnadsvariabel i sin detaljerade modell för effekter av företagsbeskattning, där fokus dock är på kapitalvinstskatten. Med avseende på konflikten mellan låneskulder och eget kapital noterar han dock att ägarskatter ur ett agentkostnadsperspektiv tenderar att snedvrider den optimala finansieringsstrukturen.

Som vi redan noterat sänktes utdelningsskatten dramatiskt i USA år 2003, från ca 35 till 15 procent. I kölvattnet av denna reform gjordes en rad nya empiriska studier om utdelningsskatten.

⁸ Moralisk risk innebär att en part har en benägenhet att ta risker vars kostnader helt eller delvis kommer att bäras av någon annan. Problemet uppstår på grund av att aktören i fråga inte behöver bära de fulla konsekvenserna av de egna handlingarna, vilket gör att denne har en tendens att agera mindre samvetsgrant än annars. Ett exempel på moralisk risk är att en försäkring mot stöld kan öka risken att egendomen blir stulen, eftersom incitamenten försvagas för ägaren att vidta åtgärder som håller ner stöldrisken.

Samtidigt har en relaterad och teoretiskt välgrundad litteratur utvecklats som för fram ytterligare ett perspektiv på utdelningsskatten, ett perspektiv som ibland kallas (och som vi kallar) ”agentsynen” (*agency view*).

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 ökar utdelningarna och denna effekt är särskilt stark i företag med dominerande ägare (Poterba 2004; Nam, Wang och Zang 2010; Chetty och Saez 2005, 2006; Brown, Liang och Weisbenner 2007). 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 33 procent) kan utdelningarna förväntas öka med 0,75 procent (Chetty och Saez 2010).

Empirisk forskning om ägarstyrning och skatter

En rad nya studier ger stöd för tesen att principal-agent-problem och bolagsstyrning påverkar hur företagets utdelningar påverkas av skatter. Agentsynsforskningen har landat i att utdelningsskatter är skadliga för ekonomin, dock av andra skäl än de som lyfts fram inom den nya och den traditionella synen. Då perspektivet är nytt vill vi gärna citera studierna direkt där så är lämpligt. Chetty och Saez (2005, s. 829) 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 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 bygga imperier eller köpa företagsflygplan är avdragsgill, medan utdelning av dessa

medel till ägarna beskattas. Slutsatsen av Chetty och Saez (2010) analys enligt agentsynen är: "dividend taxation induces managers to undertake unproductive investments by retaining earnings, and creates a first-order deadweight cost."

Chetty och Saez (2006, s. 128) finner också empiriskt stöd för agentsynen:

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.

Inom ramen för den nya och den traditionella synen analyseras nästan uteslutande utdelningsskattens effekt på kapitalkostnaden. Den traditionella synen kommer fram till att skatten är skadlig, eftersom den ökar kapitalkostnaden. Den nya synen landar å andra sidan i att skatten generellt inte är skadlig, eftersom den inte ökar kapitalkostnaden för *en* viktig typ av investeringar. Agentsynen visar dock att utdelningsskatten är 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).

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. Ledningens ersättning, status och makt tenderar alla att vara positivt korrelerade med företagets storlek. Detta även om inte tillgångarna ur ägarnas perspektiv används på det mest optimala sättet. Det vore samhälls-ekonomiskt 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 där det föreligger en intressekonflikt mellan ledning och ägare gällande hanteringen av ett fritt kassaflöde (Tirole 2001). Genom att dela ut

en stor del av kassaflödet förbinder sig ledningen att inte missköta företagets kapitalresurser (Easterbrook 1984; Jensen 1986). Utdelningar fungerar som en positiv signal; företagets ledning visar härigenom sin kompetens. Skatt på utdelningar gör dock utdelningar dyrare och slår in en kil mellan pengar inom och utanför företaget. Den skattekil som utdelningsskatten skapar uppmuntrar ledningen för mogna företag att överinvestera i existerande verksamhet i stället för att dela ut kapitalet till ägarna, där de kan slussa det vidare till företag med större potential och bättre investeringsmöjligheter. Aktiv ägarstyrning leder inte bara till bättre kapitalallokering mellan bolag, utan ökar även avkastningen på investeringarna i de bolag där investeringarna görs. 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.

Agentsynen har under senare år blivit alltmer inflytelserik tack vare nya empiriska belägg (Morck och Yeung 2005). 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 (se referenser nedan). Utdelningsskatten påverkar således både allokeringen av kapital mellan bolag med olika investeringspotential genom skattekillar, och avkastningen på investeringar inom bolaget genom lägre avkastning på ägarstyrning.

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 central för att vi ska förstå varför företag fortfarande i stor utsträckning använder sig av utdelningar. Företagsledningen behöver en förklaring eftersom lånefinansiering och i många fall också kapitalvinster är skattegynnade. När principal-agent-problem beaktas i kapitalbeskattningsteorin erhålls en bättre empirisk förklaring till storföretagens beteende, inte minst hur de har visat sig reagera på skattereformer.⁹

⁹ Att utdelningsskatter och ägarstyrningsproblematik är nära kopplade är även slutsatsen i Gordon och Dietz (2006) genomgång av den empiriska forskningen.

En viktig kontrollkraft på företagsledningen utgörs av risken för s.k. fientliga uppköp (Jensen 1986), där företag köps upp av externa parter mot ledningens vilja. Då ett misskött företag är mer värt i händerna på kompetenta ägare är dessa beredda att betala mer för företaget om de får ägarkontroll. Detta latent hot ger ledningen starkare incitament att agera i ägarnas intresse även om ägarna själva inte förmår agera tillräckligt kraftfullt. Ägarskatter är inte neutrala i ett sådant sammanhang, eftersom de skjuter in en kil mellan bra och dålig ägarstyrning. De värden som den nya ledningen kan skapa inom företaget kommer nämligen att vara föremål för ägarbeskattning. Ett byte av ledningen blir därför mindre attraktivt, inte minst då fientliga uppköp brukar kräva en betydande överkurs även utan skatter på kapitalvinster.

En kritik mot den nya synen har varit att denna inte 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. Den nya synen är en teori om (effekter av) utdelningsskatter, och därigenom om utdelningar. Den nya synens modeller har dock ingen 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) menade att mogna företag som genererar större överskott än vad som krävs för att finansiera lönsamma investeringar borde dela ut överskjutande avkastning till ägarna. Ledningen tenderar dock att föredra att behålla dessa medel inom företaget på grund av de privata fördelar som förknippas med kontroll över ett större företag. Exempel inkluderar möjligheter till imperiebyggande och den ökade inkomst, 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 ägandet är separerat från kontrollen 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 istället för att dela ut det till ägarna. Empiriska belägg för att detta är ett reellt problem har påvisats av bland andra Shleifer och Vishny (1997), Denis och McConnell (2003) och Durnev, Morck och Yeung (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."

När ägande och styrning av företag är separerade från varandra så uppstår en potentiell intressekonflikt mellan ägare och ledning. Detta problem kan misstänkas vara större om ägandet är spritt än om det finns en eller ett fåtal starka ägare. Orsaken är ett slags kollektivt handlingsproblem. Att kontrollera och styra ledningen är kostsamt för ägaren. I företag med spritt ägande måste de ägare som utövar en aktiv ägarkontroll själva bära kostnaden för detta, medan fördelarna delas av alla ägare i proportion till deras ägarandelar. Intressekonflikten mellan ägare och ledning finns även i företag med koncentrerat ägande, men kan förväntas vara större om ägandet är spritt.

Insikten är viktig för analysen av utdelningsskatter. Dessa skatter leder nämligen till att ägarstyrning blir mindre lönsam, och att kilen blir större mellan värdet av kapital inom och utanför företaget. Den empiriska betydelsen av denna mekanism har tydliggjorts genom erfarenheterna av den amerikanska sänkningen av utdelningsskatten år 2003. Graden av ägarkontroll visade sig nämligen vara central för vilka företag som reagerade mest på sänkningen.

Chetty och Saez (2010) analyserar utdelningsskatten i en mer sofistikerad teoretisk 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 värde för företagets ledning, vad de kallar "pet projects". Ägarkollektivet (där ofta ingen enskild ägare innehar en större kontrollpost) kan genom att utöva ägarstyrning minska dessa tendenser, men detta är kostsamt, och görs endast om det är privatekonomiskt lönsamt för ägarna. På så sätt inkorporeras för första gången en viktig aspekt av den affärsmässiga verkligheten rörande utdelningar i skatteteorier.

Slutsatserna står i bjärt kontrast till äldre teorier – både den traditionella och den nya synen. Chetty och Saez (2010, s. 27) konkluderar 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 denna modell har utdelningsskatter, tvärt emot den nya synen, en första ordningens dödviktskostnad, då skatten skärper redan existerande problem, dvs. att ledningen ger för låg utdelning till ägarna och att ägarna i börsbolag utövar för lite kontroll på ledningen. Chetty och Saez (2010, s. 27) avslutar sin analys på följande sätt:

Dividend taxation has first-order efficiency costs when managers' interests differ from shareholders and companies are owned by diffuse shareholders – which is perhaps the most plausible description of modern corporations.

Fram till helt nyligen inkorporerades inte företag i de modeller som användes för att analysera effekter av beskattning på investeringar och företagande. Därmed bortsåg man från potentiella effekter på olika aktörers (ägare, ledning och styrelse) incitament att sköta företagen effektivt. Det är först under de senaste åren som en agentsyn introducerats i forskningen kring beskattningen av företagande och dess effekter.

Genom att inkorporera incitamenten till och effekten av bolagsstyrning/aktivt ägande ändras neutralitetsslutsatsen från den nya synen. Framför allt 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. Detta innebär också en större avvikelse från ett bredare samhällsekonomiskt intresse.



4 Ägarskatters relevans i den lilla öppna ekonomin

Som vi visade i kapitel 2 är ett ofta anförut argument i den svenska policydiskussionen, för att utdelningsskatten är neutral, att skatten inte påverkar företagets investeringar eftersom kapitalmarknaderna är internationellt integrerade. Tanken är att om ett land är för litet för att påverka det samlade kapitalutbudet i världen och om kapital är helt rörligt över gränserna, då kommer inte investeringarna i ett land att påverkas av skatter på företagsägande (Boadway och Bruce 1992). 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 den ”nya nya synen” (new new view), vilket vi har valt att benämna den öppna-ekonomi-synen:

... 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.

Det skall inte förnekas att många av de problem som kan uppstå om svenska ägarskatter är höga mildras av internationaliseringen, inte minst då de utländska ägarna i många fall har lägre skatter eller inga ägarskatter alls. En studie genomförd av Ernst & Young (Carroll och Prante 2012) visar t.ex. att kapitalvinstskatten på långa innehav i genomsnitt var knappt 18 procent år 2011 i de 34 OECD-länderna, noll procent i Indien och Kina samt 15 procent i Brasilien

och 13 procent i Ryssland. I Sverige är kapitalvinstskatten i normalfallet 30 procent. Därmed kan investerare från dessa länder tillhandahålla finansiering till svenska företag, och delvis eller helt fylla det gap mellan lönsamma investeringar och tillgängligt kapital som en hög beskattning i Sverige kan ge upphov till.

Ett flertal studier har vidgat den teoretiska ramen till fallet med öppna ekonomier. Bovenberg, Andersson, Aramaki och Chand (1990) undersöker skattekilarna och välfärdseffekterna av kapitalbeskattning i små öppna ekonomier. Kristofferson (2002) gör en utförlig analys av effekten av ägarbeskattning i en öppen ekonomi, mot bakgrund av sin diskussion om s.k. *cash-flow*-skatter. Lindhe (2001) undersöker med hjälp av en klassisk kapitalkostnadsmodell effekterna av lättnader i dubbelbeskattningen i en öppen ekonomi där den marginella investeraren antas vara en utlänning. Shahnazarian och Stoltz (1999) redovisar några olika synsätt på dubbelbeskattningens effekter i en öppen ekonomi.

Syftet med detta kapitel är att diskutera om den öppna-ekonomi-synen helt eller delvis kan anses gälla även empiriskt.

Utländskt och inhemskt ägande inte perfekta substitut

Modellerna inom ramen för den öppna-ekonomi-synen förutsätter att kapitalets internationella mobilitet är perfekt eller åtminstone mycket högt. Empiriskt har det dock visat sig att så inte är fallet. Som vi kommer att se är viktiga förklaringar till detta att även dessa modeller bortser från centrala aspekter som ägarstyrning, entreprenörskap och informationskostnader.

Även om bortfallet av svenskt ägarkapital, i varje fall för de större företagen, till stor del kommer att kompenseras av utländsk finansiering är inte detta ett kostnadsfritt flöde. Slutsatsen att internationaliseringen gör svenskt sparande överflödigt bygger på ett mycket starkt antagande, nämligen att kapitalet flyter kostnadsfritt över gränserna. Detta antagande är dock en minst sagt dålig approximation till verkliga förhållanden (Lewis 1999; Obstfeld och Taylor 2003). Huvuddelen av allt ekonomiskt utbyte i världen sker fortfarande inom nationsgränserna, både gällande varuhandel och finansiella flöden. Omfattande belägg för avsevärd *home bias* finns i t.ex. Obstfeld och Rogoff (2000). Engel och Rogers (1996) finner vidare i en uppmärksamman artikel att gränsen mellan USA och Kanada lågt räknat motsvarar ett geografiskt avstånd på ca 3 000

kilometer inom ett land gällande varuhandel. Liknande resultat har erhållits i studier av Europa, t.ex. Engel och Rogers (2001) samt för finansiella flöden, t.ex. Portes och Rey (2000). I samband med ökat EU-samarbete tycks gränsernas betydelse ha minskat något, även om huvuddelen av gränseffekten kvarstår även inom Europa (Balta och Delgado 2009).

Empirisk forskning inom internationell finansiell ekonomi har påvisat 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 någon procent av världens samlade börsnoterade kapital. I en värld där kapital är helt homogent och där investerare vill diversifiera för att minska risken borde inte mer än ca en procent av börsvärdet ägas av just svenska investerare. I själva verket är andelen av svenska börsen som ägs av Sveriges invånare ca 60 procent. På samma sätt ägs företagen på den japanska börsen till ca 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, om än i något svagare tappning (Bai och Zhang 2010). Det viktigaste skälet till dessa ”trösklar” är inte regleringar; en *home bias* finns även om inga regler begränsar kapitalets fria rörlighet över gränserna. Internationellt kapital är helt enkelt inte ett perfekt substitut till inhemskt kapital. Orsaken till detta är inte helt klarlagd, men förutom informationskostnader och nätverk har ägarstyrning visat sig vara en potentiell förklaring (t.ex. Dahlquist m.fl. 2003). Att anta att allt kapital är homogent och att alla investerare har samma kostnad för investeringar må vara en rimlig förenkling i vissa sammanhang, men inte om vi vill förstå kapitalflöden mellan länder. Starka inhemskare 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. Att kontrollägares företagsägande har sin tyngdpunkt i det egna hemlandet kan delvis förklara varför ägande inte är så internationellt diversifierat som det skulle

ha varit i en värld där det inte spelar någon roll vem som äger vilka tillgångar.

Även för egenföretagare gäller att sparande- och investeringsbeslutet sällan kan frikopplas från varandra (Quadrini 1999; 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 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 i många fall har fördelar gentemot utländska ägare i form av bättre information eller kontrollmöjligheter. Den som investerar i ett land, eller för den delen på en ort, har således stora fördelar av geografisk och kulturell närhet. Detta gäller inte minst den viktiga kategori av kapitalägare vars investeringar uppkommer till följd av att de vill exploatera en lokal affärsidé eller affärsmöjlighet snarare än att de vill diversifiera risker.

Givetvis implicerar inte detta att svenska ägare bör gynnas relativt utländska ägare. Däremot är det heller inte rimligt att skattesystemet missgynnar svenska ägare relativt utländska ägare. Detta särskilt inte om det görs baserat på teorier som – på tvärs mot vad empirin tyder på – antar att inhemskt ägande utan större kostnader kan ersättas av utländskt ägande.

Ägarskatter, ägarstruktur och förmögenhetsbildning

Höga ägarskatter jämfört med andra länder tenderar att driva ägandet av det egna landets bolag utomlands. Att ägarskatter påverkar de multinationella bolagens struktur är bl.a. slutsatsen av Huizinga och Voget (2009, s. 1217), som menar att:

... the likelihood of parent firm location in a country following a cross-border takeover is reduced by high international double taxation of foreign-source income. At the same time, countries with high international double taxation attract smaller numbers of parent firms.

För Sveriges del finns det skäl att tro att höga svenska ägarskatter jämfört med andra länder delvis drivit ut ägande av företag ur landet. Det har varit, och är fortfarande i många fall, mer fördelaktigt efter skatt för många utländska ägare att äga svenska företag än det är för de som bor i Sverige.

Huizinga och Nicodeme (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."¹⁰ Likaså menar Huizinga (2010, s. 901) i den uppmärksammade Mirrlees-rapporten att:

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

Orsakssambandet är troligtvis dubbelriktat: högre skatter driver ägandet utomlands, samtidigt som en hög andel utländskt ägande leder till att skattetrycket går upp.

Den utländska ägarandelen på den svenska börsen var 2013 drygt 40 procent och den andel av de anställda i näringslivet som jobbade i utlandsägda företag ökade från 10 procent i mitten av 1990-talet till närmare 25 procent 2010 (Henrekson och Jakobsson 2012). I företag med mer än 200 anställda i Sverige år 2005 var andelen som arbetade i företag ägda från utlandet 41 procent (Bjuggren och Johansson 2008). 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 ägande som flyttar utomlands av skatteskäl fått så lite utrymme i policydiskussionen är att ägarlandets betydelse (och ägarrollen överhuvudtaget) inte modelleras och därför heller inte beaktas. I modeller utan ägarroll spelar det helt enkelt ingen roll vem som äger företagen. Ett annat skäl är kanske att en diskussion om utlandsägandets effekter setts som ett förtäckt sätt att propagera för en förlegad ekonomisk nationalism. Det är dock en fundamental skillnad på förändringar i ägarstruktur

¹⁰ Det bör noteras att Huizinga och Nicodeme (2006) undersöker bolagsskatter, inte ägarskatter.

som drivs av marknadskrafter och investerar- och affärslogik och förändringar i ägarstrukturen som är en indirekt konsekvens av skattepolitiken. Om marknadskrafterna driver utvecklingen mot större internationell ägarspridning vore det en form av protektionism att försöka motverka trenden. Om finansmarknaderna är välfungerande kan en trend mot minskat inhemskt ägande tolkas som att den drivs av en underliggande förändring i vad som är en optimal allokering. I de fall där det i stället är statliga interventioner som leder till förändringar i ägarstrukturen så handlar det dock om en snedvridning som inte kan motiveras samhällsekonomiskt.

Poterba (2002) påpekar att resultaten är blandade i de empiriska studier som finns av skatters effekt på investerares portföljval. Det finns betydande metodologiska problem med att isolera dessa samband. Desai och Dharmapala (2011) använder en lagändring i USA år 2003 som källa för exogen variation. Reformen sänkte den utdelningsskatt som amerikanska investerare betalar på sina tillgångar i länder som har skatteavtal med USA, men inte i övriga länder. De hittar att detta som väntat ledde till att amerikanska investerare skiftade sitt ägande till de skattegynnade länderna.

Utöver att skapa incitament för att flytta kapitalet till utlandet så kan höga ägarskatter tänkas påverka sannolikheten att ägaren själv flyttar ut i syfte att undkomma skatt. Det finns dock idag få empiriska studier om kopplingen mellan skatter och ägares migration. Sanandaji (2014) finner att dollarmiljardärer är mer sannolika att flytta från länder med högre kapitalvinstskatt till länder med lägre kapitalvinstskatt. Effektstorleken av skatter på migration är dock låg, vilket reflekteras i att de allra flesta dollarmiljardärer bor kvar i sitt födelseland. Sverige är intressant nog ett av de länder där högst andel av de rikaste har flyttat utomlands. Enligt Veckans Affärers årliga lista över Sveriges miljardärer (i kronor) har runt en tredjedel av Sveriges rikaste individer flyttat till utlandet, en i internationella sammanhang hög siffra.¹¹

En lagändring i Storbritannien år 1997 har använts för att studera utdelningsskatters betydelse. Innan reformen fick brittiska pensions- och pensionsförsäkringsfonder skattelättnader för utdelningar från brittiska bolag. Dessa fonder ägde en betydande del av brittiskt noterat aktiekapital. Bell och Jenkinson (2002)

¹¹ En äldre studie är Lindkvist (1990). Där dokumenteras att ett antal entreprenörer sålde sina företag till investmentbolag eller till andra stora företag och emigrerade för att undvika beskattning på individnivå under perioden 1965–1984.

menar att reformen sänkte värdet på utdelande företag, medan Bond, Devereux och Klemm (2007) menar att en sådan effekt inte går att säkert identifiera. Bond m.fl. (2007) visar även att de brittiska pensionsfonderna reducerade sitt ägande av brittiska bolag efter att skatten pensionsfonderna betalade på dessa bolags utdelningar ökade. De brittiska fondernas ägande ersattes av ökat utländskt ägande.

Kapitalskatter på svenska ägare snedvrider också svenska hushålls intertemporala sparande- och investeringsbeslut och minskar deras välfärd. Detta gäller oavsett 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 bara företag. Även hushållens beslut och förmögenhetsutveckling påverkas, om inhemska kapitalskatter leder till lägre sparande.

Ponera att höga kapitalskatter minskar svenskt ägande och att detta ersätts med utländskt ägande. Lägre sparande leder på lång sikt till att svenska hushålls genomsnittliga förmögenhet sjunker, det vill säga att det framtida konsumtionsutrymmet blir mindre. En ytterligare och relaterad konsekvens av lägre förmögenhetsbildning bland svenska hushåll är att en allt större andel av företagens avkastning i stället flödar utomlands. Historiskt har avkastningen på näringslivets aktiekapital varit långt högre än på räntepapper och andra placeringar (Mehra 2006). Därför skulle en situation där höga skatter gradvis leder till att ägandet av näringslivet skiftar till utländska placerare leda till att en betydande andel av nationalinkomsten gradvis flödar utomlands, så att bruttonationalinkomsten (BNI) blir signifikant lägre än bruttonationalprodukten (BNP). Detta är idag situationen i Irland, där nettoutbetalningar till utländska ägare år 2010 motsvarade hela 17 procent av BNP (Cavanagh 2011). Utländska ägare beskattas endast med Irlands låga bolagsskatt 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 Sverige till avdragsgilla räntekostnader. Därmed går landet miste om skattebetalningar både på företagsnivå och i ägarledet i fallet med utländskt ägande. Det finns således även ett långsiktigt fiskalt intresse av att skattesystemet inte motverkar inhemska skattebetalande ägare.

Företagsstorlek och tillgång till utländsk finansiering

En sparande- och investeringsmodell där Sverige i viss utsträckning "outsourcar" finansieringen av företagen till utlandet kommer att missgynna de mindre företagen, då dessa har sämre – i många fall obefintlig – tillgång till utländskt ägarkapital.

Denna effekt motverkas genom att svenska investerare i viss mån kommer att ingå en arbetsdelning med utländskt kapital, där de förra finansierar de mindre företagen, medan de större företagen har tillgång till de internationella kapitalmarknaderna. Det gäller fortfarande att svenska investerare, så länge de har en högre beskattning, kommer att ha en mindre benägenhet och förmåga att satsa i dessa småföretag. Som vi redan noterat antas dock detta problem ofta bort genom att utgå ifrån att svenska investerare och företagare måste ta det internationellt givna avkastningskravet före skatt för givet. De antas därmed automatiskt vara tvingade att acceptera det avkastningskrav efter skatt som impliceras av svenska skatteregler.

Det finns få modellansatser som beaktar denna avgörande skillnad mellan små och stora företag. Ett undantag är Norrman (1997) som modellerar en liten öppen ekonomi med både små och stora företag, där båda har tillgång till internationellt kapital i form av låneskulder, men där endast de stora bolagen har tillgång till internationellt aktiekapital. En sänkning av ägarskatten kommer i denna modell att leda till välfärdsvinster genom ökad kapitalbildning i småföretagarsektorn (storföretagarsektorn är dock opåverkad).

Apel och Södersten (1999) menar i kontrast till Norrman att kapitalkostnaden även för de mindre företagen avgörs på den internationella marknaden. Inhemska ägarskatter påverkar därför inte investeringsnivån. Argumentet är att ägarna till dessa företag kan hålla utländskt kapital i sin investeringsportfölj, så att alternativkostnaden likväl blir den utifrån givna (risk- och likviditetsjusterade) världsmarknadsräntan.

Denna modell tycks dock ej ta hänsyn till att en småföretagares portfölj (liksom företagets balansräkning) främst anpassas för att mildra de incitamentsproblem, intressekonflikter och informationsbrister som alltid finns. Den typiska småföretagaren startar ett företag med sina egna besparingar och arbetar där på heltid eller mer. Det mesta av besparingarna (och mer därtill i fallet när andra tillgångar belånas) är investerade i denna enda rörelse, och små-

företagaren har ofta begränsade möjligheter att, särskilt i början, finansiera sin rörelse med externt riskkapital. Det är därmed tveksamt att betrakta dessa ägares investeringar i sina företag som fullgoda alternativ till passiva investeringar i globala indexfonder och liknande finansiella instrument präglade av en hög grad av riskdiversifiering och likviditet. Detta inses lätt genom att notera det faktum att andelen av varje småföretagares investering som ligger i det egna företaget vida överstiger den andel som skulle vara optimal ur riskdiversifieringssynpunkt. Utifrån detta borde en småföretagare knappast ha mer än kanske någon bråkdel av sina tillgångar i det egna bolaget.

Företagarens investering i det egna bolaget är inte främst ett sätt att diversifiera risk, men det är heller inte ett utslag av irrationalitet. Det är rationellt, eftersom kapitalet är en nödvändig del i skapandet av ett ekonomiskt mervärde genom att det kombineras med entreprenörskap, humankapital och ägarstyrningskompetens. Att detta kapital till stor del bör vara ägt av företagaren själv beror i sin tur på att det i praktiken är en förutsättning för att hantera eller undvika de incitamentsproblem, som leder till prohibitivt höga transaktionskostnader för att finansiera småföretagen i fallet där grundaren saknar möjlighet att bidra med eget kapital. Samtidigt är ägarens humankapital, entreprenörskap, affärsidé och egna arbete komplement till det kapital som är investerat i det egna bolaget, till skillnad från fallet med passivt sparande i börsnoterade aktier. I själva verket är en stor del av detta kapital inte bara sparad, utan även skapat i det egna företaget. Detta inkluderar inte minst värde bestående av affärsidén i form av immateriellt kapital och företagets strukturella kapital. Ur detta perspektiv är det lätt att se varför ökad beskattning knappast skulle förbättra företagarens villkor, utan tvärtom ge upphov till avsevärda merkostnader.

Slutsatser om ägarskatter i den lilla öppna ekonomin

Ibland har en ökad internationalisering av företagsägandet mer eller mindre definitionsmässigt betraktats som överlägsen, även i de fall där internationaliseringen av ägandet drivits av skatteskillnader snarare än av att utländska ägare skulle vara skickligare. Vi behöver inte fullt ut förstå de mekanismer som styr mot ett visst utfall på marknaden, det är fullt tillräckligt att konstatera att reala beslut som styrs av skattemässiga faktorer är samhällsekonomiskt sämre

än reala beslut som enbart bygger på affärsmässiga faktorer (med undantag för situationer där det förekommer positiva externaliteter). En ökad internationalisering av ägandet för med sig många fördelar, men graden av internationellt ägande bör bestämmas marknadsmässigt och styras mot de ägare som är mest lämpade och inte snedvridas av skattesystemet. Det är inte nödvändigt att identifiera 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 är en naturlig jämvikt på en konkurrensutsatt marknad för företagskontroll.

Med stöd av öppen–ekonomi-synen hävdas ofta i den svenska policydiskussionen att svenska enskilda ägare måste ta både den internationella avkastningsnivån före skatt och de svenska skatte-reglerna för givna. Därmed betyder en högre skattebelastning på enskilda inhemska ägare att de måste sänka sina avkastningskrav efter skatt.

Öppen–ekonomi-synens modeller är dock så konstruerade att de inte tar hänsyn till betydelsen av vem som äger en viss resurs, vilket oförsiktigt har tolkats som att det heller inte i verkligheten spelar någon roll vem som äger en resurs. I själva verket kan detta vara extremt viktigt; avkastningen på kapital är inte oberoende av ägandet, tvärtom vad som har antagits i öppen–ekonomi-synens modeller.

Detta är också orsaken till att medborgarna i världens länder har det mesta av sitt kapital sparat i sina respektive hemländer. Det som definieras som avkastning på kapital är i själva verket i hög grad fråga om avkastning på en eller flera andra viktiga produktionsfaktorer, inte minst entreprenörskap och ägarstyrning.

DEL II: BESKATTNINGENS EFFEKTER PÅ ENTREPRENÖRSKAP OCH NYFÖRETAGANDE



5 Ägarskatter och entreprenörskap

Såväl forskning som historisk erfarenhet visar att entreprenörskap är viktigt för innovation och jobbskapande. Entreprenörer har sedan den industriella revolutionen stått för en mycket stor del av de mest revolutionerande innovationerna.

Amerikanska Small Business Administration genomförde en stor kartläggning för att identifiera samtliga banbrytande industriella innovationer fram till 1982. Kartläggningen gjordes genom en minutiös genomgång av tekniska tidskrifter och branschtidskrifter. Endast innovationer som hade introducerats på marknaden togs med. Acs och Audretsch (1988) visar med hjälp av dessa data att ungefär hälften av de drygt 4 000 innovationer som hade identifierats hade tagits fram inom ramen för små eller medelstora entreprenörsdrivna företag. 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 (VC)-fonder. Regeländringen utnyttjas som en källa för exogen variation, vilket gör en kausal tolkning möjlig. De visar att ett större kapitalflöde till VC-finansierade entreprenörsföretag ledde till ett ökat antal patent. Dessa företag var i relation till sin storlek kraftigt överrepresenterade i innovativ verksamhet. Kortum och Lerner visar också att deras resultat gäller även då andra mått på innovation används.

Nyetableteringar och de mindre företagens tillväxt är centrala drivkrafter bakom jobbskapande, även om sambandet är mer mångfacetterat än vad som ibland hävdas i den politiska diskussionen. 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, men det försvinner också många jobb i de små företagen på grund av att sannolikheten är större att de krymper eller lägger ner sin verksamhet (Davis, Haltiwanger och Schuh 1996).

En uppmärksamstudie av Haltiwanger, Jarmin och Miranda (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. Nyetablerade tillväxtföretag är inte bara unga utan till en början i regel också små. De flesta nya nettojobb skapades av två kategorier företag: nyetableringar samt unga företag som växer från små till stora. Kategorin små företag som förblir små är inte lika viktiga för jobbskapande, inte minst då många av dessa på lång sikt tenderar att läggas ned. Nästan hälften av alla jobb som tillkommer genom nyetableringar försvinner inom fem år till följd av företagsnedläggningar, men de företag som överlever tenderar att växa snabbt. Utvecklingen för små, unga företag kan beskrivas beskrivs som "upp-eller-ut".

Fortfarande finns bland många en föreställning att Sverige klarar sig bra på grund av landets stora multinationella företag och att storföretagen även fortsättningsvis kommer att utgöra ryggraden i ekonomin och jobbskapandet. Det råder ingen tvekan om att dessa är mycket viktiga, men deras betydelse har minskat kraftigt under 2000-talet. En illustration till detta ges i *Tabell 5.1* där vi listar de 20 största börsnoterade bolagen efter deras sysselsättning i Sverige år 2000. Vi ser där att deras andel av antalet anställda i den privata sektorn i Sverige gått från nästan 10 procent av samtliga anställda år 2000 till drygt 6 procent 2012. I *Tabell 5.2* framgår att det idag är en dryg tredjedel av alla privatanställda som är anställda i företag med fler än 250 anställda. De existerande svenska storföretagen är otvivelaktigt duktiga på att anpassa sig till förändringar, men dessa anpassningar har på senare år delvis handlat om nedskärningar i personalstyrkan. Hursomhelst är det tydligt att de existerande storföretagen inte längre kan agera motor i sysselsättnings-tillväxten, och att nya företag måste startas och expandera för att generera nya arbetstillfällen.

Tabell 5.1 Antal anställda i de 20 börsnoterade företag med flest anställda i Sveriges år 2000 och en jämförelse med år 2012 (avrundat till närmaste 100-tal, inklusive dotterbolag)

Företag	2000	2012
Ericsson	37 900	17 600
AB Volvo	25 000	23 300
ABB	18 400	9 100
Volvo PV	18 300	15 600
Skanska	15 700	10 800
NCC	14 300	7 500
SAAB (ej Automobile)	13 300	10 900
Scania	12 100	12 400
SAS	10 000	4 000
Sandvik	9 700	11 300
AstraZeneca	9 500	6 200
SSAB	9 100	6 500
PEAB	9 000	12 600
Electrolux	8 200	2 000
SCA	6 400	5 800
Securitas	6 300	6 900
SKF	5 200	2 900
Holmen	4 200	2 900
Atlas Copco	2 400	4 700
Totalt i företagen ovan	235 000	172 600
Totalt i privat sektor	2 406 000	2 746 000
Andel i de 20 största företagen	9,8 %	6,3 %

Anm.: Finansiella företag ingår ej. Förutom de största börsnoterade företagen har Volvo Personvagnar medtagits.

Källa: CM Partner, Nordisk Affärsinformation, SCB, egna beräkningar.

Heyman, Norbäck och Persson (2013) studerar sysselsättningsutvecklingen i det svenska näringslivet 2000–2009 och tar hänsyn till både företags storlek och ålder. Nyetableringar stod för den största andelen av nettojobbskapandet under denna period. Samtidigt minskade sysselsättningen i äldre småföretag och äldre storföretag. Utvecklingen kan i hög grad kopplas till en pågående förskjutning bort från varuproduktion mot tjänsteproduktion, riktad både mot företagen och direkt till konsument.

Tabell 5.2 Näringslivets storleksstruktur 2011 som andelar av totalt antal anställda och förädlingsvärde i näringslivet (% , exkl. finansiella företag).

	Företagsstorlek			
	0–9	10–49	50–249	250+
Anställda	23.5	22.2	18.4	35.9
Förädlingsvärde	24.3	18.2	17.3	40.1

Källa: Heyman, Norbäck och Persson (2013).

Heyman m.fl. (2013) studerar även jobbskapandet mellan 1991 och 2009 i en mer aggregerad analys. På grund av mindre detaljerade data kan de i denna jämförelse inte dela upp företag på basis av deras ålder. *Tabell 5.3* visar på ett tydligt negativt samband mellan företagsstorlek och total omsättning av jobb (mätt som summan av andelen skapade och nedlagda jobb). De minsta företagen (3–9 anställda) har en andel nya och nedlagda jobb som båda är runt 20 procent av sysselsättningen, vilket innebär en total omsättning av jobb som överstiger 40 procent. För de medelstora företagen finner vi en total jobbomsättning på runt 20 procent för företag med 10–49 anställda och runt 13 procent för företag med 50–199 anställda. De största företagen har en total omsättning av jobb som är strax under 10 procent. Det tydliga negativa sambandet mellan andel omsatta jobb och storlek är i överensstämmelse med vad många andra studier visat (se t.ex. Davis, Haltiwanger och Jarmin 2008 och Arai och Heyman 2004).

Studien kom också fram till att medelstora företag spelade en särskilt viktig roll för nettojobbskapandet i Sverige under denna period (*Tabell 5.3*). Orsaken är delvis att medelstora företag – definierade som företag med 10–199 anställda – har ökat sin andel av sysselsättningen på bekostnad av stora företag (sysselsättningen i stora företag gick ned med 120 000 personer under perioden). Därmed har de svenska företagens storleksstruktur i hög grad närmat sig det mönster som återfinns i andra europiska länder som Tyskland och Nederländerna (Henrekson, Johansson och Stenkula 2012).

Tabell 5.3 Andel skapade jobb, andel nedlagda jobb och relativ sysselsättningsförändring för företag av olika storlek, 1991–2009.

Antal anställda	Andel skapade jobb	Andel nedlagda jobb	Relativ sysselsättningsförändring
3–9	21,2	19,7	1,6
10–49	10,4	8,8	1,6
50–199	6,9	6,2	0,8
200–499	5,4	5,3	0,1
500+	4,1	5,1	-1,0

Källa: Heyman, Norbäck och Persson (2013).

Överlag finns det ett övertygande forskningsstöd för att tillväxtföretag står för en oproportionerlig del av omstruktureringen och jobbskapandet i ekonomin (se Henrekson och Johansson 2010 för en översikt). Oreland (2012) finner att de snabbväxande företagen stod för 60 procent av alla nettoskapade jobb under åren 2006–2009.¹² Han finner vidare att endast sju procent av de företag som är snabbväxande under perioden 2004–2006 också tillhör snabbväxarna under den följande treårsperioden. Detta visar på en brist på uthålliga snabbväxare. Ur ett svenskt samhällsekonomiskt perspektiv är den kanske viktigaste punkten bristen på nya entreprenöriella tillväxtföretag. Detta område har också haft hög politiskt prioritet. Sverige har många av de förutsättningar som enligt gängse studier krävs för innovativt entreprenörskap. Detta inkluderar en välutbildad arbetskraft, hög BNP per capita, höga privata och offentlig investeringar i forskning och utveckling, många patent, välutvecklade finansmarknader, bra infrastruktur, hög IT-kompetens, många tekniskt utbildade, förmånlig regelverk (låga trösklar) för nyföretagande samt en effektiv offentlig administration.

Sverige har även innovativa storföretag. Det har visat sig att framgångsrika storföretag kan gynna framväxt av nya entreprenöriella företag genom arbetsdelning. Små och nya bolag sysslar med den mest riskfyllda och osäkra, men också potentiellt mest banbrytande delen av innovationsprocessen, medan stora etablerade bolag i första hand ägnar sig åt mindre riskfyllda inkrementella innovationer (Baumol 2004, 2010; Norbäck och Persson 2009). Storföretagen står på grund av sin storlek för den helt övervägande

¹² Ett företag definieras som snabbväxande om det vid periodens början har minst tio anställda och ökar antalet anställda med minst 20 procent per år i tre år i rad.

delen av näringslivets utgifter för forskning och utveckling (och företagssektorn står totalt sett för nästan 70 procent av Sveriges totala FoU). Storföretagen verkar ofta på den absoluta kunskapsfronten i sin bransch. Detta innebär att de anställda på storföretagens forsknings- och utvecklingsavdelningar i många fall besitter expertkunskap om de nyaste teknologierna. Därför har de ofta också lättare att generera nya konkurrenskraftiga idéer som kan utgöra en grund till nya företag. Många av de mest framgångsrika nya företagen är avknoppningar från existerande storföretag där anställda som ackumulerat kunskap och erfarenhet själva startar nya företag (Klepper 2001; Andersson och Klepper 2013). Storföretagen är även viktiga som kunder och investerare i de nya företagen. De företag som grundas som avknoppningar av existerande storföretag tenderar att växa snabbare än andra nygrundade företag, kanske just för att avknoppningar får med sig värdefull teknologi och industriell erfarenhet från storföretagen.

I Sverige tycks det vara mindre vanligt med avknoppningar från multinationella storföretag än i andra länder (Andersson och Klepper 2013). Samtidigt utgör de multinationella storföretagen en ovanligt stor andel av Sveriges näringsliv. Detta innebär att tendensen till få avknoppningar från multinationella storföretag får stort genomslag på svenskt nyföretagande. Att förbättra interaktionen mellan existerande, forskningsintensiva storföretag och nya tillväxtbolag är mot bakgrund av detta en potentiellt viktig komponent i svensk företagarpolitik.

Sverige kommer också väl ut vid de olika försök som görs att rangordna olika länders innovationsförmåga. Som framgår av *Tabell 5.4* rankas Sverige som två efter Schweiz i Global Innovation Index, Sverige är på en tredjeplats efter Japan och Schweiz i antal triadiska patent (patent godkända i USA, EU och Japan) per capita och FoU-utgifterna som andel av BNP är de femte högsta i världen. Enligt EU:s eget nya s.k. kompositindex intar Sverige t.o.m. en förstaplats.¹³ Här är också intressant att notera att USA anses vara mindre innovativt än Sverige enligt samtliga fyra mått.

¹³ Här bör dock noteras att Sverige under 1990-talet hade högst FoU-utgifter som andel av BNP av alla länder.

Tabell 5.4 Tolv ledande länders rang enligt fyra ofta använda mått på länders innovationsförmåga (senast tillgängliga år).

Rang	Global Innovation Index 2013 (INSEAD, Cornell, WIPO)	Antal triadiska patent per capita 2010	FoU utgifter som andel av BNP 2011	EU Composite Indicator of Innovation Output 2011
1	Schweiz	Japan	Israel	Japan
2	Sverige	Schweiz	Sydkorea	Sverige
3	Storbr.	Sverige	Finland	Tyskland
4	Nederl.	Tyskland	Japan	Irland
5	USA	Finland	Sverige	Schweiz
6	Finland	Danmark	Island ¹	Luxemburg
7	Hongkong	Nederl.	Danmark	Danmark
8	Singapore	Österrike	Taiwan	Finland
9	Danmark	USA	Tyskland	Storbr.
10	Irland	Israel	Schweiz ²	Frankrike
11	Kanada	Sydkorea	USA	USA
12	Luxemburg	Frankrike	Österrike	Belgien

¹ 2009. ² 2008.

Anm.: Triadiskt patent innebär att patentet har godkänts i USA, EU och Japan. Detta ses allmänt som den viktigaste indikatorn på att patentet har en hög verkshöjd och stor ekonomisk potential.

Källor: *The Global Innovation Index 2013 – the Local Dynamics of Innovation* (INSEAD, Cornell University and WIPO); *OECD Factbook 2013: Economic, Environmental and Social Statistics*; OECD Stat och Europeiska kommissionen (2013).

Givet dessa förutsättningar borde vi förvänta oss att Sverige ligger högt vad gäller innovativt och tillväxtorienterat entreprenörskap. Så är dock inte fallet. Sverige tycks ligga bättre till än många andra europeiska länder, men verkar ändå underprestera i relation till sin potential. Enligt en studie för några år sedan (Axelsson 2006) hade endast två av Sveriges hundra största företag grundats sedan 1970. I jämförelse hade 28 procent av USA:s största företag på *Fortune Magazines* lista över USA:s 500 största företag 2010 grundats sedan 1970. Siffran är ännu högre i länder som Hongkong och Israel. Åstebro, Braunerhjelm och Broström (2013) undersöker samtliga disputerade inom naturvetenskap och teknik (yngre än 60 år) som varit anställda vid svenska universitet under åren 2000–2008. Av dessa drygt 19 000 personer valde 478 att prova lyckan som företagare. De hittar endast fyra fall där en betydande framgång kan beläggas. Redan efter två år är 40 procent av företagen nedlagda och efter åtta år är bara tio procent fortfarande aktiva företagare.

Givet att Sverige har många av de viktiga grundförutsättningarna för tillväxtinriktat entreprenörskap, men ändå underpresterar, är det troligt att det finns svagheter i det institutionella ramverket som bidrar till detta. En potentiell delförklaring är den höga kapitalbeskattningen. Sverige ligger långt över det internationella genomsnittet när det gäller beskattning på ägarnivån.

Med hänvisning till den höga ägarbeskattningen är det intressant att undersöka dess effekter på den entreprenöriella aktiviteten. Vi vill först försöka definiera frågan bättre. Vad menar vi med entreprenörskap och hur ska det mätas? I vad mån är entreprenörskap integrerat i nationalekonomisk teori? Är det rimligt att betrakta entreprenörskap som en egen produktionsfaktor? Påverkar skattesystemet utbudet av entreprenörskap och i vad mån ger det incitament att kanalisera befintligt entreprenörskap till de mest produktiva områdena?

Vad menar vi med entreprenörskap och hur ska det mätas?

Det råder en viss begreppsförvirring gällande entreprenörskap där olika slags företagare blandas ihop, vilket ibland ger upphov till vad som förefaller vara inkonsistenta forskningsresultat och policyrekommendationer. Enligt t.ex. Schumpeters (1934) definition är de flesta nyföretagare och egenföretagare inte entreprenörer, då de varken är tillväxtorienterade eller innovativa.¹⁴ Det gäller således att skilja mellan egenföretagare som grupp och ett litet antal (potentiellt) snabbväxande företag. 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 2010). Den typiska företagaren är taxichaufför, hantverkare, frisör, krögare eller självanställd konsult. Huvuddelen av Sveriges företagare har inte och kommer aldrig att ha en enda extern anställd.

Dessa icke-entreprenöriella egenföretagare motiveras av andra faktorer. En sådan faktor är att det eliminerar de principal-agent-problem mellan anställda och ägare som finns i vissa yrken.

¹⁴ Detta diskuteras ingående i Sanandaji (2010) och Henrekson och Sanandaji (2014). I den senare studien identifieras 996 "superentreprenörer" från *Forbes Magazines* lista över dollarmiljardärer. En person definieras som superentreprenör om denne finns med på listan och byggt sin förmögenhet genom att starta och bygga upp ett eget företag. Graden av entreprenörskap i ett land mäts sedan som antalet superentreprenörer per capita. I studien visas att detta mått på entreprenörskap är negativt korrelerat med andelen egenföretagare, andelen i befolkningen som är (del)ägare i ett företag och graden av nyföretagande.

Exempelvis har taxichaufförer som arbetar som egenföretagare starkare incitament att arbeta fler timmar och ta väl hand om bilen. 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 timpris än den kollektivavlönade minimilönen. Andra möjliga motiv är att minska skattebördan, att undkomma diskriminering och strävan efter personlig autonomi. Enmansföretagare och småföretagare utan ambition att växa över en viss nivå spelar en utomordentligt viktig roll för samhällsekonomin, inte minst genom att skapa sysselsättning och genom att mer effektivt erbjuda varor och tjänster på vissa områden. Dessa företag behöver dock inte nödvändigtvis analyseras utifrån teorier om innovativt, tillväxtorienterat 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). Dock gäller att det slags företagande som motiveras av skatteundandragande troligen har mycket lägre potential att ge upphov till snabbt växande företag.¹⁵ Länder med hög skatt har inte färre egenföretagare, tvärtom. Däremot tenderar de att ha färre exceptionellt framgångsrika entreprenörer (Henrekson och Sanandaji 2014).

Ibland hävdas att det i själva verket handlar om samma sorts företag, och att det bara är slumpen som avgör vilka som lyckas 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. Exempelvis självrapporterar den överväldigande majoriteten av egenföretagare i Sverige att de inte definierar sig som entreprenörer utifrån ambitionen att växa, ha många anställda eller vara innovativa. I genomsnitt har också

¹⁵ Skattejurister skiljer mellan skatteplanering (av lagstiftaren godtagen), skatteflykt (lagenlig men inte avsedd; denna kan eventuellt angripas med skatteflyktslagen) och skattefusk (vilket är ett brott). Vi använder begreppet skatteundandragande, vilket kan inbegripa samtliga tre fenomen. Förhoppningsvis framgår det av sammanhanget vilket av de tre begreppen som avses eller är det mest relevanta.

innovativa entreprenörer avsevärt högre utbildning än löntagare och vanliga egenföretagare. Det finns andra viktiga skillnader mellan dessa olika kategorier av företagare. 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 tenderar att redan ha trygga och välbetalda jobb i existerande företags karriärshierarkier, vilka de måste ge upp om de vill starta eget.

Skatters effekt på olika typer av företagare

Det är även viktigt att skilja mellan olika typer av företag när det gäller skatters effekt. Höga skatter kan under vissa omständigheter öka antalet små företag samtidigt som det hämmar framväxt av mer entreprenöriella företag. Höga skatter påverkar små egenföretag och tillväxtföretag på olika sätt både teoretiskt och empiriskt (Asoni och Sanandaji 2013).

Om skatteuttaget är högt på både löne- och företagarincomester kan detta bidra till att göra egenföretagande mer attraktivt relativt sett. Det viktigaste skälet är att egenföretagare har större möjligheter att undvika skatt. En sådan effekt har dokumenterats både i USA (Slemrod och Bakija 2008) och Sverige (Engström och Holmlund 2009). Utrymmet för att undkomma skatt på det här sättet är mindre ju större företaget är. Skatt kan undkommas genom att inte redovisa en del av intäkterna, att använda en del av företagets intäkter till avdragsgill privat konsumtion osv. Entreprenöriella företag som växer sig stora har inte lika stora möjligheter att undkomma skatt. Stora familjeföretag eller ägarstyrda företag i USA som är tillräckligt framgångsrika för att bli börsnoterade är inte mer benägna att försöka undkomma skatt än noterade företag med spritt ägande. I själva verket är de snarare mindre aggressiva när det gäller skatteplanering (Chen, Chen, Cheng och Shevlin 2010).

Ett annat skäl till att höga skatter kan göra småskaligt egenföretagande mer attraktivt är att höga skatter gör att icke-pekuniära motiv väger tyngre, eftersom de inte beskattas. Icke-pekuniära motiv är viktiga drivkrafter för egenföretagande (Hurst och Pugsley 2011; Blanchflower och Oswald 1998). Bland de icke-pekuniära motiven märks: att vara sin egen chef, att ha makt över

sin egen tid, att skapa något eget och att göra andra prioriteringar än de företagsekonomiskt rationella. Höga skatter minskar den finansiella avkastningen från företagande. Det kan även göra det svårare för företag att växa och få finansiering. Småskaligt egenföretagande som inte styrs av finansiella motiv påverkas dock inte lika starkt av skatter. Detta kan leda till att det affärsinriktade och tillväxtorienterade företagandet tappar mark till mer "hobby"-inriktade och småskaliga företag som visserligen kan skänka mycket glädje och mening till ägaren men som inte expanderar och skapar sysselsättning till andra.

Att företag har fått VC-finansiering används ibland som en *proxy* (en approximativ indikator som på goda grunder kan antas utvecklas på likartat sätt som det fenomen som man saknar ett direkt mått på) för att identifiera innovativa entreprenöriella företag. Alla sådana företag får givetvis inte VC-finansiering, men utöver den professionella utomstående bedömningen att det finns en betydande potential brukar det krävas en originell affärsidé för att företag ska erhålla VC-finansiering. Flera studier finner att höga kapitalvinstskatter minskar förekomsten av VC-finansierad entreprenöriell aktivitet (t.ex. Poterba 1989a, 1989b, Gompers och Lerner 1998 och Da Rin, Nicodano och Sembenelli 2006). Med andra ord tycks denna typ av högkvalitativt entreprenörskap hämmas av höga ägarskatter på grundare och finansiärer.

Att en sådan effekt kan identifieras är också vad vi bör förvänta oss *a priori*. Detta beror på att i VC-finansierade bolag så beror entreprenörens kapitalkostnad i första hand på hur företaget värderas av externa investerare. Detta innebär att såväl utdelningsskatten som kapitalvinstskatten omedelbart kapitaliseras i form av ett sänkt värde på det företag som VC-bolaget köper in sig i. Därmed höjs kapitalkostnaden (entreprenören måste ge upp en större andel av sitt ägande för att få ett önskat kapitaltillskott) även om ägarna inte kan förvänta sig utdelningar (och aktieförsäljningar) på många år.

Det finns däremot inte samma tydliga effekt på mindre företag och inkomstskatter. Schuetze och Bruce (2004) sammanfattar den empiriska forskningen om inkomstskatters effekter på (ofta små) egenföretagare. Den skatt vars effekt estimeras är framför allt grundarens inkomstskatt, inte ägarskatter på avkastningen.¹⁶ Slutsatsen av forskningsöversikten är att det inte går att hitta något

¹⁶ Se även Åsa Hanssons expertrapport till Globaliseringsrådet (Hansson 2008).

entydigt mönster. Vissa studier finner dock ett positivt samband mellan företagares inkomstskatt och småföretagande, medan andra påvisar ett negativt samband.

Det är viktigt att påpeka att även egenföretagares arbetsutbud och ekonomiska verksamhet enligt ett flertal studier sjunker till följd av höga marginalskatter på ägaren (t.ex. Carroll m.fl. 2000a, 2000b, 2001; Rosen 2003, Saez 2010, Chetty m.fl. 2011, Kleven och Schultz 2011 samt Harju och Kosonen 2013). Däremot kan vissa typer av egenföretagande med stor möjlighet att undkomma skatt bli lönsammare om skatten på alternativ sysselsättning som lönearbete eller mer tillväxtorienterat företagande är ännu högre. Denna ökning av "skatteundvikande" (*evasive*) företagande bör inte tolkas som en positiv effekt av höga skatter. Den sorts småföretag som motiveras av ökade möjligheter till skatteundandragande är inte lika samhällsekonomiskt värdefulla som företag som baseras på rent affärsmässiga hänsyn.

Entreprenörskapet och dess stödstruktur

Innan vi analyserar skatters effekt vidare kan det vara värdefullt att diskutera modernt entreprenörskap. Stark tillväxt på företagsnivå härrör framför allt från att kunskap upptäcks och appliceras på ett ekonomiskt värdeskapande sätt. Att forska fram ny kunskap räcker inte. En stor del av den nya kunskapen är inte ekonomiskt värdefull och i det fall den är det måste den inkorporeras i en innovation och sedan produceras och distribueras effektivt. I ekonomin behövs därför "kunskapsfiltrerare" som skiljer ut ekonomiskt relevant kunskap från den samlade kunskapsmängden och genom entreprenöriellt företagande omvandlar denna kunskap till ekonomisk verksamhet (Braunerhjelm m.fl. 2010; Carlsson m.fl. 2009; Bhidé 2008).

Snabbt växande, innovativa företag, de vi kallar entreprenöriella företag, är få och annorlunda. Medan icke-innovativa egenföretagare i allmänhet inte använder sig av stödstrukturerna så gör entreprenörer det i hög utsträckning. I USA får i genomsnitt ca 0,2 procent av alla företag VC-finansiering, samtidigt som nära två tredjedelar av de bolag som lyckas bli introducerade på börsen tidigare erhållit sådan finansiering. Entreprenöriellt företagande är i genomsnitt också mer kunskapsintensivt än egenföretagande. Medan egenföretagare inte skiljer sig från löntagare vad gäller

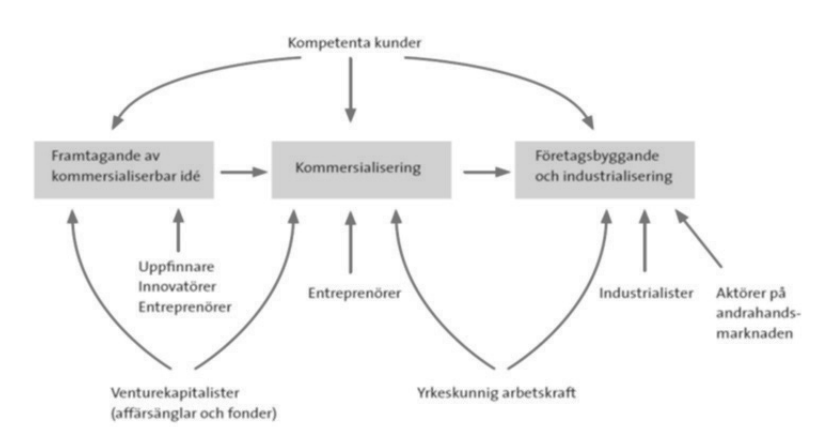
utbildning är sannolikheten 20 gånger större att företagare som har fått VC-finansiering i USA har en doktorsexamen jämfört med den genomsnittlige amerikanen (Bengtsson och Hsu 2010). Potentiella entreprenörer är få och tenderar redan att ha trygga och välbetalda jobb i existerande företags karriärhierarkier. Övergången till egenförtagande är därför normalt förknippad med en betydande alternativkostnad.

För att utveckla ett framgångsrikt företag i dessa kunskaps-intensiva verksamheter krävs en kombination av flera samverkande nyckelaktörer med kompletterande kompetenser. Entreprenören har en avgörande betydelse, men även andra aktörer ingår: forskare/uppfinnare, venturekapitalister,¹⁷ industrialister, innovatörer, utbildad arbetskraft, kompetenta kunder och aktörer på andrahandsmarknaden. Framgångsrikt företagande som genererar snabb tillväxt är en funktion av hur väl dessa aktörer förvärvar och kombinerar sin kompetens. Möjligheterna och drivkrafterna att göra detta bestäms till stor del av det institutionella ramverket eller det som i dagligt tal kallas samhällets spelregler. *Figur 5.1* är en förenklad illustration av olika aktörers bidrag till utvecklingsprocessen. De olika aktörerna med sina unika och kompletterande kompetenser – ibland kallat ett kompetensblock (Eliasson 1996) – är nödvändiga för att gå från den ursprungliga idén till industriell skala.

Framgångar för entreprenöriella företag kräver att dessa aktörer samverkar. Aktörerna har dock olika intressen, samtidigt som investeringar i nya företag är behäftade med ovanligt höga transaktionskostnader och stor osäkerhet. Att t.ex. få entreprenörens och finansierarnas intressen att sammanfalla har visat sig vara en svår uppgift. Huvuddelen av avkastningen i entreprenörssektorn kommer från ett fåtal bolag som blir ytterst framgångsrika, men som är omöjliga att identifiera på förhand, medan tre fjärdedelar av investeringarna har noll eller negativ avkastning (Hall och Woodward 2010).

¹⁷ Vi använder i denna rapport omväxlande begreppen venture capital (VC) och riskkapital i deras ursprungliga betydelse, dvs. för att beteckna kapitalinsatser i ett tidigt skede av ett företags eller en innovations liv.

Figur 5.1 Stödstrukturen: Från affärsidé till storskaligt företag.



Anm.: Figuren försöker stiliserat fånga i vilka faser de olika aktörerna i stödstrukturen inträder i industrialiseringsprocessen. Figuren innebär en viss förenkling, t.ex. kan samma person ibland fylla mer än en funktion. Se vidare Johansson (2010) och Henrekson och Johansson (2009).

Den högteknologiska entreprenörssektorn i USA – 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). I amerikanska VC-bolag är numera äganderätterna till avkastningen allt mer separerade från kontrollrättigheterna (Kaplan och Strömberg 2003). Båda dessa slags rättigheter är samtidigt betingade på hur väl företaget utvecklas. Med hjälp av optioner och aktiekonvertibler utformas belöningsystemet så att företagaren och andra nyckelpersoner får allt mindre ägande ju sämre det går för bolaget, men extremt hög avkastning och stegvis ökat ägande vid framgång. I denna svåra ekonomiska terräng har optioner visat sig vara ett effektivt sätt att belöna företagaren och andra bärare av nyckelkompetenser i de få bolag som blir lönsamma. Detta på samma gång som deras intressen knyts närmare andra aktörer i stödstrukturen.

I moderna högteknologiska sektorer är företagaren så gott som alltid beroende av andra delar av stödstrukturen. Samarbete mellan de olika typerna av kompetensbärare är nödvändig för innovation, och utvecklingen tycks gå mot allt starkare specialisering av dessa roller. I det första skedet identifierar entreprenörerna potentiella vinstmöjligheter. Den tidiga kommersialiseringsfasen involverar också i huvudsak entreprenörer. I industrialiseringsfasen aktiveras industrialisterna, samtidigt som yrkeskunnig arbetskraft blir

viktigare. Venturekapitalisterna finansierar utvecklingen i de tidiga skedena och tillför samtidigt andra nyckelkompetenser såsom affärsnätverk, ledningskunnande och marknadskännedom, medan finansiärer på andrahandsmarknaden kommer in senare.

Allt oftare väljer entreprenörer i ett relativt tidigt skede att sälja innovationen till större företag som vidareutvecklar den, en rollfördelning som både enligt empirisk (t.ex. Baumol 2002) och teoretisk analys (Norbäck och Persson 2009) kan vara effektiv. Både kompetensblocksteorin och Norbäck och Perssons teori pekar på behovet av ett institutionellt ramverk som underlättar samverkan mellan aktörer och som inte motverkar värdeskapande ägarbyten.

För att växa är företag i regel beroende av extern finansiering. Så kallade affärsänglar och VC-bolag har kommit att bli allt viktigare i den entreprenöriella sektorn. Utöver finansiellt kapital bidrar dessa aktörer med sitt kunnande och kontakter. Riskkapitalistens roll inkluderar enligt Kaplan och Strömberg (2001) sällning av affärsidéer, utformning av avtal (med externa affärspartners och mellan grundare, nyckelpersoner och övriga ägare) samt rådgivning. VC-sektorn bidrar således i idealfallet med kompetent kapital snarare än endast passivt kapital. Riskkapitalister och änglar är i många fall själva erfarna entreprenörer och spelar också en viktig roll genom att tidigt professionalisera unga företag. Av de amerikanska företag som lyckats nå börsnotering (IPO, *initial public offering*) fick nästan två tredjedelar finansiering av VC-bolag någon gång i sin livscykel (Kaplan och Lerner 2010). Siffran illustrerar hur integrerade riskkapital- och entreprenörssektorerna blivit för den entreprenöriella sektorn i USA. Ett problem som ofta lyfts upp är att svenska skatteregler minskar lönsamheten för denna typ av finansiering för den ursprungliga ägaren (t.ex. Lerner och Tåg 2013).

I kapitel 3 såg vi hur modeller som inkluderar ägarstyrning leder till andra slutsatser om framför allt utdelningsskatters effekter jämfört med enklare modeller som bortser från behovet och värdet av ägarstyrning. Detsamma gäller modeller som inkluderar venturekapitalister och entreprenörer. Den nya synens modeller har varit olämpliga för att analysera entreprenörskap, och antar oftast att alla företag redan existerar. Nystartade företag betalar visserligen i regel inte utdelning i uppstartsfasen. Detta innebär dock inte nödvändigtvis att utdelningsskatten är irrelevant för dessa företag. Skatten reducerar nämligen värdet på företaget redan i uppstartsfasen.

Detta minskar företagets möjligheter att erhålla externt kapital, då företagets aktier blir mindre värda. På samma sätt reducerar framtida utdelningsskatter grundarens förväntade avkastning på att bygga upp företaget.

Sinn (1991a) är ett viktigt tidigt undantag då han även modellerar nystartade företag, dock inga individuella entreprenörer kopplade till dessa. Utdelningsskatten visar sig därmed ha en snedvridande effekt på de nya företagen. Denna snedvridande effekt mildras dock av att företag innan de startas förutser den framtida skatten, och försöker minimera den genom att företagen startas underkapitaliserade och finansierar sin tillväxt med återinvesterade vinster. Dietz (2003) applicerar Sinns teori i en allmän jämviktsmodell med monopolistisk konkurrens, där nya och äldre företag antas existera samtidigt. Slutsatsen är att utdelningsskatten medför snedvridningar i användningen av både internt och externt kapital. Utdelningsskatten liksom reavinstskatten medför lägre kapitalackumulation, då de leder till mindre benägenhet att starta nya företag. Utdelningsskatten missgynnar samtidigt småföretagen genom att försvåra deras möjligheter att växa.

Keuschnigg och Nielsen (2004a) 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. Forskning har visat att det finns stora potentiella vinster med samarbete inom VC-sektorn, men också enorma svårigheter i form av kontraktsproblem. Dessa diskuteras ytterligare i nästa kapitel där vi behandlar hur personaloptioner kan användas för att bemästra dessa problem. Eftersom vinsten måste delas och eftersom det är omöjligt att skriva kompletta kontrakt föreligger ett klassiskt principal-agent-problem; båda parter är utsatta för och utsätter den andre för en moralisk risk. Detta beror på att båda parter har otillräckliga incitament att investera resurser i form av tid och ansträngning i bolaget, då kostnaderna faller helt på den som gör en viss insats medan avkastningen delas mellan parterna.

Skatt på utdelningar förvärrar dessa problem genom att minska avkastningen på entreprenörens och venturekapitalistens ansträngning. Keuschnigg och Nielsen (2004a) 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 en annan slutsats än den nya synen är att de inkluderar entreprenörer och andra parter vars ansträngning påverkar företaget. Här antas i stället – mer realistiskt – att sannolikheten för framgång påverkas av hur mycket entreprenören och venturekapitalisten anstränger sig och hur mycket tid de lägger på att utveckla företaget. Genom detta antagande ändras policyslutsatsen: utdelningsskatter blir nu snedvridande.

Keuschnigg och Nielsen (2004b) hittar samma negativa effekt av kapitalvinstskatten som utdelningsskatten. Kapitalvinstskatten är en relativt blygsam skatt ur statsfinansiell synvinkel, men som särskilt drabbar just innovativa och snabbt växande företag. De totala kapitalvinsterna har ungefärligen motsvarat 3 procent av Sveriges BNP under senare decennier (Ekonomistyrningsverket 2011). Detta är intressant nog 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 och utländska pensionsfonder.

Kanniainen och Panteghini (2013) analyserar hur lämplig den nya synens ansats är för att studera effekten av beskattning av entreprenöriella företag. Den nya synens modeller utvecklades för att studera marginella investeringar i existerande företag. Emellertid är det viktigaste beslutet för en potentiell entreprenör huruvida denne ska säga upp sig från en anställning och starta ett företag. Detta fundamentala yrkesval och den alternativkostnad som en konventionell lönekarriär som anställd utgör finns överhuvudtaget inte med i den nya synens modeller.

Kanniainen och Panteghini påpekar att den ekonomiska logik som vägleder ett nystartat företag är väsensskild från den logik som vägleder ett etablerat, moget företag. Alternativkostnaden för entreprenörer består av den inkomst de avstår från på den reguljära arbetsmarknaden med hänsyn till det optionsvärde som ligger i att personen lämnar sitt företag någon gång i framtiden för att återgå till att bli löntagare. Så snart denna centrala aspekt av företagandet inkorporeras i den ekonomiska beslutsmodellen, faller den nya synens standardresultat att utdelningsskatter inte har någon effekt på företagets investeringar. I stället blir huvudresultatet att utdelningsskatten är neutral med avseende på det marginella investeringsbeslutet i jämvikt i mogna företag (där det egna kapital som behövs för investeringen kan upparbetas i form av internt

genererade vinster), men att beslutet att både bli och förbli företagare snedvrids.

Entreprenörer kan inte fullt ut separera ägande från kontroll, eget sparande från investeringar och utbud av egen arbetskraft från utbud av kapital i företaget. De dominerande skatteteoretiska modellerna förutsätter dessvärre att det inte finns sådana odelbarheter och att ägandet helt kan separeras från företagsledning och utövandet av entreprenörsrollen.

I den mån företagsbyggande överhuvudtaget analyseras, så betraktas det i allmänhet som "sparande i onoterat aktiekapital". Spararen antas enkelt kunna dra ner på det egna företagandet för att i stället köpa t.ex. aktier i Ericsson eller en bostadsobligation, för att kanske nästa dag till följd av ny information reversera investeringen och expandera företaget till den tidigare nivån.

Entreprenörskap som produktionsfaktor

Det svenska skattesystemet motiveras med en beskattningsteori som bygger på antagandet att det i ekonomin finns två produktionsfaktorer och inkomstkällor: kapital och arbete. I själva verket kan det vara rimligare att betrakta entreprenörskap som en egen produktionsfaktor, med unika egenskaper som ger ett distinkt bidrag till produktionsresultatet. Antagandet att det är konceptuellt rimligt och därför lämpligt att all inkomst delas mellan kapital och arbete var vägledande för 1990/91 års skattereform. Ersättningen för entreprenörsinsatser betraktas i princip som ersättning för arbete och blir därmed lönebeskattat.

Det är lätt att glömma bort att det som så ofta tas för givet, att inkomster alltid kan klassificeras som antingen kapital- eller arbetsinkomst, härrör från en starkt förenklad modell av verkligheten där det bara finns dessa två faktorer. Ju mer sofistikerad ekonomin blir, desto längre från verkligheten är denna förenklade modell. Hur faktorinkomster definieras och räknas fram är betingat på den modell som används. I marxistisk teori anses t.ex. kapital som skapats med arbete vara en form av arbetsinkomst. Enligt standardmodellen i den neoklassiska teorin utgörs däremot kapital av tillgångar som i stället för att konsumeras används för att öka produktionen i framtiden. Det spelar här ingen roll om kapitalet från början skapats genom arbete; avkastningen under alla framtida perioder betraktas som en ersättning för att skjuta upp konsumtion

och ta risk. Den marxistiska modellen erkänner enbart en produktionsfaktor och all avkastning tillskrivs därför arbete. Avkastning som flödar till andra produktionsfaktorer än arbete är enligt modellen illegitim. Den neoklassiska modellen, som utöver arbete inkluderar kapital som produktionsfaktor, kan fånga den del av de faktorinkomster som är ersättning för kapital. En modell med ännu fler produktionsfaktorer än arbete och kapital kan fånga en större komplexitet i faktorersättningen.

Vad entreprenören gör i uppstartsfasen av sitt företag är just att med sitt entreprenöriella arbete och med hjälp av tidigare kapital i företaget skapa mer kapital, det kan vara både teknologiskt/immateriellt eller organisatoriskt strukturkapital. Det ekonomiska värdet av detta kapital är vid ett framgångsrikt företagsbyggande mångdubbelt större än de finansiella resurser som sammantaget satsats. Skype och Facebook är sentida exempel på detta.

För entreprenörsinsatser är det omöjligt skilja ut vad som är avkastning på arbete respektive kapital, 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 existerade kapital i bolaget från tidigare år.

Svaren på 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 nära noll (t.ex. om företagets värde är tätt kopplat till den individuella entreprenörens vision, humankapital och fortlöpande insatser i bolaget). Detta betyder 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), det vill säga att all eller nästan all avkastning är kapitalavkastning.

Den teoretiska uppdelningen i kapital och arbete är helt enkelt inte väl anpassad 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 åter-

investerar 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 att avstå 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.

Ett alternativt sätt att beskriva samma omständigheter är att fråga oss vad som skulle ha hänt om Bill Gates och Ingvar Kamprad 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. Entreprenörinsatsens värde representeras av skillnaden mellan hur mycket de skulle ha i förmögenhet i det fallet och hur stora förmögenheter de har skapat genom att driva företag. 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 på ett entydigt sätt dela upp och beskatta avkastningen på detta knippe av insatser i ersättning till kapital och arbete.

Hur stor del av finansieringen som utgörs av eget kapital respektive skulder beror bland annat på ett företags storlek och ålder. Små och nystartade företag drabbas i större utsträckning av transaktionskostnader för extern finansiering, då de externa finansiärernas möjlighet att bedöma dem är mindre än för redan etablerade storföretag (Blanchflower och Oswald 1998). En potentiell företagare måste därför själv kunna stå för stora delar av finansieringen av sin affärsidé, särskilt i början. Beskattningen av privat förmögenhetsbildning, där ägarbeskattningen ingår, drabbar därmed små nystartade företag hårdare och skapar ett handikapp för entreprenörskap. Gentry och Hubbard (2000) visar att amerikanska entreprenörers sparande och förmögenheter skiljer sig markant från andra hushålls, framför allt på grund av höga kostnader för extern finansiering. Småföretagarhushållet har högt sparande, men har en portfölj som är långt mindre diversifierad än genomsnittet. Slutsatsen av undersökningen är att entreprenörens

sparande- och investeringsval är tätt sammankopplade och inte kan analyseras oberoende av varandra.

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. Vissa geografiska områden har byggt upp en större stock av entreprenöriellt humankapital än andra och är därför mer innovativa. Ett annat argument för att behandla entreprenörskap som en separat produktionsfaktor (t.ex. Baumol 2010) är att vi empiriskt observerar att entreprenörer beter sig annorlunda än löntagare. Deras beteende är t.ex. känsligare för skatter än löntagares (t.ex. Saez 2010, Chetty m.fl. 2011, Kleven och Schultz 2011 och Bastani och Selin 2014). 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.

För skatteteorin 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. Idag 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.

Med andra ord: även om ägarskatter skulle vara neutrala med avseende på kapitalet i ett företag behöver de inte vara det för allokeringen och utnyttjandet 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 högst) och in i annan verksamhet, eller inte aktiveras alls.

Om entreprenörskap betraktas som en egen produktionsfaktor med en egen avkastning är det inte längre självklart att den bör beskattas antingen som lön eller kapitalavkastning. 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 nedbringa skattekostnaden.

Jämförelser visar i regel att egenföretagares inkomster påverkas mer av skatter än löntagares (är mer skatteelastiska), kanske för att företagare har större kontroll över sin arbetstid samt lättare att undkomma skatt (t.ex. Saez 2010, Chetty m.fl. 2011 och Kleven och Schultz 2011). Bastani och Selin (2014) undersöker skatte-känsligheten i Sverige genom att undersöka beteendeffekter vid brytpunkter för den statliga skatten. De hittar också att egenföretagare är mer skattekänsliga än löntagare, men finner låg skatte-känslighet för båda grupperna.

Harju och Kosonen (2013) använder sig av en skattereform i Finland, vilken endast påverkade företag som inte drevs i aktiebolagsform. Därigenom uppstod ett naturligt experiment som gjorde det möjligt att använda de företag som drevs i bolagsform som en kontrollgrupp. Harju och Kosonen fann att lägre skatt på företagsinkomst från dessa småföretag ledde till viss ökning i omsättningen jämfört med aktiebolag av samma storlek. Den skattade elasticiteten var 0,15. Elasticiteten med avseende på beskattningsbar inkomst var dock avsevärt högre, 0,35, vilket indikerar att småföretagare är relativt skatte-känsliga. Forskarna delade också upp beteendeffekten i en realekonomisk effekt och en skatteundandragande effekt. Båda effekterna är viktiga ur ett fiskalt perspektiv, men den reala effekten är den som är viktigast ur effektivitetshänseende. Det visade sig att ungefär en tredjedel av effekten var real och att två tredjedelar berodde på minskat skatteundandragande (lägre avskrivningar, mindre avdrag och förmåner som företaget betalade för företagaren).

Skattebasens känslighet är relevant även om orsaken är större möjligheter till skatteundandragande än realekonomiska beteendeanpassningar. Skatters reala effekter är viktigare för samhälls-ekonomi och bör ges större vikt, men även påverkan på skattebasen som beror på skatteundandragande påverkar den optimala beskattningen (Chetty 2009). Orsaken är helt enkelt att staten går miste om intäkter om skatten är för hög. Större möjligheter till skatteundandragande är för övrigt ett viktigt skäl till att kapitalsskatter är lägre än löneskatter i Sverige.

Företagare tycks ha både större skatte-känslighet när det gäller att generera beskattningsbara inkomster än löntagare och ha ett mer skatte-känsligt arbetsutbud. Det är framför allt skillnaden i känsligheten för skatter i arbetsutbudet som ger stöd för vårt

argument om att företagande kan ses som en distinkt produktionsfaktor snarare än en typ av arbete. Enligt teorin om optimal beskattning innebär den högre skatte känsligheten även att det kan vara motiverat att ha lägre skatter på företagare. Detta av samma skäl som gjort att 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 av arbete, att egenföretagande är arbete, och att utbudselasticiteten för alla typer av arbete är densamma.

Snedvridningar i entreprenörskapets inriktning

Den neutralitetsslutsats som nås i den nya synen bygger på att aktieägaren inte kan undvika utdelningsskatt genom att hålla kvar pengarna i företaget; till slut måste skatten ändå betalas. Detta underskattar dock investerarens möjligheter att ändra sitt beteende, inte minst för entreprenörer med direkt ägande. Viktigast av allt är kanske att begrunda risken att investeringen överhuvudtaget inte görs. Individens beslut att förverkliga sin idé eller inte bör inte främst ses som en finansiell investering, utan av den speciella form av humankapital som utgörs av entreprenöriell förmåga. Valet som görs är, som påpekats, ofta definitivt och inte marginellt till sin natur. Att starta ett företag kräver många diskreta ("antingen- eller") beslut, där det första av dessa ofta är att ge upp sitt vanliga jobb och riskera sina besparingar för att fullfölja en viss affärsidé.

I litteraturen antas i regel att investeringsbeslutet är marginellt. Devereux och Griffith (2003) undersöker däremot skatters effekt på investeringar när företag står för ett dikotomt val mellan två ömsesidigt uteslutande alternativ. De visar att det i själva verket är den *genomsnittliga* skattenivån som bestämmer valet. De marginella skatterna givet varje diskret beslut påverkar storleken på varje gjord investering eller startat företag, medan det vid själva beslutet att investera/starta ny verksamhet eller inte är den genomsnittliga skattenivån som är relevant. Devereux och Griffith visar att den effektiva genomsnittliga skattesatsen inte är oberoende av skattesatsen på utdelningar från en investering som finansierats med återinvesterade vinstmedel. Beslutet påverkas också av den ökning av risken som sker när en person går från att vara anställd

till att bli företagare då trygghetssystemen i Sverige (och många andra länder) i praktiken är kopplade till anställning.¹⁸

Högre ägarskatter påverkar inte bara mängden entreprenörskap, utan även dess inriktning. Egenföretagande skapar möjligheter till undvikande av skatter genom undanhållande av skattepliktiga intäkter samt privat konsumtion på företagets bekostnad. Företagare är naturligtvis inte endast motiverade av materiella vinster. Ett viktigt exempel på andra motiv är kontrollvärdet i företaget (Söderström m.fl. 2003). Kontrollvärdet kan i sin tur ta sig många former: att ha ett eget privat imperium (Schumpeter 1934), att styra över kassaflödet och belasta bolaget med kostnader för privat konsumtion eller låta delar av verksamheten gå vid sidan av bokföringen.

En oundviklig effekt av utdelningsskatter är att kontrollvärdet och andra former av "konsumtion" subventioneras, i jämförelse med att maximera företagets värde (Cullen och Gordon 2002). Här är det viktigt att påpeka att vi inte argumenterar för att icke-pekuniär konsumtion inom ramen för företaget i sig är "fel". Det är i själva verket osannolikt att företagarens enda mål med företaget skulle vara att tjäna pengar, precis på samma sätt som lönearbete ger tillfredsställelse utöver pengarna i lönekuvertet (Burke, FitzRoy och Nolan 2002). Möjligheten att tjäna mycket pengar i sig behöver inte vara avgörande för beslutet att starta ett företag eller att investera i det. Det kan också handla om vilka möjligheter det finns att förverkliga en idé eller vision. Finansiella resurser är dock en förutsättning för att kunna utveckla en idé. Höga skatter på sparande, arbete, företagsvinster och kapitalvinster gör att de resurser som står till förfogande för att bygga upp ett framgångsrikt företag blir mindre. I den mån avvägningen mellan finansiell avkastning och icke-pekuniära faktorer styrs av skattesystemets utformning medför detta en snedvridning.

I flera studier har det dokumenterats att svenska företagare har preferenser för kontroll framför tillväxt. I mindre företag finns ett tydligt mönster: för att prioritera tillväxt vill inte entreprenören förlora kontrollen till externa finansiärer eller andra intressenter. Cressy och Olofsson (1996) studerar företag med 5–199 anställda

¹⁸ Visserligen är det möjligt även för egenföretagare att få arbetslöshetsersättning, men för att a-kassa skall utgå krävs att verksamheten har upphört (eller är helt vilande). Ersättningen till företagaren beräknas dessutom på det senaste (eller ett snitt av de två senaste) årets resultat. Eftersom de flesta företagare minskar sitt eget uttag ur verksamheten i takt med att den går sämre, leder reglerna genom sin konstruktion i praktiken till begränsad ersättning från försäkringen.

och finner en stark ovilja hos företagen att ta in externt ägarkapital även när detta ökar tillväxtmöjligheterna kraftigt. Skälet är ovilja att dela med sig av kontrollen över företaget. Författarna konkluderar (s. 63): "Företagen är själva medvetna om att företaget skulle prestera bättre om delar av kontrollen överfördes till utomstående. Emellertid förefaller det som om att avkastningen i termer av tillväxt, vinst och överlevnad inte är tillräckligt stor för att säkerställa att den välbehövliga överföringen av ägandet sker." I en uppföljningsstudie finner Berggren, Lindström och Olofsson (2000) samma mönster. Johansson, Palmberg och Bornhäll (2013) finner i en undersökning av företag med 1–49 anställda mycket starkt stöd för att detta inte förändrats: 90 procent av företagarna uppger oberoende och kontroll som ett viktigt motiv för sitt företagande och kräver normalt ett pris långt över marknadsvärdet för att vara beredda att sälja en kontrollpost till utomstående.¹⁹

Att utveckla preferenser för kontroll framför tillväxt är rationellt om det institutionella ramverket gör det riskfyllt att växa och höga ägarskatter höjer det privata kontrollvärdet. Det finns indikationer på att en sådan "kontrollkultur" skadar tillväxten och den ekonomiska dynamiken i företagssektorn. I USA har det visat sig att riskkapitalister spelar en viktig roll för att köpa upp företaget från grundaren och driva det vidare mot större storlek (Gompers och Lerner 2001). Om svenska entreprenörer i stället tenderar att hålla fast vid sitt företag under hela sin karriär blir resultatet många företag som inte når sin potential. Detta pekar också på att höga ägarskatter minskar *efterfrågan* på externt ägarkapital.

Slutsatser om entreprenörskap och ägarskatter

Vi har i detta kapitel kunnat notera att det finns starka principiella skäl att förvänta sig att ett system där avkastningen på vad som egentligen är entreprenörsinsatser skattemässigt behandlas som arbetsinkomster, leder till negativa effekter både på det totala utbudet av och inriktningen på entreprenörsinsatser i ekonomin. Dels kan vi förvänta oss mindre entreprenörsaktivitet i ekonomin som helhet, dels ökar risken att entreprenörsansträngningarna kanaliseras till verksamheter med lägre samhällsekonomiskt värde.

¹⁹ Davidsson (1989), Wiklund, Davidsson och Delmar (2003) och Saemundsson (1999) är tre ytterligare studier som finner att svenska företagare har preferenser för kontroll.

Den senare effekten uppstår genom att entreprenören gör andra prioriteringar än de som skulle ha maximerat sannolikheten att företaget och/eller affärsidén når sin fulla potential.

6 Beskattning av personaloptioner och innovativt entreprenörskap

Som vi redan betonat ett flertal gånger 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 uppstartsfasen för att utveckla sina produkter, bygga organisatoriskt kapital och för att expandera. Huvuddelen av avkastningen kommer senare från ett fåtal mycket framgångsrika bolag, men dessa kan omöjligen identifieras på förhand.

Under 1990-talets IT-boom blev det i Sverige vanligt att ledande befattningshavare tilldelades eller fick köpa optioner.²⁰ Incitamentsprogram baserade på optioner i börsnoterade bolag kom dock av flera skäl i vanrykte. Den kraftiga börsuppgången gjorde att vd-ar och andra ledningspersoner gjorde stora vinster på sitt optionsinnehav. Detta kritiserades då det kunde ses som en belöning för tur snarare än kompetens. I onoterade företag fanns ett annat problem. Där var det vanligt att knyta optionerna till anställningen och ha klausuler som förhindrade avyttring innan en viss tid förlupit efter att optionerna lösts in i aktier. Eftersom optionerna var knutna till anställningen behandlades avkastningen ur skattesynpunkt som lön och beskattades vid inlösen. Lönen beräknades som aktiernas värde vid optionslösen och företaget

²⁰ Optioner är finansiella instrument vars värde är direkt kopplade till en tillgångs värde. De kan användas för att minska ägarstyrningsproblem inom företag. Genom att ställa ut köpoptioner till nyckelpersonal knyts deras ersättning starkare till marknadsvärdet på företagets egna kapital. Därmed kan en större överensstämmelse skapas mellan deras och aktieägarnas incitament att utveckla företaget.

hade dessutom skyldighet att betala sociala avgifter på vinsten, vilket gjorde att skatten på optionsvinster ofta uppgick till ca 67 procent. När det väl blev möjligt att sälja aktien efter inläsningsperioden kunde värdet ha sjunkit till en bråkdel av det värde som redan hade beskattats. Dessa negativa erfarenheter ledde till att många i Sverige drog slutsatsen att optioner var olämpliga att använda i incitamentsprogram.

Var denna slutsats riktig? I USA har optionsinstrumentet fått en avgörande betydelse i den entreprenöriella sektorn, både inom IT och bioteknik. Hur kan det komma sig att optioner används avsevärt mindre och tycks fungera sämre i Sverige, ett land som numera också har betydande nyföretagande och riskkapital i dessa sektorer? Kan skatteregler reformeras så att optionsinstrumentets fördelar kan utnyttjas även här?

För att kunna besvara dessa frågor diskuterar vi (i) varför optioner kan vara ett effektivt sätt att belöna nyckelmedarbetare – i synnerhet de som tar entreprenöriella beslut; (ii) hur optioner måste behandlas skattemässigt; samt (iii) vilken kontraktsmässig flexibilitet som krävs för de institutionella placerarna. Vi diskuterar framför allt optioners användning i växande entreprenöriella bolag, inte i börsnoterade företag med spritt ägande.

Avgörande svårigheter vid byggandet av ett företag

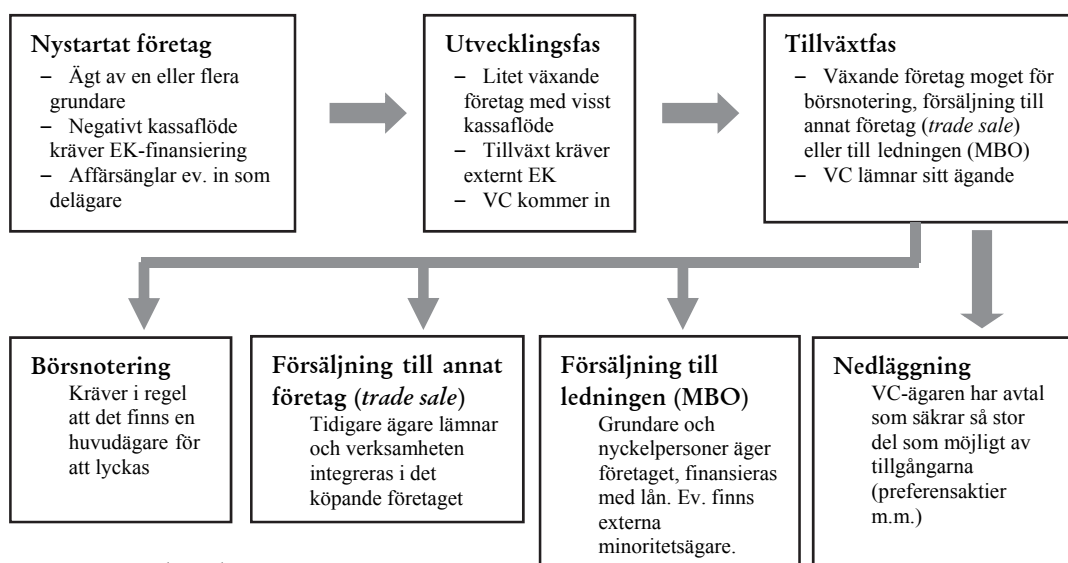
Figur 6.1 beskriver centrala faser i ett företags utveckling. Ett nystartat företag som bygger på en unik idé startas i normalfallet av en eller ett fåtal grundare med en egen affärsidé. Särskilt inom högteknologi eller om företaget är baserat på en oprövad idé är riskerna stora. Även i de fall företaget blir en framgång tar det i regel ganska lång tid innan produkterna når marknaden och ytterligare en tid innan kassaflödet blir positivt.

Risken som måste delas är sällan kalkylerbar, vare sig för grundarna eller externa bedömare, dvs. det handlar om genuin osäkerhet (*uncertainty*).²¹ Vid investeringar i börsnoterade företag finns i regel tillräckligt med historisk erfarenhet för att räkna ut den förväntade utfallsfördelningen någorlunda väl. Vid en investering i

²¹ Både Knight (1921) och Keynes (1921) gjorde en distinktion mellan kalkylerbar risk där sannolikheten för olika utfall kan beräknas på förhand och osäkerhet där det inte finns någon bestämd, eller ens i princip kalkylerbar, sannolikhetsfördelning över möjliga utfall. Knight menade att hantering av osäkerhet är en fundamental aspekt av entreprenörskap. I litteraturen används ofta begreppet *Knightian uncertainty*.

en ny innovation är det däremot omöjligt att bilda sig en klar uppfattning om utfallsfördelningen innan produkten är färdig-utvecklad och introducerad på marknaden. Innan man har provat går det vare sig att förutspå vilka tekniska problem som upp- kommer eller om det överhuvudtaget finns en marknad. Att räkna på odds och förväntad avkastning i internetföretag ens tio år framåt i tiden hade t.ex. varit otänkbart 1990, när ytterst få ens hade en klar bild av vad internet överhuvudtaget var eller skulle utvecklas till.

Figur 6.1 Centrala faser i ett företags utveckling.



Anm.: EK = eget kapital.

Den höga graden av osäkerhet i entreprenöriell verksamhet är relevant för diskussionen om optioner. Generellt gäller att produktionsfaktorer som används i en viss specialiserad verksamhet inte kan flyttas någon annanstans utan avsevärda kostnader. En stor del av värdet av produktionsfaktorerna är betingat av att de används i just den verksamhet de är specialiserade för. En produktionsfaktor kan sägas vara *specifik* för en viss verksamhet – dess förhållande till alla andra produktionsfaktorer givet den produktionsteknik som används – om dess värde sjunker ifall den flyttas till en annan verksamhet.²²

²² För en fördjupad diskussion om produktionsfaktorers specificitet, se Caballero (2007).

Det i vårt sammanhang viktigaste exemplet på när relations-specifika tillgångar byggs upp är när en entreprenör tar in externa delägare. På grund av entreprenörens informationsövertag, specialistkunskaper och *de facto* kontroll över företaget blir de externa investerarnas satsade kapital "låst" till den enskilde entreprenören. De externa investerarna skulle förlora en del av det satsade kapitalet om de utmanövrerade entreprenören; deras tillgång har blivit delvis relationsspecifik. Entreprenören behöver också rekrytera kompetent arbetskraft och såväl företaget som de anställda investerar i varandra och bygger gemensamt upp företaget. Detta gäller generellt i näringslivet, men är extra viktigt i växande kunskaps-intensiva företag där ett fåtal individer är bärare av humankapitalet, särskilt entreprenören.

Det företagsspecifika human-, organisations- och strukturkapital som på detta sätt byggs upp innebär på samma sätt att många av de kompetenser medarbetarna bygger upp har ett mindre värde i en annan organisation, dvs. även i dessa relationer skapas relationsspecifika tillgångar. För alla inblandade innebär därför uppbyggnad av relationsspecifika tillgångar ett risktagande. Särskilt viktigt blir att skydda sig mot att andra betar sig opportunistiskt. Ett exempel är att de externa investerarna manövrerar ut entreprenören utan att denne får rättmätig ersättning för sina insatser eller att medarbetare tvingas lämna företaget i förtid och därmed blir bedragna på möjligheten att dela på det framtida värdeskapande de varit med om att lägga grunden till.

Det grundläggande problemet, att skapa rätt incitament i verksamheter med relationsspecifika tillgångar, härrör ifrån att det är omöjligt att upprätta avtal som täcker alla eventualiteter. Vid inkompleta kontrakt uppstår risk för att den ena parten exploaterar den andras beroende, s.k. *hold up*.²³ 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.

Entreprenörskap präglas av relationsspecifika tillgångar, ett behov av att parter med skilda intressen samarbetar och osedvanligt hög icke kalkylerbar risk. Därför är behovet stort av kontraktsverktyg där ägande och kontroll kan betingas på oförutsägbara framtida utfall. Optioner har, rätt använda, visat sig vara ett av de

²³ Den som önskar ytterligare detaljer kring effekten av inkompleta kontrakt hänvisas till Bolton och Dewatripont (2005, kap. 11).

viktigaste av dessa verktyg för avtal inom den entreprenöriella sektorn.

På grund av transaktionskostnader och icke-kalkylerbara risker är finansiering med eget kapital ofta nödvändigt. 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. Skuldfinansiering försvåras också av att företagen i regel varken har fasta tillgångar att pantsätta eller kassaflöden att låna mot. Erfarenheterna från ”mjuka” statliga lån är samtidigt överlag nedslående (Lerner 2009; Svensson 2011). Många nya företag kan därför komma att förtvina i förtid i brist på kapital för utveckling och expansion, eller aldrig startas.

Investeringar i nystartade företag är en bråkdel av de samlade investeringarna i ekonomin, medan dessa bolags betydelse för innovation är avsevärt större än deras andel av de totala investeringarna (Kortum och Lerner 2000). Investeringar i VC har i USA inte motsvarat mer än ca 0,15 procent av börsvärdet varje år. Medan dessa 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 innovationsbaserade företag är hög, men motsvaras inte av en lika hög privatekonomisk avkastning vare sig för entreprenörer eller investerare. Eftersom sektorn är så liten är skatteintäkterna från kapitalvinster och optioner i nystartade företag i Sverige en försumbar andel av de totala skatteintäkterna. Många ägare (bolag, fonder, utländska ägare m.fl.) är dessutom undantagna från skatt på kapitalvinster.

Affärsänglar är i regel lämpligast att gå in med eget kapital i den första såddfasen. Dessa är förmögna privatpersoner med egen erfarenhet av att vara företagsledare och som har tid, engagemang och kapital att satsa i lovande affärsidéer (Landström 2007). Företaget får via affärsängeln eget nätverk ofta också tillgång till ytterligare kapital och kompetens (Kerr, Lerner och Schoar 2011).

I nästa fas i ett företags utveckling finns mer information om affärsidéns bärkraft, vilket minskar osäkerheten. I detta läge blir företaget även intressant för VC-bolag. Liksom affärsänglar är dessa inte bara passiva finansiärer, utan bidrar även med kompletterande kompetens och nätverk (Hellman och Puri 2002).

För externa finansiärer som går in med ägarkapital i ett entreprenörsdrivet företag finns ett antal svårigheter som måste

hanteras. Ett första problem är asymmetrisk information – entreprenören vet mer om verksamheten än vad potentiella finansiärer gör. Inte sällan finns dessutom risken att entreprenören är överoptimistisk vad gäller företagets framtidsutsikter (Parker 2009). Vidare har avkastningen på investeringar i nystartade företag exceptionellt hög varians, med stor risk för att hela insatsen går förlorad.

Hur optioner kan användas vid byggandet av ett företag

Traditioner och standarder har utvecklats för att hantera de speciella utmaningar externa investerare måste hantera när de investerar i nystartade företag. Investeraren har ett intresse av att inte initialt gå in med ett allt för stort belopp, eftersom den asymmetriska informationen inte reduceras tillräckligt förrän investeraren blivit delägare och fått insyn i verksamheten. Över tiden minskar också osäkerheten om företagets tekniska och kommersiella potential. På marknaden har därför utvecklats tekniker där externa investerare betalar ut det finansiella stödet i flera omgångar (*staged financing*). Därmed uppstår flera tillfällen i varje utvecklingsfas att utvärdera resultaten och gå ur investeringen om företaget inte bedöms prestera som förväntat.

Även om externa finansiärer bidrar med ett antal nyckelkompetenser är i normalfallet entreprenören fortsatt avgörande för företagets utveckling. Samtidigt finns alltid en sannolikhet för att företaget utvecklas bättre under ny ledning, t.ex. om grundarens styrka ligger i själva uppstartsfasen men denne är mindre lämpad att leda företaget vidare. Externa finansiärer vill ha en substantiell ägarandel av de kapitalvärden som byggs upp. Men deras ägarandel får heller inte bli för stor. Entreprenören måste ha ett tillräckligt stort ägande för att ha incitament att fullt ut bidra med sin kompetens.

I normalfallet har inte entreprenören de finansiella resurser som krävs för att klara den mer kapitalkrävande utvecklingsfasen. Externa finansiärer måste därför ganska snart gå in med eget kapital i större omfattning än vad grundaren kan satsa. Detta innebär att grundaren i så fall tidigt förlorar kontrollen över sitt företag, vilket försvagar incitamenten att bidra till företagets utveckling. Här uppstår således ett dilemma som vid första påseende saknar lösning.

Lösningen, som började användas med stor framgång i USA under 1980-talet, stavas aktieoptioner. De externa investerarna tar ganska snabbt ägarkontrollen över bolaget till följd av stora kapitalbehov, men grundaren och andra nyckelmedarbetare erhåller gratis eller till låg kostnad aktieoptioner som garanterar att de återfår ett substantiellt ägande i framtiden, förutsatt att ett antal "milstolpar" uppnås. Många bolag ger optioner med lågt lösenpris, som därmed liknar (gratis)aktier. Det är vanligt att kontrakten är utformade med hembudsklausuler eller liknande förbehåll (*vesting*), det vill säga att entreprenören endast får köpa aktier om han eller hon stannar kvar i företaget som nyckelpersonal, och fortsätter att bidra med sin kompetens.

Optionsinstrumentet är därför ett elegant sätt att ge grundaren och andra nyckelmedarbetare med begränsad egen förmögenhet del i de kapitalvärden de är med och skapar och vars skapande i själva verket *förutsätter* deras medverkan. Om ett optionsprogram är optimalt utformat får det entreprenören att bete sig som om han/hon själv fortfarande var ägare till projektet. I praktiken är det givetvis svårt att med hjälp av optioner åstadkomma att grundarens och företagets intressen sammanfaller fullt ut. Det är dock oftast möjligt att på det sättet åstadkomma en betydligt bättre överensstämmelse mellan de två intressena än tidigare. Denna lösning håller även nere kostnaderna i tidiga faser i form av lägre löneanspråk från dem som erhåller optionerna.

När företaget står på fastare mark (dvs. när kassaflödet börjar bli stabilt), risken i högre grad är kalkylerbar och när det är möjligt att göra prognoser över framtida tillväxtpotentialer och lönsamhet, är det dags för VC-bolaget att lämna sitt ägande. En sådan exit kan göras på flera sätt; se *Figur 6.1* ovan. Förutsatt att företaget utvecklats väl har nu grundare och andra nyckelmedarbetare som erhållit optioner kunnat lösa dessa och är stora ägare i bolaget.

Ett första sätt att göra *exit* är en börsnotering av företaget (*initial public offering, IPO*), men för att det ska lyckas krävs i regel att det efter noteringen finns en huvudägare som har incitament att aktivt leda bolaget. Genom att ledningen tilldelas optioner i sådan utsträckning att de blir framtida storägare i bolaget om detta utvecklas framgångsrikt kan en IPO enklare genomföras. Användandet av optioner på detta sätt ger också grundaren starka skäl att vara kvar i bolaget och bidra till dess utveckling, eftersom entreprenören, utöver att säkra ägandet till en stor del av de kapital-

värden som skapas, också har möjlighet att vid en framtida tidpunkt bli huvudägare i ett börsnoterat bolag.

Det vanligaste sättet att göra *exit* på senare tid är att sälja företaget/verksamheten till ett annat företag, i regel verksamt i samma bransch, vilket brukar kallas *trade sale*. I detta fall går kontrollen helt över till köparen och entreprenören lämnar verksamheten, men med finansiella tillgångar som ger förutsättningar för att starta nya verksamheter eller i sin tur agera affärsängel eller venturekapitalist.

En tredje möjlighet, om företaget går riktigt bra, är att grundaren och andra ledande befattningshavare köper ut VC-bolaget i en lånefinansierad utköpsaffär (*management buyout*, MBO), eventuellt i samarbete med några långsiktiga privata medfinansiärer.

I många fall utvecklas inte företaget i linje med affärsplanen, vilket t.ex. kan bero på att affärsidén hade lägre potential eller att konkurrensen var hårdare än förväntat eller att ledningen – oftast grundaren – inte håller måttet. VC-bolaget har då rätt att vidta åtgärder som att avlägsna ledningen eller lägga ner verksamheten. Det senare åstadkoms genom att VC-bolaget äger preferensaktier (*preferred stock*) eller har givit prioriterade lån till bolaget, medan ledningen har stamaktier (*common stock*) eller optioner på stamaktier, vilka i regel går lottlösa vid nedläggning (Metrick och Yasuda 2011; Bengtsson och Sensoy 2011). Att VC-bolaget har makten att i hög grad bestämma om avlägsnande av ledningen om inte vissa milstolpar uppnås, innebär en risk för att de betar sig opportunistiskt (*hold up*). Det har dock utvecklats ett antal mekanismer för att förhindra detta (Black och Gilson 1998).

Kaplan och Strömberg (2003, 2004) analyserar ingående de avtalsformer mellan riskkapitalister och entreprenörer som vuxit fram i USA. De finner att avtalen är komplexa, vilket speglar att marknaden präglas av höga transaktionskostnader och att osäkerheten är mycket hög. Avtalen stipulerar fördelningen av kassaflödet, kontrollen över styrelsens bemanning, rösträtter i styrelsen, när finansiären 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.

Avgörande reformer som banade väg för den amerikanska VC-industrin

Före 1980-talet förhindrades utvecklingen av en VC-industri i USA av en hög skatt på kapitalvinster på ca 50 procent på den nominella vinsten.²⁴ Anställdas innehav av aktieoptioner blev beskattningsbara när optionerna löstes i stället för när de erhållna aktierna såldes, och av att "försiktighetsbestämmelsen" (*prudent man provision*) i praktiken förbjöd pensionsfonder att investera i värdepapper utfärdade av små företag, nya företag eller VC-fonder. Viktiga förändringar runt 1980 banade väg för entreprenöriella företagsutvecklingar:

1. En sänkning av skatten på kapitalvinster i två steg till 20 procent (senare till 15 procent).
2. Ändring i *prudent man provision* möjliggjorde för pensionsfonder att investera i värdepapper utfärdade av små eller nya företag och VC-fonder. Pensionsfonder blev snart de största investerarna på marknaden för onoterade aktier.
3. Aktieoptionslagen gjorde det möjligt att skjuta upp skatten till den tidpunkt då aktierna säljs, i stället för när optionerna utnyttjas. Den tidigare ordningen innebar risk att betala skatt på närmast fiktiva värden och att många överhuvudtaget inte hade råd att förvärva optioner.

Den anställde som löst sina optioner behöver sedan inte hålla aktien mer än ett år för att komma i åtnjutande av den kapitalvinstskattesats på 15 procent som 2003–2012 gällde för långa innehav.²⁵ I vissa fall kan det också vara möjligt att skjuta upp denna beskattning, så länge kapitalvinsten återinvesteras i samma slags bolag (Gilson och Schizer 2003).

Utan dessa reformer kanske inte VC-industrins imponerande tillväxtprocess startat. En viktig del av VC-bolags ekonomiska roll är att omvandla oacceptabelt riskfyllda affärsprojekt till en mer acceptabel risknivå genom att "poola" diversifierade portföljer av projekt. För att det skulle bli möjligt krävdes många förändringar av lagar och skattesatser. Det grundläggande motivet till dessa

²⁴ Diskussionen i detta avsnitt om USA är baserad på Fenn, Liang och Prowse (1995), Zider (1998) och Gilson och Schizer (2003).

²⁵ Utöver den federala skattesatsen kan delstatliga skatter tillkomma. I genomsnitt beräknas dessa höja kapitalvinstskatten med fyra procentenheter (Carroll och Prante 2012). Sedan 2013 är kapitalvinstskatten på långa innehav som lägst 0 procent för låginkomsttagare och som högst 23,8 procent för de som tjänar mer än 450 000 dollar per år.

förändringar var att harmoniera incitamenten för tre olika aktörer – investerare, VC-företag och nystartade högteknologiska företag – på ett sådant sätt att höga risker kunde hanteras samtidigt som riskerna för insiderhandel, asymmetrisk information och moralisk risk (*moral hazard*) kunde minimeras.

Optioner i praktiken i den amerikanska riskkapitalstödda sektorn

Att identifiera genuint entreprenöriella bolag med stor tillväxtpotential *ex ante* låter sig inte göras på ett enkelt sätt. En rimlig indikator – som också är den som används inom forskningen – är att bolaget fått finansiering av venturekapitalister. Användningen av optionsprogram är mycket utbredd bland denna kategori av företag i den amerikanska högteknologiska sektorn. Bland företag som fått riskkapital från VC-bolag ger ca tre fjärdedelar av företagen optioner till alla sina anställda (Hand 2008; Bengtsson och Hand 2010). De övriga begränsar tilldelningen av optioner till ledning och andra nyckelpersoner.

Hand (2008) undersöker för- och nackdelar med optionsprogram för entreprenöriella bolag. Han menar att optioner i VC-sektorn är “critical mechanisms through which technology-intensive and highly risky start-ups are able to attract, compensate, incent, monitor, and retain the right employees.” Det finns naturligtvis också kostnader för optioner, som måste vägas mot fördelarna. Hand (2008) drar slutsatsen att företag är sofistikerade i sin användning av optioner i bemärkelsen att de företag som använder sig mest av optioner har störst nytta av dem. Exempelvis har företag med en hög andel tekniskt kunnig personal och fler patent större skäl att försöka behålla sina anställda, och de använder sig också mer av optioner.

Murphy (2012) visar att amerikanska börsbolags vd-löner ökade kraftigt mellan 1970 och 2000, för att sedan sjunka tillbaka något. En hög och över tid ökande andel av vd-ersättningarna i USA utgörs idag av aktier och optioner. Historiskt har optioner främst använts som ersättning till amerikanska vd:ar i perioder då optioner varit skattegynnade jämfört med löner. Idag är den typen av optioner som är aktuella i noterade bolag i normalfallet inte skattegynnade. Skattesatsen för vd:ars optionsvinster är densamma som för lön.

Bengtsson och Hand (2011) diskuterar hur belöningsystem för anställda vd:ar är utformade i amerikanska VC-finansierade bolag, inte minst i form av optioner. Vd:n tilldelas genom aktier och optioner i genomsnitt 9 procent av företagsvärdet i det representativa urval av företag som studeras. Belöningsstrukturen är utformad för att belöna vd:ar som lyckas attrahera extern finansiering och de belönas mer ju svårare detta är. Nya finansieringsrundor medför att vd:s ägande i företaget späds ut, men detta kompenseras av att vd:n i det läget tenderar att belönas med ytterligare optioner. Bengtsson och Hand (2010) dokumenterar en likartad användning av optioner i amerikanska entreprenöriella företag där grundaren har ett mindre eller inget ägande kvar, dvs. där venturekapitalisterna dominerar ägandet. I dessa bolag är det mer sannolikt att de anställda erbjuds generösa optionsprogram i syfte att göra det mindre lockande för nyckelpersonal att lämna företaget och ta med sig strategiska tillgångar till konkurrenter.

Förutsättningarna i Sverige

Stora förhoppningar knöts till den svenska VC-marknaden i mitten av 1990-talet, men den kom aldrig att lyfta. Under 1980-talet började en VC-industri att växa fram även i Sverige. Fram till mitten av 1990-talet tillförde dessa företag dock inte särskilt mycket kapital till nya företagsetableringar eller till företag som befann sig i den första kritiska expansionsfasen (NUTEK 1994). Landström (1993) studerade företagsänglarnas roll och kom fram till att bara en fjärdedel av deras investeringar utgjorde såddkapital (tidig finansiering av ännu inte färdigutvecklade affärsprojekt) jämfört med mer än hälften i USA under samma period.

I förhållande till utköpsmarknaden var VC-marknaden liten i slutet av 1990-talet (Braunerhjelm 1999) och den har förblivit liten (Svensson 2011). VC-investeringarnas andel av de totala private equity-investeringarna, det vill säga VC plus utköpsbolag (företag som via belåning och med finansiella medel från institutionella investerare köper upp och omstrukturerar etablerade företag), har konsekvent legat under tio procent. Investeringarna i såddfasen har varit mindre än en procent av de samlade investeringarna (SVCA 2011a). År 2013 sjönk VC-investeringarna för femte året i rad, så att nivån 2013 var 63 procent lägre än 2008 (Leijonhufvud 2014).

Tillsammans med Storbritannien har Sverige däremot Europas största utköpsbolagssektor (Henrekson och Jakobsson 2012; Tåg 2012) och de investerade volymerna närmade sig återigen nivåerna före Lehmankraschen redan 2010 (SVCA 2011b). Den svaga utvecklingen för VC-finansiering i Sverige har lett till krav på statliga insatser i tidiga skeden, både i form av mjuka lån och som riskkapital. Många sådana system har också införts. Där finns i dag ca 50 aktörer (alltifrån Vinnova, ALMI, Industrifonden och AP-fonderna till rader av regionala fonder). Hur dessa samverkar, konkurrerar och överlappar – liksom vilka totaleffekter deras verksamhet har – vet vi dock relativt lite om. De undersökningar som har gjorts tyder på att resultaten av insatserna, med några undantag, varit nedslående (Svensson 2011). Endast en enda av dessa aktörer – Innovationsbron – har till uppdrag att investera i det tidiga skede där det är särskilt svårt att attrahera privata investerare och där offentliga insatser därför kan motiveras. Ironiskt nog upphörde Innovationsbron som självständig aktör 2013 och är numera en del av Almi.

Den stora skillnaden mellan utköps- och VC-bolagens tillväxt och avkastning (Söderblom 2011) är konsistent med vad vi bör förvänta oss utifrån skattebehandlingen av bl.a. optioner, vilken gör det näst intill omöjligt för externa investerare i nystartade tillväxtföretag att sluta effektiva avtal med grundare och andra nyckelmedarbetare.

Beskattning av optioner och andra instrument som ersättning för entreprenörsinsats och andra nyckelkompetenser

För att personaloptioner (eller likartade instrument som fyller samma funktion) ska kunna fungera som ett effektivt instrument för att lösa de incitamentsproblem som finns i entreprenöriella företag som i hög grad finansieras med externt kapital krävs att:

1. De kan ges till nyckelpersoner till ingen eller låg kostnad utan omedelbara skatteeffekter.
2. Det är möjligt att ha hembuds- och inläsningsklausuler där optionerna lämnas tillbaka utan ersättning ifall personen lämnar företaget innan de förfaller eller vissa i förväg avtalade milstolpar inte nås.
3. Vinster beskattas med en låg kapitalinkomstskattesats.

4. Ingen beskattning utlöses förrän den som ursprungligen fick optionerna har pengar i handen att betala skatten med, dvs. om optionerna sålts vidare (eller tillbaka till utställaren) mot kontant betalning eller de har blivit inlösta i aktier och om dessa aktier sedan sålts.
5. Inga sociala avgifter utgår för företaget.

Personaloptioner

I Sverige betraktas inte personaloptioner som ett värdepapper utan de ger mottagaren en rätt att i framtiden få köpa aktier till ett i förväg bestämt pris eller i övrigt på förmånliga villkor. Optioner kan ha inskränkande villkor som knyter dem till viss anställning eller uppdrag, vilket gör att rätten till försäljning kan vara begränsad. Utställaren kan ge optioner gratis eller till lågt pris och de kan i princip ha hur lång löptid som helst. Detta innebär att punkt 1 och 2 ovan är uppfyllda.

När optionen faktiskt utnyttjas till köp av aktier sker en omedelbar lönebeskattning av marknadsvärdet för de erhållna aktierna minus optionens lösenpris, samtidigt som företaget betalar sociala avgifter motsvarande detta värde. Den tidigare optionsinnehavaren äger sedan rätt att sälja aktierna när denne så önskar, där ytterligare värdestegring kapitalvinstbeskattas. Skattesatsen kan här variera mellan 20 och 57 procent beroende på om aktien är noterad eller onoterad, och på vilket sätt 3:12-reglerna är tillämpliga (se vidare kapitel 8).

När optionen utnyttjas och en beskattning på upp till 57 procent utlöses tvingas ofta den som fått optionerna att sälja stora delar av sitt innehav för att finansiera skattebetalningen. Om aktien är likvid, dvs. bolaget är noterat, behöver inte detta vara något större problem. Om det handlar om ett onoterat bolag kan det dock vara svårt att sälja aktierna. Utställaren av optionen vill också att den anställde av incitamentsskäl ska vara delägare i bolaget så länge denne finns i verksamheten. När väl optionerna lösts finns idag dock inga möjligheter att tvinga den som fick optionerna att behålla de erhållna aktierna, såvida inte ett separat avtal härom ingås.

Med andra ord uppfyller skattereglerna för personaloptioner inte punkt 3, 4 och 5 ovan. Optioner kan därför inte användas som

ett effektivt instrument för att lösa de incitamentsproblem som finns i entreprenöriella företag i Sverige idag.

Teckningsoptioner

Sedan 2009 är det rättsligt klarlagt att ett företag kan ställa ut teckningsoptioner med förfoganderättsinskränkningar utan att instrumentets karaktär av värdepapper går förlorad. I praktiken innebär det att den anställde måste sälja tillbaka optionerna till företaget till det lägsta av anskaffningsvärdet och marknadsvärdet om optionsinnehavaren vill överlåta optionerna eller avsluta sin anställning. Därmed kan punkt 2 ovan i praktiken uppfyllas.

Förutsatt att det finns externa ägare som har en ägarandel på minst 30 procent tillämpas normalt den s.k. utomståenderegeln, vilket gör att all kapitalvinst på teckningsoptionerna och därigenom erhållna aktier beskattas med en skattesats på 25 procent.²⁶ Om det handlar om innovationsbolag där VC-fonder är delägare torde utomståenderegeln i normalfallet vara tillämplig. Därmed är även punkt 3 ovan uppfylld.

För att ingen skattepliktig förmån ska uppstå måste teckningsoptionen köpas till marknadspris. I den mån sådana optioner ställs ut i det allra första skedet då några externa finansieringsrundor ännu inte genomförts är detta sällan något problem. Då är företaget mycket lågt värderat. Men om teckningsoptioner ska ställas ut till nyckelpersoner i samband med en extern finansieringsrunda, vilket är det normala (det är ju i regel VC-bolaget som ser till att optionerna ställs ut), då blir läget ett annat. Värderingen blir då hög, eftersom VC-bolaget genom sin diversifiering har en avsevärt mindre risk och därigenom värderar innehavet klart högre än en enskild anställd.

En teckningsoption värderas standardmässigt med hjälp av Black–Scholes formel.²⁷ De parametrar som avgör priset som måste betalas för optionen (för att undvika att drabbas av en skattepliktig förmån och sociala avgifter på denna) är aktiens marknadsvärde enligt VC-bolaget när optionen ställs ut, optionens lösenpris, optionens löptid, den riskfria räntan och volatiliteten i aktien.

²⁶ Denna regel beskrivs närmare i kapitel 8.

²⁷ Denna modell utvecklades ursprungligen av Black och Scholes (1973) och möjliggjorde prissättning av optioner.

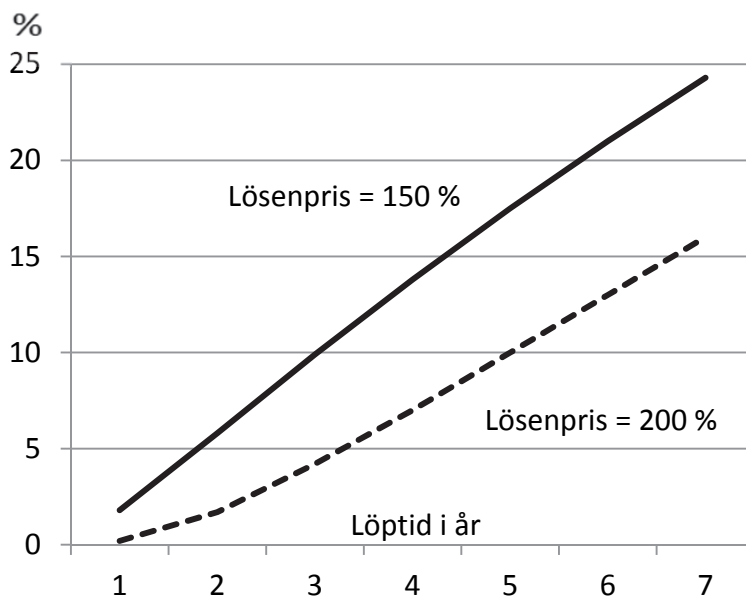
Volatiliteten brukar normalt sättas till 30 procent.²⁸ Utställaren av optionen har intresse av att denna har en lång löptid, men ju längre löptiden är, desto högre blir det pris optionsköparen måste betala. Hur sambandet mellan löptid och pris ser ut anges under två representativa förutsättningar i *Diagram 6.1*. Om t.ex. lösenpriset är 50 procent högre än dagens värdering och löptiden är sex år, då kostar optionen 21 procent av den underliggande aktien.

Antag att ett VC-bolag har kommit in som extern ägare och detta har givit en värdering av bolaget på 50 miljoner kronor. Samtidigt har de rekryterat en extern vd som de vill ska teckna optioner motsvarande 10 procent av bolaget där optionerna ger vd:n rätt att teckna sig för dessa aktier till ett totalt pris av 7,5 miljoner kronor (150 procent av dagens värdering). Då kostar dessa optioner $0,21 \times 5$ miljoner = 1,05 miljoner kronor. För att denna affär ska gå med vinst måste de 10 procent av aktierna i bolaget som optionen avser ha stigit i värde från 5 till 8,83 miljoner kronor eller 77 procent. Dels är lösenpriset 7,5 miljoner kronor, dels krävs en ökning för att motsvara optionskostnaden på 1,05 miljoner kronor och denna ska också finansieras (vi antar en ränta på 4 procent för denna finansiering).²⁹

²⁸ Paradoxalt nog förutsätter användningen av Black-Scholes formel för optionsvärdering att aktien är marknadsnoterad så att en historisk volatilitet kan skattas. Med andra ord används en värderingsmodell som egentligen inte går att använda! Se Triana (2009) för en skarp kritik av formeln och dess användning för prissättning av instrument på finansiella marknader.

²⁹ Finansieringskostnaden blir då $1,046 \times 1,05$ miljoner kronor = 1,33 miljoner kronor.

Diagram 6.1 Teckningsoptionens marknadspris vid utställningstidpunkten som andel av aktievärdet i procent.



Anm.: Priset ovan har räknats fram med Black–Scholes formel, vilket är standard. Följande antaganden har gjorts: lösenpriset vid förfalltidpunkten är antingen dubbelt så högt som eller 50 % högre än marknadsvärdet då optionen förvärvas; den riskfria räntan har satts till 3 %; Volatiliteten (standardavvikelsen) har – i linje med praxis – satts till 30 %. Priset är mycket känsligt för vilken volatilitet som antas; om man t.ex. ökar volatiliteten till 40 % stiger priset med mer än 100 % för en option med lösenpris på 200 % av nuvarande aktievärde och en löptid på tre år.

Källa: Numa.com.

Om företaget i stället vill ge teckningsoptionen gratis till den nyanställda vd:n uppstår en skattepliktig förmån på 1,05 miljoner kronor. Om företaget med lön vill kompensera vd:n för den förmånsskatt som då uppstår krävs en extra löneutbetalning på 1,39 miljoner kronor (givet en marginalsatt på 57 procent) och inklusive sociala avgifter blir företagets totalkostnad för detta 1,83 miljoner kronor.

Ett sätt att hålla nere priset som måste betalas för teckningsoptionen är att förkorta löptiden. Det har andra nackdelar eftersom den tidpunkt vid vilken optionsinnehavaren måste köpa den underliggande och illikvida aktien då ligger nära i tiden. Det finns inga möjligheter att i efterhand förlänga löptiden på optionen, eftersom det innebär att tjänstebeskattning utlöses på optionens ökade värde plus sociala avgifter för företaget. Det finns flera ytterligare nackdelar:

- Bolaget kan visserligen normalt låna ut pengar för optionsförvärv, men om lånet skrivs av, t.ex. därför att optionen blir värdelös, utgör det en skattepliktig löneförmån. Dessutom är det inte attraktivt för företaget att ge krediter till egna nyckelpersoner för att investera i tillgångar med mycket hög risk.
- I teorin skulle företaget kunna köpa tillbaka teckningsoptionen till dess teoretiska värde vid löptidens slut, så att optionsinnehavaren därmed slipper den stora finansiella risk som det innebär att köpa de underliggande aktierna. Detta betraktas då aktiebolagsrättsligt som en kapitalanvändning, vilket förutsätter utdelningsbara medel (i praktiken att bolaget gått med vinst). Om det är ett innovationsbolag med svagt kassaflöde finns ofta heller inte resurser till återköp av optioner. Dessutom går man då också miste om just den incitamentseffekt som ligger i att den som fått köpa optionerna efter optionslösen blir delägare i bolaget.

Om innehavaren av teckningsoptionerna vid löptidens slut väljer att teckna sig för aktierna uppstår däremot ingen kapitalvinst. Förutsatt att teckningsoptionen från början köpts till marknadspris uppstår således inga skattebetalningar förrän den underliggande aktien slutligen säljs, vilket gör att punkt 4 kan uppfyllas. Om inga misstag görs kan även punkt 5 ovan uppfyllas, dvs. företaget kan ge ut teckningsoptioner till anställda utan att drabbas av sociala avgifter. Däremot är inte punkt 1 uppfyllt: optionerna kan inte ges till ingen eller låg kostnad utan omedelbara skatteeffekter.

Det största problemet med teckningsoptionerna är dock att de innebär ett finansiellt risktagande på en nivå som ofta är omöjlig att hantera för en genomsnittsperson i den tänkta målgruppen. De experter vi talat med på de ledande byråer som utformar optionsprogram av denna typ menar att en smärtgräns för ett finansiellt risktagande för en yngre nyckelperson under den absoluta ledningsnivån ligger runt 30 000 kronor. Detta belopp är av en helt annan storleksordning än vårt exempel ovan. Om sedan optionen ska lösas in i aktier handlar det i regel om belopp som är 5–20 gånger högre beroende på löptid och lösenpris (se *Diagram 6.1*).

För utköpsbolagen är situationen den omvända; dem passar dagens teckningsoptionsregler som hand i handske.³⁰ När ett utköpsbolag – t.ex. Altor, Nordic Capital eller EQT – köper ett

³⁰ Här råder viss begreppsförvirring. Utköpsbolagen benämns ofta felaktigt private equity. Den senare termen är en samlingsterm för venture capital-bolag som investerar i tidiga faser och utköpsbolag som köper mogna företag som de omstrukturerar för att sedan sälja vidare.

bolag för att utveckla och omstrukturera detta läggs ägandet i ett holdingbolag. Holdingbolaget är högt belånat och har en "preferensaktiestruktur" där de externa finansiärerna är garanterade en förhållandevis hög avkastning (typiskt sett 8–12 procent) på det utlånade kapitalet innan "stamaktierna" får del av överskottet. När vd:n och andra ledningspersoner köper aktier och/eller teckningsoptioner till marknadspris i detta högt belånade holdingbolag erhåller de därför en betydande ägarandel till en hanterbar kostnad. Här handlar det också om bolag med positivt kassaflöde, dvs. risken är mindre. Således kan samma regelverk för teckningsoptioner som inte fungerar i VC-sektorn, ofta användas med stor framgång i utköpssektorn. Där kan således ledningspersoner få effektiva incitamentsavtal till en hanterlig kostnad, utan skatteeffekter för bolaget, ingen beskattning för förmånstagaren förrän denne har pengarna i handen och med en låg skattesats på 25 procent. I detta fall är samtliga fem villkor för att instrumentet ska vara effektivt uppfyllda.

Några ytterligare komplikationer

Förutom att personaloptioner, vilket vore det bästa instrumentet ur incitamentssynpunkt, i praktiken inte kan användas kan även andra problem uppstå. I onoterade bolag med en snäv ägarkrets träffas även teckningsoptioner av fåmansbolagsreglerna. De möjligheter till lågbeskattad kapitalvinst som kan upparbetas med hjälp av lönesummeregeln gäller bara aktier och inte optioner, vilket gör att innehavaren av teckningsoptioner inte under löptiden tillgodogör sig något gränobelopp (se vidare kapitel 8), som kan möjliggöra att kapitalvinstskatten sänks till 20 procent.

Därmed finns risken att de nyckelmedarbetare man vill knyta till sig genom optionerna lämnar för tidigt, exempelvis att aktier tecknas i samband med att företaget erhåller en hög värdering när en ny finansieringsrunda genomförs i ett mycket förmånligt marknadsläge.

Den svenska skattelagstiftningen tillåter heller inte de stora värderingsskillnader mellan stam- och preferensaktier som blivit praxis i andra länder. Detta gör att ett utställande av optioner till nyckelmedarbetare i samband med en extern finansieringsrunda innebär att optionerna åsätts ett mycket högt värde; priset avspeglar värdet för ett diversifierat VC-bolag, inte för en enskild

person som både har begränsade eller inga finansiella nettotillgångar och redan har ett mycket högt risktagande i bolaget genom att anställningen innebär att det egna humankapitalet är investerat i verksamheten. Att köpa optioner till marknadspris innebär då ett högt risktagande och är i många fall omöjligt, eftersom medarbetarna saknar tillräcklig egen förmögenhet. Att beräkna optionens värde på basis av det investerande VC-bolagets värdering av den underliggande aktien innebär således 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 är det enklaste sättet för grundaren att få en låg kapitalbeskattnig (på stora delar av köpeskillingen) att så snart externa ägare kommer in, sälja hela företaget och lämna helt och hållet. Då uppnås dock inte det som så ofta visat sig avgörande för att bygga ett värdefullt företag, nämligen ett avtal där entreprenören har starka incitament att bygga kapitalvärden genom att denne garanteras en framtida ägarandel i företaget. Självfallet bortfaller också möjligheten till etappvis finansiering (*staged financing*) och de fördelar detta har genom att skapa många tillfällen att utvärdera resultaten och kunna begränsa nedsidan så mycket som möjligt. I stället blir den initiala investeringen stor, vilket ökar kraven på tillväxt och avkastning. Dessutom ökar risken och de löpande kostnaderna genom att grundaren lämnat verksamheten och nyckelmedarbetare kräver en högre löpande ersättning i form av lön när optionsinstrumentet inte kan användas.

Om grundaren blir kvar kommer denne i stället att behålla kontrollen under företagets hela utveckling fram till en börsnotering eller *trade sale*. Externa ägare kan inte ta kontroll över bolaget som de kan göra i USA och samtidigt behålla grundaren och andra nyckelmedarbetare i bolaget så länge detta är gynnsamt för bolagets utveckling genom att grundaren erhåller optioner som återigen kan göra denne till huvudägare under förutsättning att bolaget utvecklats i enlighet med den uppgjorda affärsplanen (som kan ha reviderats under resans gång). Denna omständighet ökar de externa ägarnas risk och minskar värdet av att de engagerar sig i företagets ledning.

Effekten av ett högt skatteuttag på vinster som härrör från personaloptioner kan ytterligare klargöras genom en analogi till ett erbjudande om deltagande i ett lotteri. Antag att ett VC-bolag gör

tio investeringar på 10 miljoner kronor styck med en investeringsperiod på fem år, och att nio blir värdelösa och en ger 50 gånger pengarna.

För en anställd i ett bolag blir frågan: Vad är jag beredd att betala nu för en andel på 10 procent? Kravet är att jag stannar och arbetar heltid i företaget i fem år; om jag slutar tidigare får jag ingen andel. Då optionen erhålls utan betalning består betalningen i ett antal andra komponenter såsom en i många fall lägre löpande ersättning än i en alternativ anställning och en ökad risk att det företagsspecifika humankapital individen bygger upp genom att arbeta i företaget blir värdelöst om företaget läggs ner. "Lotteriet" ser ut på följande sätt:

1. 90 procents sannolikhet att optionen blir värdelös.
2. 10 procents sannolikhet att den blir värd 50 miljoner kronor om 5 år.

Väntevärdet på optionen utan skatt är 5 miljoner kronor, vilket också är värdet för en riskneutral person, eller en miljon kronor per år i företaget. För en riskavert person är värdet lägre. Det är antagligen tillräckligt för att personer som inte är osedvanligt riskaverta ska anse det värt att säga upp existerande karriärer och satsa minst fem år i företaget.

En skatt på 67 procent sänker optionens värde till knappt 1,7 miljoner kronor för en riskneutral person, dvs. 330 000 kronor per år. Incitamentet att lämna sitt existerande jobb, trots att företaget vid framgång är värt 500 miljoner kronor är inte längre särskilt starkt.

Skatter i kombination med den låga sannolikheten för framgång åter snabbt upp avkastningen *ex ante*, och det är just *ex ante* som beslut fattas. Argumentet att framgångsrika företagare tjänar mycket stora summor och inte låter sitt beteende påverkas av skatter bortser från att beslut fattas i förväg under osäkerhet, med stor (icke-kalkylerbar) sannolikhet för förlust.

Skatter och venture capital-finansierat entreprenörskap i tolv länder

Vi har hittills i detta kapitel förklarat hur optioner kan användas för att lösa många av de incitamentsproblem som finns i entreprenöriella innovationsbolag där risken att misslyckas är mycket hög, men avkastningen vid framgång kan bli exceptionellt stor. De

empiriska beläggen för att optioner verkligen kan göra skillnad och att skattereglernas utformning är avgörande för om de kan användas kommer i hög grad från USA. I detta avsnitt presenteras en första studie för tolv länder för att få en indikation på om beläggen från USA kan generaliseras.

Det finns idag begränsad forskning om det empiriska sambandet mellan skatter på optioner och entreprenörskap. En orsak är att den effektiva optionsskattesatsen är komplex och därför svår att entydigt beräkna i varje land. Därför blir den också svår att sammanfatta i en siffra.

Vi har i samarbete med revisions- och konsultföretaget PwC genomfört ett projekt där vi räknat ut optionsskatten i tolv olika länder inklusive Sverige. Länderna är USA, Kina, Singapore, Hongkong, Tyskland, Storbritannien, Frankrike, Italien, Spanien, Nederländerna, Sverige samt Danmark. Det inkluderar således världens två största samt Europas fem största ekonomier. Viktiga kriterier när vi valde ut länder var: ekonomisk betydelse, jämförbarhet och institutionell variation.

Ett standardiserat typscenariö över ett entreprenöriellt företag som använde sig av optionskontrakt utarbetades av oss. PwC:s lokalkontor i respektive land räknade ut den effektiva skattesats som skulle åläggas vinsten på optionerna i varje land för år 2012. Scenariot är följande:

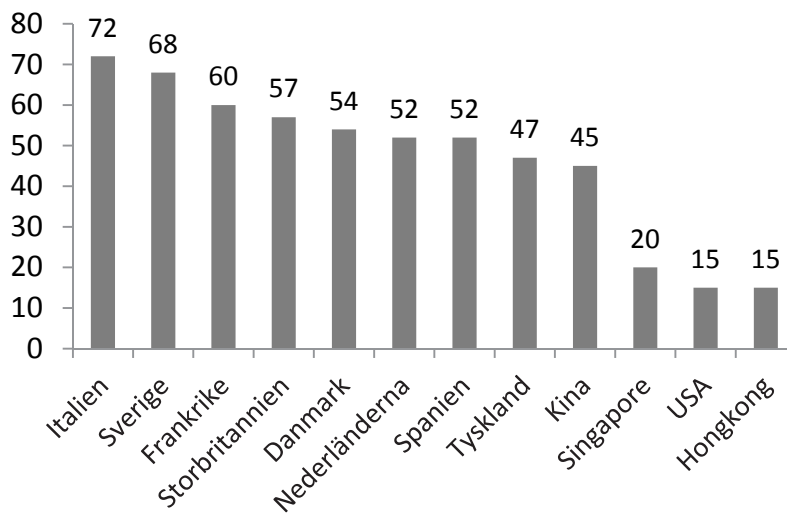
- Företaget startas av en grundare och det initiala kapitalbehovet är försumbart.
- Intresse väcks hos ett venture capital-bolag efter ett år. Grundaren saknar möjlighet att själv gå in med mer kapital.
- Venture capital-bolaget köper hela företaget. Grundaren får samtidigt option på att efter sju år köpa tillbaka 25 procent av företaget för nominellt pris på aktierna (en mycket låg summa).
- År tre rekryteras en vd. Vd:n får option på att köpa tio procent av företaget till nominellt pris. Företagets värde är då 35 miljoner kronor.
- År åtta är företagets värde 130 miljoner kronor.
- Grundare och vd löser då optionerna och företaget säljs med betalning i aktier i köpande företag.

Inte heller i detta standardiserade fall kan skattebelastningen entydigt räknas fram i respektive land. I vissa av de jämförda

länderna finns positiva särregler som kan sänka skatten. Andra, mer komplicerade och kapitalkrävande alternativ till personaloptioner för grundare och nyckelpersoner kan även finnas, till exempel teckningsoptioner i Sverige.³¹

Diagram 6.2 visar den effektiva skattesatsen för grundare och externrekryterad vd i de 12 olika länderna. Det finns en betydande variation, från 72 procent i Italien till 15 procent i USA och Hongkong. Notera att beräkningen är för år 2012, USA har sedan 2013 ökat dessa skattesatser till 20 procent för vissa höginkomsttagare, medan det fortfarande är 15 procent för andra. Sverige har den näst högsta skattesatsen av de tolv länderna, med en effektiv skattesats på 68 procent. Detta beror på att optionerna beskattas som inkomst av tjänst och beskattas med kommunalskatt, statlig skatt samt arbetsgivaravgifter. Arbetsgivaravgifter är på marginalen inte förmånsgrundande för höginkomsttagarna i exemplet och utgör därför en ren skatt.

Diagram 6.2 Optionsskattesatser i tolv länder (%).



³¹ Det finns de som menar att teckningsoptioner är ekvivalenta med optioner i meningen att samma incitamenteffekter kan skapas med hjälp av dessa. Något som talar emot att så är fallet är att teckningsoptioner nästan inte alls används.

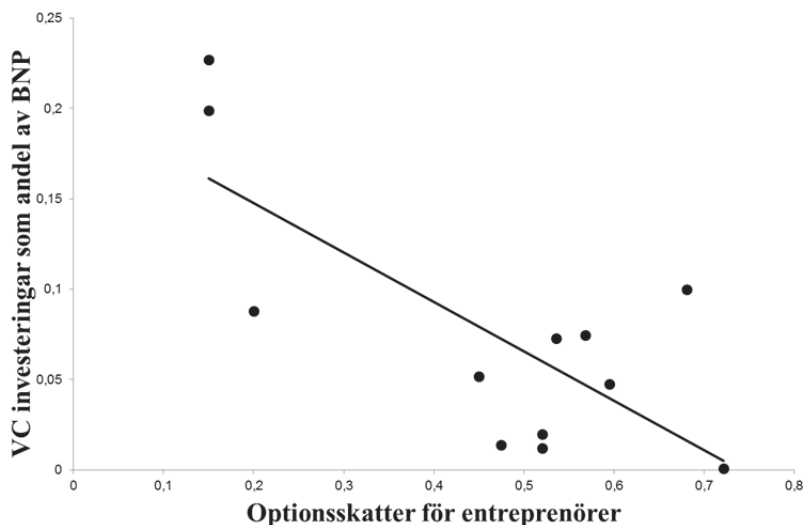
Tabell 6.1 Venture capital-investeringar som andel av BNP i tolv länder (%).

Land	%	Land	%
Italien	0,075	Nederl.	0,020
Sverige	0,099	Tyskland	0,014
Frankrike	0,047	Kina	0,052
Storbr.	0,075	Singapore	0,088
Danmark	0,073	USA	0,199
Spanien	0,012	Hongkong	0,227

Källa: Lerner och Tåg (2013).

För att undersöka om det finns ett samband mellan skatter och entreprenörskap har vi korrelerat skattesatsen med venture capital-investeringar som andel av BNP (i procent). Dessa har beräknats av Lerner och Tåg (2013). I *Tabell 6.1* redovisas venture capital-investeringar som andel av BNP. Sambandet mellan skattesats och venture capital-investeringar visas i *Diagram 6.3*.

Diagram 6.3 Sambandet mellan venture capital-investeringar och skatten på optioner i tolv länder



Då urvalet av länder är litet och då vi saknar exogen variation i skattesatserna bör resultaten tolkas med stor försiktighet. Korrelationen är statistiskt signifikant, trots att det endast ingår tolv länder. Det finns en negativ och statistiskt signifikant korrelation mellan

skattesatsen och storleken på venture capital-investeringarna även när vi kontrollerar för BNP per capita samt Världsbankens mått på regleringar.

De resultat från vår egen studie som redovisas här är i linje med andra studier. Da Rin m.fl. (2006) studerar VC-aktivitet i 14 europeiska länder (inklusive Sverige) mellan 1988 och 2001. De finner att länder med lägre kapitalvinstskatter hade mer högteknologiskt företagande och mer VC-investeringar i tidiga faser. Cumming (2005a) studerar en panel av entreprenöriella företag i Kanada och finner att användningen av aktiekonvertibler ökade signifikant efter att den kanadensiska kapitalvinstskatten sänktes. Studien argumenterar utifrån detta att beskattningsreglerna påverkar hur avtalen mellan entreprenörer och riskkapitalister utformas. Cumming (2005b) visar att amerikanska venturekapitalister som förlitar sig på aktiekonvertibler i USA använder detta instrument mindre ofta i avtal med kanadensiska entreprenörer. Enligt Cumming tyder detta på att mindre bruk av konvertibler reflekterar skillnader i regelverk och skatter och inte kulturskillnader mellan kanadensiska och amerikanska venturekapitalister.

Avslutande diskussion om optionsbeskattning

Oräkneliga politiker, opinionsbildare och intressegruppsföreträdare har under senare år ställt sig frågan: Hur kan vårt land eller vår region bli mer som Silicon Valley? De svar som forskningen ger på denna fråga sammanfattas väl av Lerner (2009). Politiken har en avgörande betydelse genom att säkerställa bra spelregler. Det måste vara privatekonomiskt lönsamt för individer med värdefull kunskap och redan välbetalda jobb att pröva på nyföretagande, lönsamt för annan nyckelpersonal att redan innan framgången är säkerställd gå in i företaget och lönsamt för kompetenta kapitalister att stödja investeringen. Politikens huvuduppgift blir således att "kratta i manegen".

Det är med andra ord villiga entreprenörers *efterfrågan* på riskkapital snarare än utbudet som är den främsta flaskhalsen (Gompers och Lerner 1998). Finansiering av entreprenöriella företag utgör endast en bråkdel av det samlade riskvilliga kapitalet i ekonomin. Därför är ökat utbud av kapital i sig inte viktigt för att främja innovativt entreprenörskap. Det handlar snarast om att

skapa förutsättningar för att utbudet av redan existerande riskvilligt kapital ska möta efterfrågan från entreprenörer. Skattelagstiftningen bör inte omöjliggöra de kontraktslösningar som vuxit fram för att minska de stora och ofrånkomliga principal-agent-problemen. Det innebär att det är viktigare med rimligare beskattning av personaloptioner och kapitalvinster vid aktieförsäljningar i onoterade bolag än med riskkapitalavdrag eller att offentliga medel via fondbildningar öronmärks för investeringar i entreprenörsföretag.

Vidare bör generella åtgärder förstärka de strukturer (branscher, klusterbildningar, kontraktformer) som uppstått spontant på marknaden, ofta som resultatet av en lång process av lärande och experiment. De lösningar som utvecklats organiskt på detta sätt bör vägleda även de offentliga insatserna. Det är viktigt att offentliga insatser inte tränger undan privata finansiärer, eller att de för över resurser till entreprenörsföretag av låg kvalitet som saknar förutsättningar att attrahera privata finansiärer.

Att få ett nystartat innovationsföretag att växa och bli framgångsrikt är en komplex uppgift. Det kräver att flera slags aktörer med olika intressen samarbetar i en svårnavigerad ekonomisk terräng. Lösningar för att hantera dessa transaktionskostnader har utvecklats spontant i framför allt Silicon Valley. Optioner till entreprenörer och andra nyckelmedarbetare är en central komponent i detta. Optioner möjliggör lägre lönekostnad för att tidigt knyta till sig duktiga grundare och nyckelpersonal. De ger investerare möjlighet att gradvis ta ifrån grundaren kontrollen om företaget underpresterar. Detta samtidigt som entreprenören belönas med finansiell avkastning och kontroll (vilket för många är viktigare) över sitt företag om satsningen blir framgångsrik. Aktieoptioner kan därför erbjuda en effektiv lösning på reella transaktionsproblem i företags tidiga utvecklingskedan.

I Sverige har användningen av optionsinstrumentet för detta syfte förhindrats av skattelagstiftningen, vilket ger en hög – i praktiken prohibitiv – beskattning av avkastningen på sådana optioner. Det är inte osannolikt att detta har hämmat entreprenörskap i Sverige. Det är även möjligt att detta bidragit till att driva över riskkapital till uppköp av mogna företag i stället för till experiment med nya företag. Entreprenörssektorn är viktig för innovation och förnyelse, men förhållandevis obetydlig rent finansiellt, vilket innebär att skatteintäkterna i fråga är näst intill försumbara i en riktad reform. En reformering av skattebehand-

lingen av personaloptioner vore därför ett både billigt och effektivt sätt att förbättra klimatet för nya, snabbväxande företag i Sverige, ett mål som alla politiska partier är överens om.

I en expertrapport till Företagsskattekommittén (Henrekson och Sanandaji 2012b) föreslår vi att vinster på personaloptioner, teckningsoptioner och konvertibler knutna till anställningen beskattas som kapitalinkomst och heller inte beläggs med sociala avgifter i det fall den anställde erhåller dem till ett pris som anses ligga under marknadsvärdet. Då skattesatsen redan idag är 25 procent på kapitalvinster och utdelningar i onoterade bolag för utomstående ägare och i det fall det finns utomstående som äger minst 30 procent av företaget, menar vi där att det rimligt med en skattesats på 25 procent även i dessa fall. Villkor om inlåsnings under en viss tid (t.ex. ≥ 3 år) bör krävas för att denna lägre skattesats ska vara tillämplig.

Det värde som byggs upp i ett tillväxtföretag skapas genom en kombination av entreprenörens och nyckelpersoners arbetsinsats samt företagets kapital. Vi har tidigare argumenterat för synen att det i detta fall inte är meningsfullt att dela upp avkastningen i ersättning till arbete respektive kapital, utan att det bör ses som avkastning på entreprenörskap. Även om det är svårt att dela upp det i sina komponenter är det givetvis så att det krävs arbetsinsats för att skapa värde i tillväxtföretag. Om optioner beskattas som kapitalinkomst innebär det därför att vissa arbetsinsatser i entreprenöriella företag beskattas lägre än konventionellt arbete, vilket kan uppfattas som orättvist.

Låt oss därför återigen betona att den lägre och platta skatten på kapitalinkomster jämfört med arbetsinkomster i det svenska skattesystemet aldrig motiverats av rättviseskäl. Tvärtom leder den nu gällande principen till att höginkomsttagare, som i vissa fall inte själva tjänat ihop till utan ärvt sin förmögenhet, beskattas lägre än löntagare. De lägre skatterna på kapital i det svenska skattesystemet har motiverats med effektivitetsskäl och hänvisning till teorin om optimal beskattning. Kapital betraktas som mer skatte-känsligt än lönearbete, vilket motiverar den lägre skattesatsen. Vi menar att entreprenörsinsatser också är mer skatte-känsliga än lönearbete. Samma effektivitetsargument som motiverat att kapital beskattas lägre och med en platt skattesats motiverar även att ersättning för entreprenörsinsatser beskattas på samma sätt. I själva verket menar vi att effektivitetsargumenten för en lägre beskatt-

ning är starkare när det gäller entreprenörskap än för passiva investeringar.

Här kan också noteras att regeringen den 7 mars 2014 tillkännagav direktiven för utredningen Skatteregler för incitamentsprogram (Dir. 2014:33). Utredningens syfte är att ”åstadkomma konkurrenskraftiga regler för att öka möjligheterna att attrahera och behålla nyckelkompetens samt främja tillväxt.”



7 Effekter av olika beskattning av lånat och eget kapital

I stort sett alla länder har en lägre beskattning av ersättningen till lånat kapital jämfört med ersättningen till eget kapital. I regel uppstår denna effekt genom att ersättningen till lånat kapital – räntor – är en avdragsgill kostnad för företaget, medan ersättningen till eget kapital – utdelningar – inte är avdragsgill utan först belastats med bolagsskatt. Ju högre bolagsskattesatsen är, desto mer skattegynnad blir därmed lånefinansiering relativt finansiering med eget kapital.

Syftet med detta kapitel är att diskutera effekterna av att lånefinansiering är skattemässigt gynnad. Det finns skäl att förvänta sig att en sådan asymmetri kommer att påverka företags agerande dvs. investeringsvolym och investeringsprojekt, och att bidra till att snedvrیدا ägar- och branschstrukturen i riktning mot ägarkategorier, företag och branscher som kan finansiera en större del av sin balansräkning via lån. I genomsnitt kan vi också förvänta oss att skuldsättningsgraden blir högre i företagssektorn som helhet. En viktig aspekt är här i vilken utsträckning detta kan påverka den makroekonomiska stabiliteten i ekonomin.

Skuldsättning, ägarstruktur och företagsstruktur

I likhet med nästan alla andra länder behandlar det svenska skattesystemet lånefinansiering lindrigare än finansiering genom eget kapital, då räntekostnader är avdragsgilla. Det innebär att skattesystemet inte är neutralt mellan finansieringsformer, utan främjar lånefinansiering jämfört med eget kapital. Ett flertal studier påvisar att högre bolagsskatt leder till högre belånade företag (t.ex. Gordon och Lee 2001, Desai, Foley och Hines 2004, Huizinga, Laeven och Nicodeme 2008 och Egger m.fl. 2010).

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

Enligt IMF 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 immateriellt snarare än fysiskt kapital. Likaså missgynnas nystartade entreprenöriella företag jämfört med mogna företag, även i samma bransch.

Rajan och Zingales (1995) visar 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. Av affärsmässiga skäl har vissa branscher en högre belåningsgrad än andra, t.ex. när fastigheter och andra belåningsbara tillgångar utgör en större del av balansräkningen. Fastighetsföretag har lättare att få lån än IT-företag och forskningsbolag inom biotech, för att ta en enkel jämförelse. Därför kommer olika branscher att ha olika belåningsgrad även i ett neutralt skattesystem. När skattesystemet gynnar lånat kapital kommer detta leda till att de branscher och företag som redan har hög belåning får en *de facto* skattesubvention och gynnas relativt branscher med lägre belåningsgrad. Det faktum att den svenska fastighetsbranschen är mer belånad än den svenska IT-branschen innebär att den senare missgynnas av skattesystemet, trots att IT-företag är mer innovativa än fastighetsföretag. Utöver att ett skattesystem som gynnar belåning omfördelar resurser från företag och branscher med låg till hög belåning leder det även till att belåningsgraden ökar relativt den affärsmässigt optimala nivån.

Den ojämna spelplanen har ofta försvarats med att företagen alltid kan välja det företagsekonomiskt lönsammaste sättet att finansiera sig. Detta har (i varje fall i teorin) 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 missgynnas. Andra former av kapital är kunskap, varumärken, patent, organisatoriskt kapital och entreprenöriell talang. 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 kan förväntas bli optimal utan snedvrids av skattesystemet.

Hög belåningsgrad, framför allt i finansiella företag och fastighetsföretag, leder samtidigt till högre systemrisk i samhällsekonomin. Övuntade förluster i högt belånade företag leder oftare till konkurs och genom kedjereaktioner kan detta drabba andra företag. Till skillnad från lånefinansiering fungerar eget kapital i dessa situationer som en buffert och minskar volatiliteten (Rogoff 1999, 2011). Problemet med allt för hög lånefinansiering var tydligt under den svenska finanskrisen i början av 1990-talet, under Asienkrisen 1997 och krisen 2008–2009 i USA och flera europeiska länder. OECD (2013) menar att hög belåning bland både hushåll och företag både kan skapa och förvärra makroekonomiska kriser. Internationella kapitalflöden är relativt stabila när det gäller direktinvesteringar, men instabila när flödena härrör från arbitrage för att utnyttja skillnader i olika länders skatteregler.

Hur avgörande skillnaden mellan lånefinansiering och finansiering genom eget kapital kan vara för volatiliteten i ekonomin illustreras i en jämförelse av utfallet efter att den amerikanska IT-bubblan brast 2000–02 och efter att den amerikanska bolånebubblan brast 2007–09 (Gjerstad och Smith 2009). I det första fallet utplånades ca 10 000 miljarder dollar av börsvärdet, i det andra fallet ”endast” ca 3 000 miljarder dollar i fastighetstillgångar.³² 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

³² För att få en känsla för hur stora dessa belopp är kan en jämförelse göras med det totala börsvärdet på Stockholmsbörsen. I januari 2014 var detta ca 750 miljarder dollar.

bestod huvuddelen av finansieringen av olika former av låneskulder. När tillgångarna föll i värde utplånades den lilla andel eget kapital som företagen och fastighetsägarna hade som buffert.

Många finansiella företag hamnade på obestånd. När tillgångspriserna föll och finansmarknaderna 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, följer att lånefinansiering kan ge upphov till en negativ extern effekt på hela samhällsekonomin. En liknande 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 kapitalskattestrukturen. 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 EU-kommissionen vilka välfärdsvinster som skulle kunna uppnås genom att skapa neutralitet mellan lån och finansiering med eget kapital. De drar slutsatsen att en reform där ränteavdrag avskaffas och där besparingen helt används till lägre bolagsskatter igenomsnitt 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 välfärdsvinst på 1,9 procent av BNP. Enligt uppskattningen skulle den svenska bolagsskatten kunna sänkas till under 15 procent 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 lånat och eget kapital. Enligt författarna motsvarar det nästan 40 000 nya jobb. Företagens skuldsättningsgrad förväntas också sjunka avsevärt, vilket skulle bidra till lägre systemrisk.

Det finns potentiella samhällsekonomiska vinster med 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 systemrisk.

Ett annat sätt att uppnå ökad likabehandling mellan eget och lånat kapital är att reducera den ekonomiska dubbelbeskattningen av eget kapital i ägarledet. Inom EU fanns tidigare (bl.a. i Finland) ett gottgörelsesystem för bolagsskatt (*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, ansåg EU-domstolen (Case C-319/02 – Manninen) att denna olikbehandling inte var förenlig med EU-fördraget. Gottgörelsesystemet för bolagsskatt används därför inte länge i Europa.

Ofta beskattas olika ägare till 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 vad fysiska ägare har i Sverige. Ägarskattesatsen i Sverige uppgår i normalfallet till 30 procent både på utdelningar och kapitalvinst. Ernst & Young (Carroll m.fl. 2012) gjorde på uppdrag av Svenskt Näringsliv en omfattande studie av ägarskatter. Studien, som omfattar EU, OECD och BRIC-länderna, undersöker maxnivåer för skatt på utdelning och kapitalvinster år 2012. Det ovägda genomsnittet för den högsta skattesatsen för utdelningar i OECD låg på 22 procent och i EU på 21 procent (i båda fallen avses genomsnittet exklusive Sverige). Motsvarande genomsnitt för den högsta kapitalvinstskatten på långa innehav var 16 procent i OECD och knappt 17 procent i EU. I BRIC-länderna var snittet betydligt lägre för båda skatteslagen. Särskilt kan noteras att kapitalvinstskatten var noll procent i både Kina och Indien.

Ett annat sätt att minska skillnaderna mellan eget och lånat kapital skulle vara att sänka den svenska kapitalskatten på utdelningar och kapitalvinster. En sänkning av kapitalinkomstskatten skulle dessutom ha en rad andra positiva effekter för finans- och penningpolitiken (Andersson 2012). Om en sådan generell åtgärd inte kan genomföras finns ett antal andra möjliga metoder för att öka neutraliteten mellan lånat och eget kapital:

- *Allowance for Corporate Equity* (ACE) syftar till att skapa neutralitet mellan finansieringskällor genom att tillåta avdragsmöjlighet även för finansiering med eget kapital. Metoden innebär att företagen får ett visst avdrag motsvarande en imputerad ränta på det egna kapitalet. Belgien har ett sådant system.
- Vid en *Comprehensive Business Income Tax* (CBIT) skapas neutralitet mellan finansieringskällor genom att kostnaden för finansiering med lånat kapital inte får dras av. Bolagsskatten blir därmed en bredbasig skatt på kapital. Den kraftiga basbreddningen möjliggör en kraftig sänkning av bolagsskattesatsen. CBIT tillämpas idag inte i något land.
- *Underkapitaliseringsregler* med syfte att skattemässigt särbehandla räntebetalningar från företag som är finansierade med en alltför stor del lånat kapital i förhållande eget kapital. Huruvida ett företag är underkapitaliserat brukar bestämmas enligt en absolut metod där ett i förhand fastställt förhållande mellan lånat och eget kapital inte får överskridas. Storleksförhållanden som godtas utan att företaget anses som underkapitaliserat kan variera. Sådana regler finns i flera länder.
- *EBIT/EBITDA-modeller* innebär att avdragsrätten för räntor kopplas till ett resultatmått i företaget. Med EBITDA avses rörelseresultatet före ränteinkomster, ränteutgifter, skatter och avskrivningar (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Med EBIT avses företagets rörelseresultat före ränteinkomster och ränteutgifter samt skatter (*Earnings Before Interest and Taxes*). Företag har alltid rätt att göra avdrag för ränteutgifter upp till ett belopp som motsvarar dess ränteinkomster. Därutöver får avdrag göra för ränteutgifter upp till ett belopp som motsvarar en viss procent av dess resultat, oftast runt 25–30 procent av EBITDA eller runt 80 procent av EBIT. Ränteutgifter som överstiger detta belopp är inte avdragsgilla.

För närvarande tycks den internationella trenden vara att gå från balansräkningsrelaterade underkapitaliseringsregler mot olika varianter av resultaträkningsorienterade EBITDA- och EBIT-regler. För den som önskar fördjupa sig i de olika metoderna hänvisas till De Mooij och Devereux (2009) och Auerbach, Devereux och Simpson (2010).

Balansräkningens sammansättning

I enlighet med Modigliani och Miller (1958) förutsätter den nya synens grundmodell att företagets balansräkning endast bestäms av skattesystemet och att det i övrigt är irrelevant hur företaget finansieras. Modigliani–Miller-teoremet bör i sammanhanget snarast ses som ett tankeverktyg än en rimlig approximation av verkligheten. Detta på grund av de utomordentligt starka antaganden som görs om perfekta marknader och total avsaknad av transaktionskostnader. Att företag överhuvudtaget existerar anses bero på att det finns transaktionskostnader på marknaden (Coase 1937).

Incitamentsproblem förekommer i alla situationer med imperfekt information och där det saknas kontrakt som täcker alla eventualiteter (dvs. i praktiken i alla företag). Dessa problem hanteras delvis genom företagets val av finansieringsstruktur, t.ex. genom att riskfyllda verksamheter har extra hög soliditet, både för att undvika konkursrisk och som en försäkring mot överdrivet risktagande med lånade medel. Skattesystemet missgynnar idag liknande lösningar genom att finansiering med lån och återinvesterade vinster gynnas framför nyemissioner. I praktiken innebär det att branscher som lämpar sig för stora, kapitalintensiva företag och där behovet av nyetableringar är litet gynnas (Davis och Henrekson 1997).

Andra som härigenom missgynnas är de småföretagare som har sitt sparande knutet till samma företag som sitt humankapital. De förlorar nämligen inte bara sparande vid konkurs utan även avkastningen på sitt företagsspecifika humankapital. För att kompensera denna extra risk måste de ha högre soliditet och högre förväntad avkastning än genomsnittet (Nooteboom 1993). Det finns sannolikt ingen väg runt detta utan det måste helt enkelt beaktas i avkastningskravet.

Svenska småföretag uppvisar här det förväntade mönstret. Andersson, Ericsson och Fall (2004) visar att de små onoterade bolagen har högre soliditet, högre avkastning och lägre konkursrisk än de större börsnoterade företagen, även om studien inte slår fast vad detta beror på. Trots den lägre konkursrisken och den högre avkastningen har de mindre företagen en högre soliditet, trots att detta är ogynnsamt ur skattesynpunkt. Det är oklart vad detta beror på. En potentiell delförklaring är bankernas kreditgivningsprinciper. En annan möjlig delförklaring är att företagare inte bara riskerar det kapital de investerar utan också avkastningen på sina kompletterande produktionsfaktorer – entreprenörskap, ägar-kompetens och specialiserat humankapital.

Ökade systemriskerna när skulder gynnas skattemässigt

Diskriminering av eget kapital kan ha negativa makroekonomiska konsekvenser genom att instabiliteten i ekonomin kan öka. Risken för en finansiell kris ökar om företagen har lägre soliditet, vilket inte minst illustrerades i den svenska bankkrisen i början av nittio-talet. Rogoff (1999) går i detta sammanhang så långt att han pekar ut det skattemässiga missgynnandet av eget kapital som huvudorsaken bakom Asienkrisen och andra återkommande finanskriser i världsekonomin.

Det har visat sig att konjunktursvängningar i produktionen uppstår från förhållandevis små chocker, vilket har kommit att kallas "small shocks, large cycles puzzle". Bernanke, Gertler och Gilchrist (1996) förklarar detta med hjälp av den s.k. finansiella acceleratoren. Förändringar på lånemarknaden förstörar och sprider effekter av initiala realekonomiska chocker. Notera att problemen med systemrisk orsakat av för hög belåning inte bara gäller företag utan även privata hushålls skuldsättning.

Långivare kräver regelmässigt säkerheter för att låna ut till företag. Ju sämre säkerheter företaget kan erbjuda desto större blir den premie som måste betalas vid extern lånefinansiering (Hubbard 1998). Premien på extern lånefinansiering varierar alltså med värdet på de tillgångar som företaget använder som säkerhet. Givet ett visst lånebehov så leder en minskning i värdet av säkerheter, genom en ökning av externfinansieringspremien och därigenom ett ökat behov av lånat kapital, till att företaget i fråga minskar investeringsutgifter och produktion. Häri ligger den centrala mekanismen i den

finansiella acceleratorn, nämligen att en minskning i säkerheternas värde förstör de realekonomiska svängningarna på grund av att det leder till att företaget minskar investeringar och produktion mer än den initiala chocken förväntades ge upphov till. Den finansiella acceleratorn fungerar även vid positiva efterfrågechocker; den finansiella acceleratorn är procyklisk, dvs. förstärker svängningar i både upp- och nedgång. Värdet på säkerheterna drivs upp då tillgångspriserna stiger, vilket ger företagen tillgång till ytterligare extern lånefinansiering. Detta möjliggör i sin tur ökade investeringar och produktion utöver den initiala efterfrågeökningen.

Acceleratorförloppet kan förstärkas av att det vid en ekonomisk nedgång sker en flykt till säkra tillgångar. Denna flykt till säkrare tillgångar driver på en negativ efterfrågechock ytterligare genom att belånade företag får ännu mindre tillgång till krediter.

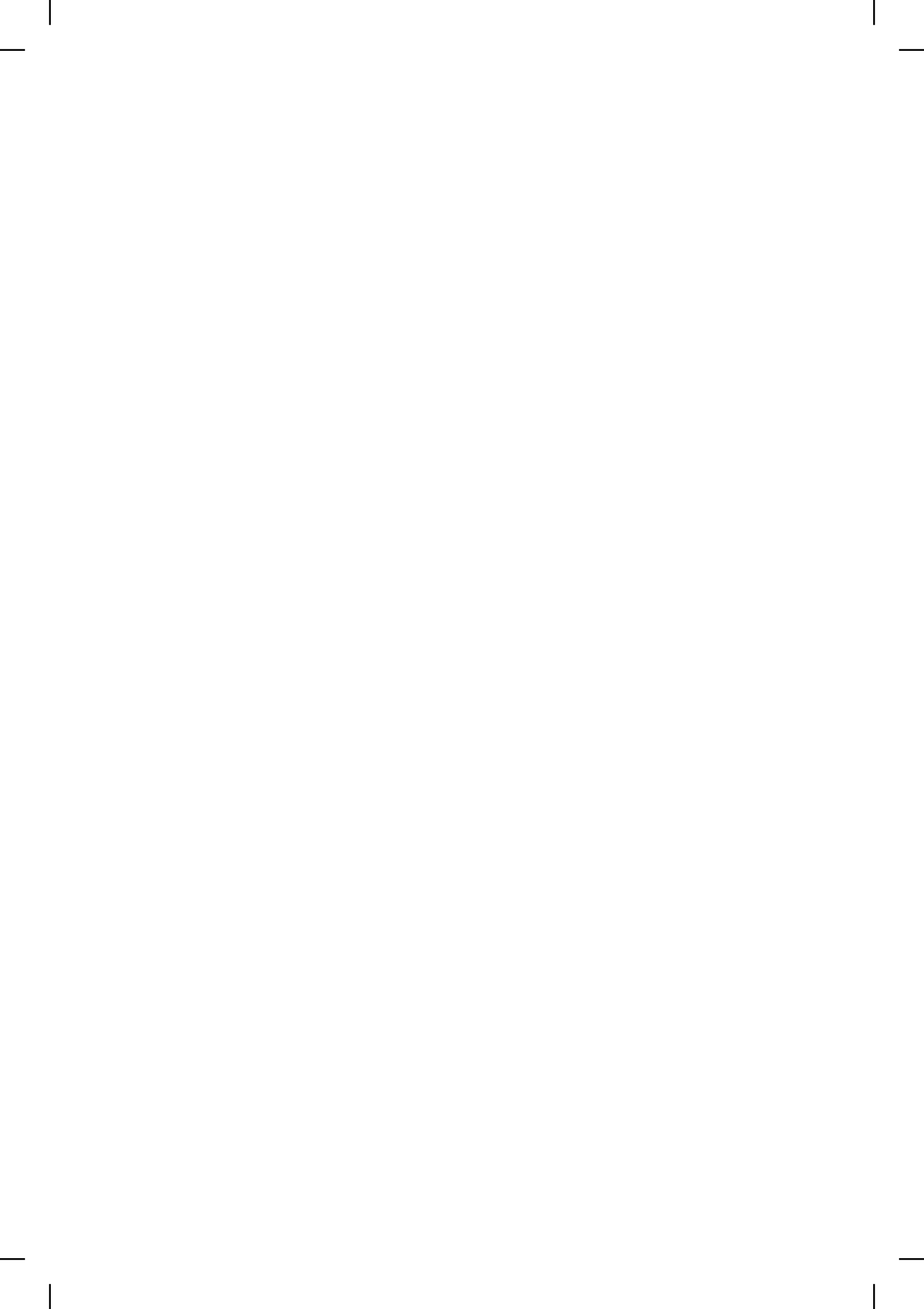
Hypotesen om den finansiella acceleratorn har testats i en rad olika studier, merparten på amerikanska förhållanden och ett genomgående resultat är att de små företagen påverkas oproportionerligt mycket vid nedgångar (t.ex. Gertler och Gilchrist 1994). Stora företag kan låta varor i lager öka med hjälp av sin starkare finansiella ställning under perioder av nedgång i efterfrågan. Små företag och högt skuldsatta företag tvingas i större utsträckning sälja av sina lager vid efterfrågefall då de, i genomsnitt, har sämre likviditet och sämre tillgång till krediter än stora företag.

I en studie för Sverige finner Berg, Hansen och Sellin (2004) likartade effekter. Under krisen i början av 1990-talet steg avkastningskravet på företagsobligationer i relation till statsobligationer, vilket avspeglar att premien på extern lånefinansiering för näringslivet ökade. Då premien på extern lånefinansiering ökar faller investeringarna.

Det finns således starka belägg för att företag som belånar sig för mycket i goda tider (genom att belåna tillgångar som av konjunkturrella skäl stigit i värde) via den finansiella acceleratorn förstärker och sprider nedgångar i ekonomisk aktivitet. Detta kan sannolikt inte fullt ut undvikas utan är en inneboende egenskap i det marknadsekonomiska systemet. Detta gör det än mer angeläget att inte denna effekt förstärks ytterligare genom att beskattningen uppmuntrar företag att ha en hög belåningsgrad. Ett annat problem när skattesystemet har generösa ränteavdrag är risken att detta missbruk ger upphov till en alltmer aggressiv skatteplanering. De

omfattande s.k. räntesnurror som uppmärksammats på senare år är kanske det mest flagranta exemplet på detta.

DEL III: DEN SVENSKA BESKATTNINGEN OCH SLUTSATSER



8 Den svenska beskattningen av företagsägande

Svenska kapitalskatter (skatt på företagsvinster plus ägarskatter) är högre än genomsnittet för OECD-länderna (Harding 2013). Skillnaden mot övriga OECD-länder har dock sjunkit på senare år genom att bolagsskatten successivt har sänkts. Skatter på ägarnivån i Sverige är dock fortfarande bland de högsta i världen. Sverige har inte heller några lättnader för s.k. dubbelbeskattning, det vill säga att kapital först beskattas i bolaget och sedan även på ägarnivån. Det svenska systemet utmärker sig genom att olika slags kapitalinkomster beskattas på ett relativt enhetligt sätt. Exempelvis är kapitalvinstskatten oberoende av innehavstiden för den avyttrade tillgången.

Sverige tillhör ett fåtal länder med ett så kallat dualt skattesystem där man skiljer på inkomster från kapital och arbete. Skatten på arbete är högre och progressiv, medan kapital beskattas med en lägre platt skattesats. Huvudorsaken till detta är att kapital anses vara mer skatte känsligt än löneinkomster, delvis till följd av att kapitalinkomster är mer lättrorliga över nationsgränser. En viktig fråga i sammanhanget är hur inkomster på egenföretagande bör beskattas. Inkomsterna från eget företagande bör varken ses som ren kapitalinkomst eller ren arbetsinkomst.

Syftet med detta kapitel är att diskutera det svenska systemet för beskattning av ägande mot bakgrund av den forskningsgenomgång som gjorts i de föregående kapitlen.

Principerna för det nuvarande skattesystemet

Det nuvarande svenska skattesystemet (både kapital- och arbetsbeskattning) baseras på skattereformen 1990/91, där man försökte skapa ett skattesystem som förde med sig mindre samhälls-

ekonomiska snedvridningar. Viktiga delar i reformen var att sänka marginalskatterna, att bredda skattebaserna, att minska komplexiteten och öka neutraliteten mellan olika finansieringskällor och ägarkategorier. På det stora hela tycks reformen ha varit framgångsrik, även om utvärderingen försvårades av den djupa 90-talskrisen (Agell m.fl. 1995).

Den svenska skattereformen 1990/91 byggde, liksom reformen i USA 1986, till stor del på teoretiska och empiriska resultat från den ekonomiska forskningen (King och Fullerton 1984). Forskningen visade att skattesystemen inte var neutrala mellan olika ägare, kapitalformer och investeringsobjekt. Som visades av Södersten (1984) ledde kapitalbeskattningen (i kombination med hög inflation) till exceptionellt stora snedvridningar med avseende på ägare, bransch och finansieringsform. Skattereformen 1990/91 mildrade många av dessa effekter, även om vissa snedvridningar bestod. Skatten på såväl utdelningar som nominella kapitalvinster sattes till 30 procent.³³

Den stora skattereformen innebar att beskattningen av kapitalinkomster blev proportionell, medan löneinkomster fortfarande beskattades progressivt med högre marginalskatt för höga inkomster. En orsak till att arbete beskattas med en högre skattesats än kapital är att kapital anses vara mer lätttröligt över landets gränser och överlag påverkas mer av skatter. En central princip i beskattningsteori är att skattebaser som är mer skattekänsliga bör beskattas lägre. Bolagsskatten sänktes till 30 procent. Reformen innebar att skattenivån på arbetsinkomster kom att ligga över skattenivån på kapitalinkomster för personer som betalade statlig skatt på arbetsinkomster, dvs. hade en marginalskatt på drygt 50 procent (kommunalskattesatsen plus 20 procent i statlig skatt; brytpunkten ligger år 2014 på 433 900 kronor i årsinkomst).

Den totala skatten på utdelningar (30 procent i bolaget och därefter hos individen) blev 51 procent. Detta kan jämföras med en marginalskatt (inkl. lagstadgade sociala avgifter på 38 procent 1991) på löneuttaget med 64 procent, en skillnad på ca 13 procentenheter. Sedan den ursprungliga skattereformen trädde i kraft har bolagsskatten sänkts tre gånger och är nu 22 procent. De sociala

³³ Dubbelbeskattningen på utdelningsinkomster var avskaffad under 1994 och kapitalvinstskatten sänktes från 30 till 12,5 procent. Samtidigt slopades det s.k. Annullavdraget, som innebar att företagen fick en skattelättnad på nyemitterat aktiekapital. 1995 återinfördes dubbelbeskattningen på utdelningar. Såväl utdelnings- som kapitalvinstskatten sattes till 30 procent. Däremot återinfördes inte Annullavdraget. Det skattesystem som gällde under 1994 innebar näst intill neutralitet mellan olika ägare och finansieringsformer.

avgifterna har sänkts till 31,4 procent, medan den högsta marginalskatten vid genomsnittlig kommunalskatt stigit till 57 procent. Därmed har den totala skatten på utdelningar sjunkit till 45,6 procent medan den på arbetsersättning ovanför brytpunkten för s.k. värnskatt ökat till 67,3 procent. Skillnaden har alltså ökat med nästan 9 procentenheter vid den ordinarie kapitalskattesatsen på 30 procent.

Denna spänning mellan kapital- och arbetsinkomster skapar behov av spärregler för att motverka att höginkomsttagare omvandlar arbetsinkomster till kapitalinkomster och därigenom sänker sin skattebelastning. Genom ändrade kontraktsformer där uppdrag utförs inom egna bolag och inte inom ramen för en anställning skulle arbetsersättning kunna omvandlas till "vinster" och kapitalbeskattas som utdelning eller så småningom som kapitalvinst när ett företag med upparbetade vinstmedel säljs vidare.

Spärregler mot inkomstomvandling

För att motverka inkomstomvandling infördes som en del av skattereformen särskilda regler för fåmansföretag, de s.k. 3:12-reglerna. Reglernas syfte är att uppnå neutralitet i beskattningen av fåmansföretagare jämfört med andra löntagare.

Fåmansföretag definieras som aktiebolag där fyra eller färre delägare äger aktier som motsvarar mer än hälften av rösterna i företaget. De personer som genom sitt aktieinnehav, avtal eller på liknande sätt kan anses att helt eller delvis ha den faktiska bestämmanderätten och därigenom kunna förfoga över företagets resultat anses ha "kvalificerade aktier". I princip innebär detta att personens arbetsinsatser ska ha varit av stor betydelse för resultatet under inkomståret eller något av de fem föregående inkomståren.³⁴ Reglerna fortsätter gälla fem år efter det att företaget upphört att vara fåmansföretag.³⁵

Därutöver finns den s.k. utomståenderegeln: om en eller flera utomstående parter sammantaget äger minst 30 procent av kapitalet i ett onoterat bolag är skattesatsen endast 25 procent på utdelningar och kapitalvinster för alla ägare (som är fysiska personer),

³⁴ Personer som ingår i samma krets av närstående anses som en person.

³⁵ Dessutom kan en aktie vara kvalificerad om delägaren (eller närstående till delägaren) varit verksam i betydande omfattning under någon del av denna tids period i ett annat ägt fåmansföretag som bedriver samma eller likartad verksamhet.

även för storägare som har mer än 50 procent av kapitalet. Regeln finns beskriven i Skatteverket (2014, s. 22).³⁶

Från början var reglerna mycket restriktiva. Utdelningar på en nivå motsvarande statslåneräntan plus 5 procentenheter på insatt kapital beskattades med 30 procent, medan utdelningar därutöver lönebeskattades. Därefter upparbetat och bolagsbeskattat eget kapital kunde däremot inte användas som bas för kapitalbeskattade utdelningar. Kapitalvinst vid försäljning av bolag skattades till hälften som kapital och till hälften som inkomst av tjänst, dvs. skattesatsen blev i praktiken 40 procent (när värnskatten infördes ökade den till 43 procent).

3:12-reglerna har sedan de infördes 1991 genomgått mycket omfattande förändringar. För det första är huvudregeln att skattesatsen nu är 25 procent för ägare av onoterade aktier som inte är kvalificerade. För ägare av kvalificerade aktier i fåmansföretag finns numera stora möjligheter till beskattning av utdelningar och kapitalvinst till skattesatsen 20 procent. Det maximala beloppet som kan delas ut eller beskattas som kapitalvinst vid försäljning till denna lägre skattesats ges av det s.k. gränsbeloppet.

Enligt den s.k. förenklingsregeln kan ett aktiebolag (AB) alltid dela ut 2,75 inkomstbasbelopp (155 650 kronor 2014). I ett AB med minsta tillåtna aktiekapital på 50 000 accepteras således att en avkastning på insatt kapital på drygt 300 procent per år kan delas ut till den lägre skattesatsen.

Gränsbeloppet beräknas enligt huvudregeln som:

$$\begin{aligned} & \text{Tillfört nominellt aktiekapital} \times (\text{statslåneräntan} + 9 \\ & \text{procentenheter}) \\ & + 50 \% \text{ av lönesumman i företaget} \end{aligned}$$

För att ägaren ska kunna dra fördel av löneunderlaget måste ägaren eller en närstående lyfta lön som uppgår till 10 gånger inkomstbasbeloppet (alternativt 6 gånger inkomstbasbeloppet plus 5 procent av samtliga löner i företaget och dess dotterföretag om det är lägre). Något förenklat krävs att ägaren tar ut en månadslön på 47 000 kronor för att kunna använda lönesumman i företaget som bas för lågbeskattad utdelning eller kapitalvinst.

³⁶ Siffran 30 procent är inte specificerad i lagtext utan den är en uttolkning av begreppet "betydande omfattning" i utomståenderegeln.

Gränsbelopp som inte utnyttjats från tidigare år sparas och räknas varje år upp med statslåneräntan plus tre procentenheter. Den som t.ex. inte delar ut något ur sitt företag har redan efter sex år arbetat upp ett lågbeskattat utdelningsutrymme på en miljon kronor.

Det gränsbelopp som kan skapas varje år via företagets lönesumma kan dock inte överstiga 50 gånger ägarens lön, vilket motsvarar 28,3 miljoner kronor om ägaren tar ut en lön på 10 inkomstbasbelopp. Denna begränsning slår dock mot ytterst få företag.

Utdelning och kapitalvinst på kvalificerade aktier utöver gränsbeloppet (årets plus sparade gränsbelopp) beskattas som inkomst av tjänst med en skattesats på upp till 57 procent. Även här finns takregler. Av en kapitalvinst tjänstebeskattas maximalt 100 inkomstbasbelopp (5,69 miljoner kronor). Av en utdelning tjänstebeskattas maximalt 90 inkomstbasbelopp (5,12 miljoner kronor). Överskjutande utdelning/kapitalvinst beskattas i inkomstslaget kapital med 30 procent.

Dessutom krävs att en delägare måste inneha aktier som motsvarar minst 4 procent av kapitalet i företaget för att få använda löneunderlagsregeln.

I större onoterade företag skapas därmed mycket generösa möjligheter till utdelningar beskattade till 20 procent. I ett onoterat företag med en lönesumma på 10 miljoner kronor kan exempelvis ägaren ta ut en lågbeskattad utdelning på drygt 5 miljoner kronor även om den ursprungliga kapitalinsatsen endast är 50 000 kronor (förutsatt att det finns så stora utdelningsbara tillgångar).

För den som inte har något sparade utdelningsutrymme är däremot kapitalvinstskatten högre än på 1990-talet (utom på mycket höga kapitalvinster). All kapitalvinst över 2,75 inkomstbasbelopp upp till 5,6 miljoner kronor beskattas nämligen som inkomst av tjänst (och vinst därutöver med 30 procent). I normalfallet således med 57 procent vid en lyckad försäljning.³⁷

Om man däremot är en passiv delägare i ett fåmansföretag är såväl utdelnings- som kapitalvinstskatten endast 25 procent. Således finns idag i de flesta fall mycket generösa möjligheter till lågbeskattad utdelning och kapitalvinst för ägare till onoterade bolag.

³⁷ Till detta kan läggas att företaget fortlöpande betalar bolagsskatt på det överskott som uppstått.

Spänningen mellan arbetsinkomster och utdelning/kapitalvinst på kvalificerade aktier har ökat avsevärt sedan den ursprungliga skattereformen. Flera förändringar bidrar till detta: sänkningen av bolagsskatten i tre steg från 30 till dagens 22 procent, sänkningen av skatten på utdelningar inom gränsbeloppet till 20 procent och införandet av värnskatten och höjningen av kommunalskatterna. Som framgår av *Tabell 8.1* har skillnaden i skatteuttag på lön och utdelning ökat från 12,8 procentenheter 1991 till 29,7 procentenheter 2014, en ökning av skattekillen med 132 procent.

Tabell 8.1 Totalt skatteuttag på en ersättning på 100 kr som lön och 100 kr som utdelning i fåmansföretag för mottagare som betalar högsta marginalskatt, 1991 och 2014.

	1991		2014	
	Lön	Utdelning	Lön	Utdelning
Sociala avgifter på lönen	38		31,4	
Bolagsskatt före utdelning		42,9		28,2
Skatt på mottagaren	50	30	57	20
Total skatt (mottagare plus företaget)	88	72,9	85,4	48,2
Skattekill – total skatt som andel av brutto (%)	63,8	51,0	67,3	37,6

Under 2012 och 2013 uppstod en diskussion om rimligheten i att partnerägda konsultbolag kunde utnyttja lönesummeregeln för att betala ut överskott som lågbeskattad utdelning i stället för som lön. För att förhindra detta har fr.o.m. 2014 införts en regel att endast aktiva ägare som äger minst 4 procent av aktierna i ett fåmansbolag har rätt att använda sig av lönesummeregeln för att komma i åtnjutande av lågbeskattad utdelning.

Denna begränsning har införts trots omfattande kritik (se t.ex. Lodin 2014). För det första har de aktörer (konsulter, revisionsbyråer m.fl.) som regeringen ville begränsa utdelningsmöjligheterna för sannolikt stora möjligheter att undgå höjd beskattning genom att juridiskt omorganisera sig. För det andra är andelen oberoende av företagets storlek och aktiekapital, vilket gör att ett ägande på fyra procent i vissa fall kan kräva en mycket stor kapitalinsats och risktagande, medan det i andra fall kan handla om en blygsam summa.

Den nya regeln har kraftigt minskat möjligheterna för företagare att göra nyckelpersoner, såväl viktiga specialister som externt rekryterade ledningspersoner, till delägare på förmånliga

villkor. Det har stängt möjligheten för dem att få delar av sin ersättning i form av kapitalavkastning, såvida de inte har råd och ägaren är villig att sälja minst fyra procent av bolaget.

Andra ägarkategorier och nya sparandeformer

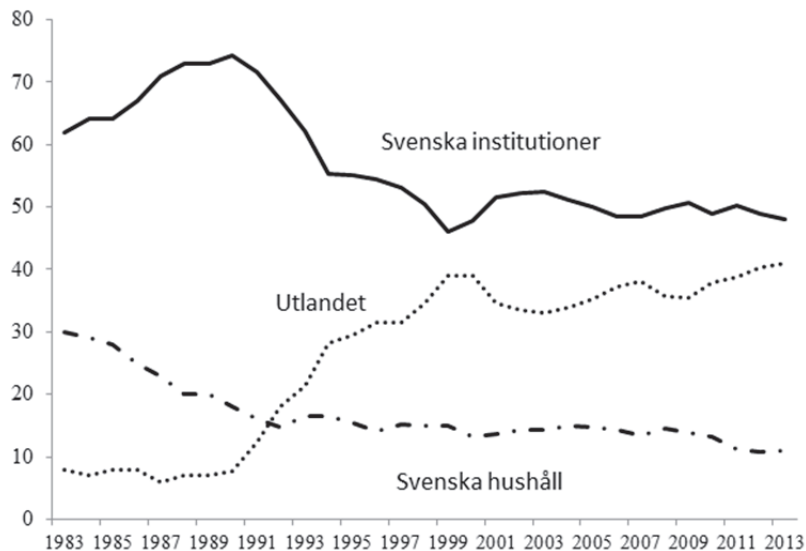
När det svenska skattesystemet diskuterats har fokus i första hand legat på risken för att bristande neutralitet mellan kapital- och löneinkomster för fysiska personer ger starka incitament till inkomstomvandling. Men en annan viktig aspekt är graden av neutralitet mellan olika ägarkategorier. Om det är stora skillnader i skattebelastning mellan olika slags ägare kan vi förvänta oss att ägandet förskjuts mot ägare som är lägre beskattade. Många ägare är skattebefriade och då förskjuts ägandet mot dem. Ett drastiskt exempel på detta ges av ägandet på den svenska börsen. Så sent som i början av 1980-talet ägde hushållen drygt 30 procent av de noterade aktierna, därefter har andelen sjunkit successivt och var 2013 nere under 11 procent (*Diagram 8.1*). Investmentbolag,³⁸ stiftelser och pensionsfonder betalar ingen skatt alls vare sig på utdelningar eller på kapitalvinster. Utländska ägare betalar ingen skatt på ägarnivån i Sverige och den dominerande delen av det utländska ägandet utgörs också av skattebefriade institutioner. I många fall kan de utländska ägarna, i de fall de inte är skattebefriade, agera från länder där ägarskatterna är låga.

Institutionella ägare fyller en viktig funktion, men de är i regel mest lämpade att vara ägare i mogna företag, medan de har svårt att utöva en effektiv ägarstyrning i företag i tidig fas eller i bolag som är i behov av omstrukturering. Det svenska regelverket för bolagsstyrning förutsätter i praktiken kontrollägare för att ett företag ska kunna styras effektivt (Henrekson och Jakobsson 2012). Institutionella ägare – förutom investmentbolag som är just ägarspecialister – tar heller inte en aktiv ägarroll i noterade bolag utan överlåter ägarstyrningen till en kontrollägare. När de investerar i onoterade bolag sker detta i princip alltid indirekt genom att de sätter in pengar i private equity-fonder. Här finns både venture capital-fonder där investeringar görs i tidiga skeden och utköpsbolag som köper upp hela eller delar av större, ofta

³⁸ Investmentbolag behöver aldrig betala kapitalvinstskatt och de erhållna utdelningarna är skattefria så länge investmentbolaget äger minst 10 procent av rösterna eller kapitalet i ett bolag.

noterade bolag. Som framgår av *Tabell 8.2* har denna ägarform kommit att spela en viktig roll i svenskt näringsliv. Efter en omstrukturering av företaget kan det säljas vidare eller (åter)introduceras på börsen. De institutionella investerarna utövar heller inte i detta fall någon ägarstyrning, trots att de i regel står för mer än 90 procent av den finansiella risken. Kontrollen ligger helt hos riskkapitalbolagen och den styrelse och ledning de tillsatt i målbolagen.

Diagram 8.1 Ägarandelar på Stockholmsbörsen för olika ägarkategorier, 1983–2013 (procent).



Källa: SCB.

Tabell 8.2 Betydelsen av riskkapitalägandet i svenskt näringsliv 2004, 2008 och 2012.

År	Antal anställda i Sverige (1000-tal)			Andel av syss. näringslivet	Antal anställda i andra länder (1000-tal)		
	VC	Utköp	Tot.		VC	Utköp	Tot.
2004	5,3	112	117	4,6%	13,2	393	406
2008	12,6	167	180	6,6%	i.u.	i.u.	674
2012	i.u.	i.u.	198	7,3%	i.u.	i.u.	i.u.

Anm.: VC = venture capital.

Källa: Svenska riskkapitalföreningen och Karlsson (2013).

Private equity-bolagens ägare har också stora möjligheter till lösningar som ger kapitalbeskattning på ägarnivån (25 procent). Under lång tid har partners i private equity-bolagen, vilka är de som direkt eller indirekt utövat ägarfunktionen, betalat maximalt 25 procent i kapitalvinstskatt på den vinstdelning de erhållit (*s.k. carried interest*).³⁹

De institutionella investerarna har i regel också större möjligheter att låta de företag de investerar i ha högre skuldsättning. För det första handlar det till övervägande delen om mogna företag med positivt kassaflöde, vilka därför kan ha högre belåning. För det andra diversifierar de genom att äga andelar i flera företag, vilket gör att det blir rationellt med högre belåning. På grund av att lånefinansiering är skattegynnad relativt finansiering med eget kapital tillkommer ytterligare en mekanism som gynnar institutionella ägare.

Vi har redan tidigare noterat att individer som ägare av företag med nödvändighet måste ha huvuddelen av sin förmögenhet i det egna företaget. Att de är förhindrade att diversifiera innebär i sig ett stort risktagande. Det blir då särskilt angeläget att denna sparform – aktier i det egna företaget – inte missgynnas skattemässigt relativt andra lättillgängliga sparformer. Ett antal reformer på senare år har dock bidragit till att göra det relativt sett mindre attraktivt att ha sina tillgångar (vare sig i form av utlåning eller som aktier) i det egna företaget jämfört med annat sparande:

- Förmögenhetsskatten på tillgångar i form av onoterade aktier avskaffades beskattningssåret 1991, vilket ökade den relativa avkastningen på sparande i onoterat bolagskapital. Arvs- och gåvoskatten avskaffades 2004 och förmögenhetsskatten 2007. Ett sätt att lindra effekterna av dessa skatter var att bygga företag, dvs. att spara i onoterade aktier. När dessa skatter togs bort försvann den *push*-effekten.
- 2012 infördes investeringssparkontot (ISK), vilket ger en mycket förmånlig beskattning på sparande. Redan 2004 tilläts s.k. kapitalpensionskonton med liknande fördelar. Beskattningen är oberoende av avkastningen och uppgår till 30 procent av statslåneräntan (en skattesats på 0,5 procent 2013).
- Fastighetsskatten för privatbostäder ersattes 2008 av en kommunal fastighetsavgift, vilken för 2014 maximalt kan

³⁹ Här bör dock noteras att denna skattesats för närvarande ifrågasätts av Skatteverket.

uppgå till 7 112 kronor. Eftersom ränteavdrag behållits har detta gjort det relativt sett förmånligare att investera i den egna bostaden i förhållande till att ha tillgångar i onoterade företag.

Kapitalinkomsternas betydelse för höginkomsttagares inkomster i Sverige har enligt statistiken ökat på senare år (Roine och Waldenström 2012). Detta är i linje med utvecklingen i andra rika västländer. Ur ett fördelningsperspektiv är detta givetvis utmanande. Samtidigt kan det innebära ett ökat utbud av riskvilligt kapital och det är då viktigt att detta kanaliseras till verksamheter med stor samhällsekonomisk avkastning.

Hur en aktivitet som företagande påverkas av skatter beror inte enbart på hur hög skatten är på aktiviteten i sig, utan även på hur hög skatten är på närliggande alternativ. Därför missgynnas inte nyföretagande bara av höga skatter på företagande, det missgynnas också av låga skatter på alternativa placeringar. Om kapitalskatter på t.ex. passiva investeringar är låga relativt nyföretagande kommer passivt sparande (bl.a. i aktier i existerande storföretag) att attrahera mer kapital på bekostnad av nyföretagande och expansion av nystartade företag. Detta är värt att begrunda i Sverige, där skatten på vissa typer av passiva investeringar idag är relativt låg. En annan aspekt är att det går att finansiera sänkningar av vissa ägarskatter (t.ex. på tillväxtföretag) genom höjningar av andra ägarskatter. Effekten på företagande kan till och med bli större om sänkt skatt på entreprenörer finansieras med högre skatt på passiva placeringar jämfört med en ren sänkning av skatten på nyföretagande.

I Sverige har användningen av optionsinstrumentet för att belöna entreprenörsinsatser förhindrats av skattelagstiftningen, vilket ger en hög – i praktiken prohibitiv – beskattning av avkastningen på sådana optioner. Det är möjligt att detta har hämmat entreprenörskap i Sverige och bidragit till att driva över riskkapital till uppköp av mogna företag i stället för till experiment med nya företag. Som vi visade i kapitel 6 är också skattereglerna för teckningsoptioner väl avpassade för utköpsbolag, men näst intill oanvändbara i unga, entreprenörsdrivna innovationsbolag.

Entreprenörsdrivna bolag är synnerligen viktiga för innovation och förnyelse, men obetydlig rent statsfinansiellt, vilket innebär att minskningen av skatteintäkterna skulle vara försumbara i en riktad reform. En reformering av skattebehandlingen av personaloptioner

och andra instrument som kan fylla samma funktion vore därför ett både billigt och effektivt sätt att förbättra klimatet för nya, snabbväxande företag i Sverige, ett mål som alla politiska partier är överens om.

Vi föreslår därför att vinster på aktieoptioner och konvertibler knutna till anställningen bör beskattas som kapitalinkomst och heller inte beläggas med sociala avgifter. Hur hög skattesatsen bör vara är en öppen fråga, men då tilldelningen sker i onoterade bolag anser vi det rimligt att tillämpa den normala skattesatsen på kapitalvinster och utdelningar i onoterade bolag, dvs. 25 procent. Villkor om inlåsning under en viss tid (t.ex. ≥ 3 år) bör krävas för att denna lägre skattesats ska vara tillämplig.⁴⁰

Enligt vår bedömning behövs knappast någon löneuttagsregel för att ge rätt till kapitalbeskattning på personaloptioner. Skälet är att det i dagens skattesystem redan finns starka incitament att ta ut lön åtminstone upp till ungefär den gräns som ger maximalt jobbskatteavdrag (30 000 kronor per månad 2014) och i princip ända upp till brytpunkten för statlig skatt (36 000 kronor per månad). För dessa inkomster är den helt överväganden delen av de sociala avgifterna förmånsgrundande. Därför är den effektiva skatten på arbetsersättningen för inkomst upp till denna nivå inte signifikant högre än för icke-pensionsgrundande kapitalinkomster.

Den svenska beskattningen av ägande och entreprenörskap i ljuset av den nya forskningen

Vi konstaterade i kapitel 5 att det svenska skattesystemet klassificerar all inkomst antingen som inkomst av kapital eller inkomst av tjänst. Principiella skäl i kombination med allt mer övertygande forskningsresultat talar för att en sådan uppdelning är allt för trubbig. Entreprenörskapet är en del av ett odelbart ”knippe” 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. De eftergifter som lagstiftaren gjort i flera steg sedan skattereformen kan ses som försök att kompensera för detta. I vissa fall – särskilt för ägare som

⁴⁰ I Henrekson och Sanandaji (2012b) finns ett mer detaljerat förslag till hur ett regelverk skulle kunna utformas för att undvika överutnyttjande och att optioner används för inkomstomvandling istället för som ersättning för entreprenöriella insatser.

kan utnyttja lönesummeregeln för att erhålla en skatt på 20 procent på ägarnivån – blir också beskattningen mycket förmånlig.

Den lagstadgade högsta marginalskatten på företagsinkomster är mycket hög, men systemet innehåller en rad undantag som i praktiken gör att den effektiva skatten och skatteintäkterna inte är lika höga. En smal skattebas kombinerad med hög marginalskatt anses i regel vara en mindre effektiv utformning av ett skattesystem än det motsatta, dvs. breda skattebaser och lägre skattesatser. Den förra kombinationen innebär att man drabbas av de höga marginalskatternas nackdelar utan att få de breda skattebasernas fördelar i form av stora intäkter. Det system som successivt vuxit fram präglas även av betydande godtycke:

- För den som inte har något sparutrymme är kapitalvinstskatten högre än på 1990-talet. All kapitalvinst upp till 5,6 miljoner kronor beskattas som inkomst av tjänst (och vinst därutöver med 30 procent). I normalfallet således med 57 procent vid en lyckad försäljning.⁴¹ Om man däremot är en passiv delägare i ett fåmansbolag är såväl utdelnings- som kapitalvinstskatten endast 25 procent.
- Det har blivit förmånligt att spara jämfört med tidigare och i linje med detta är hushållssparandet numera högt. Men den förmånliga skatten gäller endast för placeringar i bankernas fondprodukter och i noterade värdepapper, inte i eget företag eller utlåning till och delägande i onoterade bolag. En låg skatt på passiva portföljinvesteringar gynnar inte nödvändigtvis aktiva investeringar och nyföretagande, om dessa aktiviteter inte har låg skatt. I själva verket kan en låg skatt på passiva investeringar missgynna nyföretagande, om nyföretagande beskattas mer. Detta då passiva investeringar och nyföretagande konkurrerar om kapital, som kan flöda till det skattegynnade alternativet.
- Successivt reformerade 3:12-regler och särskilda skattelättnader för kontrollägare ledde till nya förutsättningar för den som hade god tillgång till riskkapital via egen förmögenhet eller från externa investerare. Däremot har det på grund av den höga skatten på arbete förblivit svårt för privatpersoner utan egen förmögenhet att via eget arbete ackumulera kapital för att bygga ett nytt företag. I motsats till detta är reglerna generösa för att bygga upp ett pensionskapital via den egna arbetsgivaren.

⁴¹ Till detta kan läggas att företaget fortlöpande betalat bolagsskatt på det överskott som uppstått.

Den högre beskattningen av individuellt ägande gör det inte bara lönsamt att välja att (för)bli löntagare utan det gynnar enkelbeskattade ägare såsom stiftelser, investmentbolag, pensionsfonder och utköpsbolag. Eftersom entreprenörskap, utövande av ägar kontroll och långsiktigt ansvarstagande är viktiga produktionsfaktorer behöver skattesystemet utvärderas utifrån om det kan förväntas bli ett tillräckligt stort utbud av dessa faktorer.

Att få ett nystartat innovationsföretag att växa är en komplex uppgift. Aktieoptioner kan erbjuda en effektiv lösning på transaktionsproblem i företags tidiga utvecklingsskeden. I Sverige har användningen av optionsinstrumentet för detta syfte i praktiken förhindrats av skattelagstiftningen, vilket ger en hög – i praktiken prohibitiv – beskattning av avkastningen på sådana optioner. Vår bedömning är att de svenska skattereglerna har hämmat entreprenörskap i Sverige och bidragit till att driva över riskkapital till uppköp av mogna företag i stället för till satsningar på nya företag. Entreprenörssektorn är synnerligen viktig för innovation och förnyelse men förhållandevis obetydlig rent statsfinansiellt, vilket innebär att skatteintäkterna i fråga är näst intill försumbara i en riktad reform. En reformering av skattebehandlingen av personaloptioner vore därför ett både billigt och effektivt sätt att förbättra klimatet för nya, snabbväxande företag i Sverige.



9 Övergripande slutsatser

Ett av de mest omdebatterade områdena sedan ”århundradets skattereform” trädde i kraft 1991 är ägarbeskattningen. Inflytelserika forskningsinriktningar inom beskattningsteori har fört fram synen att hög ägarbeskattning inte har betydande negativa ekonomiska konsekvenser. Ett argument har varit att utdelningsskatten är av ringa betydelse för investeringarnas inriktning och omfattning. Ett annat att kapitalvinstskatter inte spelar någon roll i en globaliserad värld då lägre inhemska investeringar kan kompenseras av utländska investeringar och utländskt ägande.

Syftet med denna ESO-rapport har varit att lyfta fram resultaten från den senaste forskningen kring effekter av ägarbeskattning, där ägarskatter visat sig vara viktigare för företagen och investerares beteende än många tidigare har trott. Dessa nya resultat har kontrasterats mot den forskning som använts för att motivera den analys och de slutsatser som flera tidigare svenska utredningar kommit fram till. Syftet har däremot inte varit att föreslå skattesänkningar eller specifika reformer. Undantaget är att vi kortfattat redogör för det förslag till reformering av skattereglerna för personaloptioner som vi tagit fram på uppdrag av Företags-skattekommittén (Henrekson och Sanandaji 2012b).

Vi argumenterar för att skatter på ägarnivå – utdelnings- och kapitalvinstskatt – har större effekt än tidigare svenska utredningar kommit fram till. En sådan slutsats stöds både av nya teoretiska modeller och av flertalet nya empiriska studier.⁴² Kapitalvinstskatter minskar entreprenörskap och tillväxtföretags investeringar. Höga skatter på utdelningar reducerar ägares incitament till aktiv ägarstyrning och leder vidare till att kapital låses in i äldre mogna företag i stället för att föras över till nya tillväxtföretag med en högre förväntad avkastning.

⁴² Ett undantag är Yagan (2013).

Att undvika alltför höga skatter på inhemska ägare är viktigt även för små öppna ekonomier. Antagandet att inhemskt och utländskt kapital är perfekta substitut går inte att empiriskt belägga, snarare det omvända. Det finns en stark *home bias* hos investerarna, vilket innebär att kapital inte flödar kostnadsfritt över nationsgränserna. Om höga skatter på inhemska investerare ledde till att ägandet av svenskt näringsliv skiftade till utlandet, skulle detta på lång sikt leda till att näringslivets vinster i allt större utsträckning flödade utomlands.

Att ägarskatter har en snedvridande effekt på ekonomisk aktivitet är inte nödvändigtvis ett argument för sänkt ägarskatt. Detta måste balanseras mot den offentliga sektorns behov av intäkter och fördelningspolitiska mål. Höginkomsttagare och redan förmögna äger en stor del av den svenska aktiestocken. Därför riskerar sänkta skatter på utdelningar och kapitalvinster att bidra till ökad inkomst- och förmögenshetsjämlighet i ett läge då ojämlikheten i Sverige redan har ökat trendmässigt under en lång period. Det är samtidigt viktigt att vara medveten om att höga kapitalvinstskatter och utdelningsskatter har en negativ effekt på flera aspekter av näringslivsaktivitet och företagande. Detta är särskilt viktigt med tanke på att en effektiv kapitalallokering och framväxt av nya företag har stora positiva effekter för breda grupper i samhället.

Den optimala avvägningen mellan ägarskatters negativa effekter på ekonomin samt skatters funktion som intäktskälla och fördelningspolitiska verktyg ligger utanför denna rapport. Reformen av skattesystemet bör utformas på ett sådant sätt att de negativa bieffekterna blir så små som möjligt. Utan att lägga några egna konkreta reformförslag vill vi ändå peka på några riktlinjer för framtida reformer som underlättar de svåra avvägningar som måste göras.

Det är troligen möjligt att reducera ägarskatterna på ett intäktsneutralt sätt utan att bidra till en ojämnare förmögenhetsfördelning, ifall reduktionen kombineras med minskad rätt till ränteavdrag. Det går även att försöka rikta utrymmet för skattesänkningar till de områden som kan antas vara viktigast för tillväxt och innovation. Vi vill här särskilt lyfta fram behovet av fler nya innovativa företag. Forskning visar att sådana företag fyller en viktig ekonomisk roll i kunskapsintensiva ekonomier. Den innovativa entreprenörssektorn utgör i dag en liten del av svensk

ekonomi jämfört med vad man skulle förvänta sig givet ekonomins struktur och förutsättningar i övrigt.

Utformningen av skattesystemet är enligt vår uppfattning den svagaste länken i den kedja som utgör det svenska institutionella ramverket för entreprenörskap. Sverige har i övrigt relativt gynnsamma förutsättningar för entreprenörskap i den kunskapsintensiva sektorn, inte minst tack vare en hög utbildningsnivå med många tekniskt/naturvetenskapligt utbildade och tack vare flera globala storföretag aktiva i forskningsintensiva branscher. Ändå har Sverige underpresterat vad gäller framväxten av nya företag.

Entreprenörer som framgångsrikt startar snabbt växande företag i kunskapsintensiva sektorer är ovanligt kvalificerade i ett antal dimensioner. Dessa inkluderar en hög formell utbildning, kreativitet, hög risktolerans, stark förmåga att leda andra samt gedigen arbetslivs- och branscherfarenhet. Potentiellt framgångsrika entreprenörer är därför få och svåra att ersätta. De med störst potential tenderar att redan ha välbetalda, trygga karriärer i existerande företag, akademien eller den offentliga sektorn. 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. Så är inte fallet om merparten av avkastningen går bort i skatt vid riktigt lyckade utfall.

Detta innebär att det är viktigare med generella ändamålsenliga skatteregler än att använda resurser till skattesubventioner för FoU-utgifter, riskkapitalavdrag (som t.ex. det investeraravdrag som infördes 2013) eller att offentliga medel via fondbildningar öronmärks för investeringar i entreprenörsföretag. Den offentliga sektorn har inte oväntat visat sig mindre framgångsrik när det gäller att identifiera projekt som utvecklas till framgångsrika företag eller styra dessa projekt i senare skeden. Den offentliga sektorns resurser är begränsade och måste därför användas effektivt. Att göra det mer lönsamt att grunda och finansiera företag är troligen ett mer verkningsfullt sätt att främja nyföretagande än lån och subventioner. Det är också slutsatsen från de senaste årens forskning.

I den moderna entreprenörssektorn har finansiella instrument utvecklats för att lösa de transaktionsproblem som präglar finansieringen av entreprenörsdrivna företag, särskilt i den kunskapsintensiva sektorn där vissa nyckelkompetenser är centrala. Utvecklingen av komplexa kontrakt tycks ha varit av stor betydelse

för framgång. Det ekonomiska utfallet betingas enligt dessa kontrakt av företagets utveckling med hjälp av optioner och aktiekonvertibler. I svensk skattelagstiftning beskattas avkastningen på personaloptioner som arbetsinkomst, vilket i normalfallet ger en total beskattning på 67 procent vid ett lyckat utfall. Detta har gjort att instrumentet i allmänhet inte kan användas för att skapa de avtal mellan entreprenörer, finansiärer och annan nyckelpersonal som visat sig så effektiva för att bygga nya företag i andra länder.

Följande tre förändringar bedömer vi som särskilt viktiga för att skattesystemet inte ska utgöra ett betydande hinder för en god framtida välbefinningsutveckling:

1. Att utrymmet ökas för att *premiära entreprenörer och nyckelpersoner* som riskerar sin tid och kapital i nya företag utan direkt ersättning i form av lön. Sådant personligt engagemang är lika viktigt som riskvilligt kapital. Optioner gör det möjligt att knyta till sig nyckelpersoner på ett effektivt sätt utan att entreprenören berövas möjligheten till finansiell avkastning och kontroll över sitt företag. Optioner kan därmed vara en effektiv lösning på transaktionsproblem för företag i tidiga utvecklingsskeden.
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. Resurser uppmuntras att stanna kvar i mogna börsnoterade företag eller fonder i stället för att slussas till nya och växande företag.
3. Att *missgynnandet av finansiering med eget kapital relativt lånat kapital reduceras*. Idag är eget kapital dubbelbeskattat, medan lånat är enkelbeskattat. Skuldräntor men inte utdelningar är avdragsgilla. Detta sänker företagets soliditet och gör ekonomin mer sårbar. Innovationsföretag och företag i tidiga skeden är särskilt missgynnade av dagens regler då de ofta är helt hänvisade till finansiering med eget kapital.

I princip kan alla tre förändringarna göras inom ramen för det nuvarande skattesystemet. Genom att kombinera en sänkning av vissa skatter med avdragsbegränsningar eller eventuella höjningar av andra skatter behöver dessa reformer vare sig reducera de

samlade skatteintäkterna eller leda till en ökad ekonomisk ojämlikhet.



Referenser

- Acs, Zoltan J. och David B. Audretsch (1988), "Innovation in Large and Small Firms: An Empirical Analysis". *American Economic Review* 78(4), 678–690.
- Agell, Jonas, Peter Englund och Jan 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). Stockholm: Fritzes.
- Alstadsæter, Annette och Martin Jacob (2012), *Income Shifting in Sweden: An Empirical Evaluation of the 3:12 Rules*. Rapport 2012:4 till Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi (ESO). Stockholm: Fritzes.
- Alstadsæter, Annette, Martin Jacob och Altin Vejsiu (2014), *3:12 Corporations in Sweden: The Effects of the 2006 Tax Reform on Investments, Job Creation, and Business Start-ups*. Rapport 2014:2 till Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi (ESO). Stockholm: Fritzes.
- Andersson, Krister (2012), "Särskilt yttrande av experten Krister Andersson". Sid. 346–351 i *Skatteincitament för riskkapital. Delbetänkande av Företagsskattekommittén*. SOU 2012:3. Stockholm: Fritzes.
- Andersson, Krister, Peter Ericsson och Johan Fall (2004), "Taxation of Closely Held Companies – New Empirical Results". Uppsats presenterad vid Svenska Nätverket för Europaforsknings årliga konferens i Mölle, maj.
- Andersson, Martin och Steven Klepper (2013), "Characteristics and Performance of New Firms and Spinoffs in Sweden". *Industrial and Corporate Change* 22(1), 245–280.
- 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.

- Arai, Mahmood och Fredrik Heyman (2004), "Temporary Contracts and the Dynamics of Job Turnover". *Economics Bulletin* 10(4), 1–6.
- Asoni, Andrea och Tino Sanandaji (2013), "Taxation and the Quality of Entrepreneurship". *Journal of Economics*, under utgivning.
- 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.
- Auerbach, Alan J., Michael P. Devereux och Helen Simpson (2010), "Taxing Corporate Income". Sid. 837–893 i James Mirrlees, Stuart Adam, Timothy Besley, Richard Blundell, Stephen Bond, Robert Chote, Malcolm Gammie, Paul Johnson, Gareth Myles och James Poterba, red., *Dimensions of Tax Design*. Oxford: Oxford University Press.
- Auerbach, Alan J. och Kevin A. Hassett (2003), "On the Marginal Source of Investment Funds". *Journal of Public Economics* 87(1), 205–232.
- Auerbach, Alan J. och Kevin A. Hassett (2006), "Dividend Taxes and Firm Valuation: New Evidence". *American Economic Review* 96(2), 119–123.
- Axelsson, Sten (2006). "Entreprenören från sekelskifte till sekelskifte – kan företag växa i Sverige?". I Dan Johansson och Nils Karlson, red., *Svensk utvecklingskraft*. Stockholm: Ratio.
- Bai, Yai och Jing Zhang (2010), "Solving the Feldstein-Horioka Puzzle with Financial Frictions". *Econometrica* 78(2), 603–632.
- Balta, Narcissa och Juan Delgado (2009), "Home Bias and Market Integration in the EU". *CESifo Economic Studies* 55(1), 110–144.
- Bastani, Spencer och Håkan Selin (2014), "Bunching and Non-Bunching at Kink Points of the Swedish Tax Schedule". *Journal of Public Economics* 109(1), 36–49.
- Baumol, William J. (2002), *The Free-Market Innovation Machine: Analyzing the Growth Miracle of Capitalism*. Princeton, NJ och Oxford: Princeton University Press.

- Baumol, William J. (2004), "Entrepreneurial Enterprises, Large Established Firms and Other Components of the Free-Market Growth Machine". *Small Business Economics* 23(1), 9–23.
- Baumol, William J. (2010), *The Microtheory of Innovative Entrepreneurship*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Becker, Bo, Marcus Jacob och Martin Jacob (2013), "Payout Taxes and the Allocation of Investment". *Journal of Financial Economics* 107(1), 1–24.
- Bell, Leonie och Tim Jenkinson (2002), "New Evidence on the Impact of Dividend Taxation and on the Identity of the Marginal Investor". *Journal of Finance* 57(3), 1321–1346.
- Bengtsson, Ola och John Hand (2011), "CEO Compensation in Venture-Backed Firms". *Journal of Business Venturing* 26(4), 391–411.
- 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>.
- Bengtsson, Ola och Berk A. Sensoy (2011), "Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital". *Journal of Financial Intermediation* 20(4), 477–502.
- Berg, Claes, Jan Hansen och Peter Sellin (2004), "The Financial Accelerator and Corporate Investment". *Sveriges Riksbank Economic Review*, nr 2, 223–246.
- Berggren, Björn, Göran Lindström och Christer Olofsson (2000), "Control Aversion and the Search for External Financing". *Small Business Economics* 15(3), 233–242.
- Bernanke, Ben, Mark Gertler och Simon Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality". *Review of Economics and Statistics* 78(1), 1–15.
- Bhidé, Amar (2008), *The Venturesome Economy: How Innovation Sustains Prosperity in a More Connected World*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bjuggren, Carl Magnus och Dan Johansson (2008), "Private and Public Employment in Sweden: Is the Prevailing View Misguided?". Stencil. Stockholm: Ratio.
- Black, Fisher (1976), "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management* 2(1), 5–84.
- Black, Fischer och Myron Scholes (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities". *Journal of Political Economy* 81(3), 637–654.

- 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.
- Blanchflower, David G. och Andrew J. Oswald (1998), "What Makes an Entrepreneur?". *Journal of Labor Economics* 16(1), 26–60.
- Boadway, Robin och Neil Bruce (1992), "Problems with Integrating Corporate and Personal Income Taxes in an Open Economy". *Journal of Public Economics* 48(1), 39–66.
- Bolton, Patrick och Mathias Dewatripont (2005), *Contract Theory*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Bond, Stephen, Michael Devereux och Alexander Klemm (2007), "The Effects of Dividend Taxes on Equity Prices: A Re-examination of the 1997 UK Tax Reform". IMF Working Paper 07/204. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Bovenberg, Lans, Krister Andersson, Kenji Aramaki och Shetal K. Chand (1990), "Tax Incentives and International Capital Flows: The Case of the United States and Japan". I Assaf Razin och Joel Slemrod, red., *Taxation in the Global Economy*. Chicago och London: University of Chicago Press.
- 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 (1999), "Venture capital, mångfald och tillväxt". *Ekonomisk Debatt* 27(4), 213–222.
- 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.
- Burke, Andrew E., Felix R. FitzRoy och Michael A. Nolan (2002), "Self-Employment, Wealth and Job Creation: The Roles of Gender, Non-Pecuniary Motivation and Entrepreneurial Ability". *Small Business Economics* 19(3), 255–270.
- Caballero, Ricardo J. (2007), *Specificity and the Macroeconomics of Restructuring*. Cambridge, MA: MIT Press.

- Campbell, John L., James A. Chyz, Dan S. Dhaliwal och William C. Schwartz, Jr (2011), "Did the 2003 Tax Act Increase Capital Investments by Corporations?". *Journal of the American Taxation Association* 35(2), 33–63.
- 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?* 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.
- 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. Tillgänglig online:http://asi.gpgwebreview.com/assets/EY_ASI_Dividend_and_Capital_Gains_International_Comparison_Report_2012-02-03.pdf (nedladdad 2013-10-19).
- Carroll, Robert, Brandon Pizzola, Erik Hultman och Martin Segerström (2012), "Corporate Dividend and Capital Gains Taxation: A Comparison of Sweden to Other Member Nations of the OECD, EU, and BRIC Countries". Ernst & Young.
- Cavanagh, Gordon (2011), *Quarterly National Accounts*. Dublin: Central Statistics Office.
- Chen Shuping, Xia Chen, Qiang Cheng och Terry Shevlin (2010), "Are Family Firms More Tax Aggressive Than Nonfamily Firms?". *Journal of Financial Economics* 95(1), 41–61.
- Chetty, Raj (2009), "Is the Taxable Income Elasticity Sufficient to Calculate Deadweight Loss? The Implications of Evasion and Avoidance". *American Economic Journal: Economic Policy* 1(2), 31–52.
- 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.
- Coase, Ronald H. (1937), "The Nature of the Firm". *Economica* 4(4), 386–405.
- Cressy, Robert C. och Christer Olofsson (1996), "Financial Conditions for SMEs in Sweden". I Robert C. Cressy, Bertil Gandemo och Christer Olofsson, red., *Financing SMEs – A Comparative Perspective*. Stockholm: NUTEK Förlag.
- Cullen, Julie Berry och Roger H. Gordon (2002), "Taxes and Entrepreneurial Activity: Theory and Evidence for the U.S.". NBER Working Paper nr 9015. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Cumming, Douglas (2005a), "Agency Costs, Institutions, Learning, and Taxation in Venture Capital Contracting". *Journal of Business Venturing* 20(5), 573–622.
- Cumming, Douglas (2005b), "Review Essay: Global Venture Capital Transactions". *Venture Capital* 7(2), 185–201.
- 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.
- Da Rin, Marco, Giovanna Nicodano och Alessandro Sembenelli (2006), "Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets". *Journal of Public Economics* 90(8), 1699–1723.
- Davidsson, Per (1989), "Entrepreneurship – and After? A Study of Growth Willingness in Small Firms". *Journal of Business Venturing* 4(3), 211–226.
- Davis, Steven J., John Haltiwanger och Scott Schuh (1996), "Small Business and Job Creation: Dissecting the Myth and Reassessing the Facts". *Small Business Economics* 8(4), 297–315.

- Davis, Steven J., John Haltiwanger och Ron Jarmin (2008), "Young Businesses, Economic Churning, and Productivity Gains". Kauffman Foundation Research Series: Turmoil and Growth. Kansas City, MO: Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Davis, Steven J. och Magnus Henrekson (1997), "Industrial Policy, Employer Size and Economic Performance in Sweden". I Richard B. Freeman, Robert Topel och Birgitta Swedenborg, red., *The Welfare State in Transition*. Chicago: University of Chicago Press.
- De Mooij, Ruud (2011), "Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions". IMF Staff Discussion Note. Washington D.C.: 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". Taxation Papers nr 17. Directorate General Taxation and Customs Union, European Commission, Brussels.
- Denis, Diane K. och John J. McConnell (2003), "International Corporate Governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1), 1–36.
- Desai, Mihir A. och Dhammika Dharmapala (2011), "Dividend Taxes and International Portfolio Choice". *Review of Economics and Statistics* 93(1), 266–284.
- Desai, Mihir A., Fritz Foley och James Hines, (2004), "A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets". *Journal of Finance* 59(6), 2451–2487.
- Devereux, Michael P. och Rachel Griffith (2003), "Evaluating Tax Policy for Location Decisions". *International Tax and Public Finance* 10(2), 127–146.
- Dietz, Martin D. (2003), "Dividend and Capital Gains Taxation in a Cross-Section of Firms". Manuskript. University of St. Gallen (IFF).
- Dietz, Martin D. och Christian. Keuschnigg (2003), "Reforming Corporate Income Taxation in Switzerland: An Economic Perspective". *Tax Notes International* 29(8), 730–735.
- Dir. 2011:1, "Översyn av företagsbeskattningen". Beslut vid regeringssammanträde den 13 januari 2011. Tillgängligt online: <http://www.regeringen.se/sb/d/14255/a/158776> (nedladdad 2013-11-25).

- Dir. 2014:33, "Kommittédirektiv: Skatteregler för incitamentsprogram". Beslut vid regeringssammanträde den 6 mars 2014. Tillgängligt online: <http://www.regeringen.se/sb/d/18212/a/235685> (nedladdad 2014-03-17).
- Durnev, Art, Randall K. Morck och Bernard Yeung (2004), "Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Returns Variation". *Journal of Finance* 59(1), 65–106.
- Easterbrook, Frank H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review* 74(3), 650–659.
- 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.
- Engel, Charles och John H. Rogers (1996), "How Wide is the Border?". *American Economic Review* 86(5), 1112–1125.
- Engel, Charles och John H. Rogers (2001), "Deviations from Purchasing Power Parity: Causes and Welfare Costs". *Journal of International Economics* 55(1), 29–57.
- 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.
- Europeiska kommissionen (2013), "Measuring Innovation Output in Europe: Towards a New Indicator". Tillgänglig online: http://ec.europa.eu/research/press/2013/pdf/indicator_of_innovation_output.pdf (nedladdad 2014-01-08).
- Faccio, Mara och Jin Xu (2014), "Taxes and Capital Structure". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, under utgivning.
- 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.

- Fenn, George, Nellie Liang och Stephen Prowse (1995), *The Economics of the Private Equity Market*. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Forsberg, Richard H. (2012), "Capital Structure and the 2003 Tax Cuts". *Journal of Business, Economics & Finance* 1(2), 5–20.
- Frank, Murray Z., Rajdeep Singh och Tracy Yue Wang (2010), "Personal Income Taxes and Corporate Investment". *AFA 2010 Atlanta Meetings Paper*. Atlanta, GA: 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper.
- French, Kenneth R. och James M, Poterba (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets". *American Economic Review* 81(2), 222–226.
- Gentry, William M. (1994), "Taxes, Financial Decisions and Organizational Form: Evidence from Publicly Traded Partnerships". *Journal of Public Economics* 53(2), 223–244.
- Gentry, William M. och R. Glenn Hubbard (2000), "Entrepreneurship and Household Saving". NBER Working Paper nr 7894. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Gentry, William M. och R. Glenn Hubbard (2004), "Entrepreneurship and Household Saving". *Advances in Economic Analysis & Policy* 4(1), Article 8.
- Gerardi, Geraldine, Michael J. Graetz och Harvey S. Rosen (1990), "Corporate Integration Puzzles". *National Tax Journal* 43(2), 307–314.
- Gertler, Mark och Simon Gilchrist (1994), "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms". *Quarterly Journal of Economics* 109(2), 309–340.
- Gilson, Ronald J. och David M. Schizer (2003), "Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock". *Harvard Law Review* 116(3), 874–916.
- Givoly, Dan, Carla Hayn, Aharon R. Ofer och Oded Sarig (1992), "Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms' Responses to the Tax Reform Act of 1986". *Review of Financial Studies* 5(2), 331–355.
- Gjerstad, Steven och Vernon Smith (2009), "From Bubble to Depression?". *Wall Street Journal*, 6 april.
- Glaeser, Edward L. (2013). "A Review of Enrico Moretti's *The New Geography of Jobs*". *Journal of Economic Literature* 51(3), 825–837.

- 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 A. Lans 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.
- Graham, John R. (2003), "Taxes and Corporate Finance: A Review". *Review of Financial Studies* 16(4), 1075–1129.
- Graham, John R. (2008), "Taxes and Corporate Finance". I B. Espen Eckbo, red., *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. Amsterdam: Elsevier Science.
- Hall, Robert och Susan E. Woodward (2010), "The Burden of the Nondiversifiable Risk of Entrepreneurship". *American Economic Review* 100(3), 1163–1194.
- Haltiwanger, John, Ron S. Jarmin, och Javier Miranda (2013), "Who Creates Jobs? Small versus Large versus Young". *Review of Economics and Statistics* 95(2), 347–361.
- Hand, John (2008), "Give Everyone a Prize? Employee Stock Options in Private Venture-Backed Firms". *Journal of Business Venturing* 23(4), 385–404.
- Hansson, Ingemar (1984), "Marginal Cost of Public Funds for Different Tax Instruments and Government Expenditures". *Scandinavian Journal of Economics* 86(2), 115–130.
- Hansson, Åsa (2008), *Skatter, entreprenörskap och nyföretagande*. Underlagsrapport nr 12 till Globaliseringsrådet. Stockholm: Regeringskansliet.
- Hansson, Ingemar och Erik Norrman (1996), *Skatterteori och praktik*. Stockholm: SNS Förlag.

- Harberger, Arnold (1962), "The Incidence of the Corporate Income Tax". *Journal of Political Economy* 70(3), 215–240.
- Harding, Michelle (2013), "Taxation of Dividend, Interest, and Capital Gain Income". OECD Taxation Working Papers nr 19. Paris: OECD.
- Harju, Jarkko och Tuomas Kosonen (2013), "The Impact of Tax Incentives on the Economic Activity of Entrepreneurs". Government Institute for Economic Research Working Paper nr 42. Helsingfors.
- Hellman, Thomas och Manju Puri (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence". *Journal of Finance* 57(1), 169–197.
- 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 (2009), "Competencies and Institutions Fostering High-Growth Firms". *Foundations and Trends in Entrepreneurship* 5(1), 1–80.
- 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, Dan Johansson och Mikael Stenkula (2012), "Den svenska företagsstrukturen – utvecklingen i de medelstora företagen efter 1990-talskrisen". *Ekonomisk Debatt* 40(2), 27–38.
- Henrekson, Magnus och Tino Sanandaji (2004), *Ägarbeskattningen och företaget. Om skatteteorin och den svenska policydiskussionen*. Stockholm: SNS Förlag.
- Henrekson, Magnus och Tino Sanandaji (2011), "Entrepreneurship and the Theory of Taxation". *Small Business Economics* 37(2), 167–185.
- Henrekson, Magnus och Tino Sanandaji (2012a), "Kapitalskatter och företagande: Expertrapport till Företagsskattekommittén". Under utgivning som bilaga till Företagsskattekommitténs slutbetänkande (SOU), 2014.
- Henrekson, Magnus och Tino Sanandaji (2012b), "Beskattning av personaloptioner och innovativt entreprenörskap: Expertrapport till Företagsskattekommittén". Under utgivning som bilaga till Företagsskattekommitténs slutbetänkande (SOU), 2014.

- Henrekson, Magnus och Tino Sanandaji (2014), "Small Business Activity Does not Measure Entrepreneurship". *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)* 111(5), 1760–1765.
- Heyman, Fredrik, Pehr-Johan Norbäck och Lars Persson (2013), *Jobbdynamiken i svenskt näringsliv 1990 till 2009*. Rapport 2013:3 till Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi (ESO). Stockholm: Fritzes.
- Hubbard, R. Glenn (1998), "Capital-Market Imperfections and Investment". *Journal of Economic Literature* 36(1), 193–225.
- Huizinga, Harry (2010), "The Behavior of International Firms and UK Tax Policy". Sid. 900–904 i James Mirrlees m.fl., red., *Dimensions of Tax Design*. Oxford: Oxford University Press.
- Huizinga, Harry, Luc Laeven och Gaëtan Nicodeme (2008), "Capital Structure and International Debt Shifting". *Journal of Financial Economics* 88(1), 80–118.
- Huizinga, Harry och Gaëtan Nicodeme (2006), "Foreign Ownership and Corporate Income Taxation: An Empirical Evaluation". *European Economic Review* 50(5), 1223–1244.
- Huizinga, Harry och Johannes Voget (2009), "International Taxation and the Direction and Volume of Cross-Border M&As". *Journal of Finance* 64(3), 1217–1249.
- Hurst, Erik och Benjamin W. Pugsley (2010), "Non Pecuniary Benefits of Small Business Ownership". Working Paper. Booth School of Business, University of Chicago.
- Hurst, Erik och Benjamin W. Pugsley (2011), "What Do Small Businesses Do?". *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, 73–118.
- Jacob, Marcus och Martin Jacob (2012), "Taxation, Dividends and Share Repurchases: Taking Evidence Global". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, under utgivning.
- 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.

- Johansson, Dan, Johanna Palmberg och Anders Bornhäll (2013), "Riskkapitalförsörjning i små och medelstora företag – utbud eller efterfrågan?". Rapport nr 6 i projektet Företagsamt ägande. Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Jorgenson, Dale W. (1963), "Capital Theory and Investment Behavior". *American Economic Review* 53(2), 247–257.
- Jorgenson, Dale W. (1967), "The Theory of Investment Behavior". I Robert Ferber, red., *Determinants of Investment Behavior*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Kanniainen, Vesa och Paolo Panteghini (2013), "Tax Neutrality: Illusion or Reality? The Case of Entrepreneurship". *FinanzArchiv: Public Finance Analysis* 69(2), 167–193.
- Kanniainen, Vesa och Jan Södersten (1994), "Costs of Monitoring and Corporate Taxation". *Journal of Public Economics* 55(2), 307–321.
- 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 (2001), "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring". *American Economic Review* 91(2), 426–430.
- 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.
- Karlsson, Gösta (2013), "Riskkapitalföretagens ägande – hur ser det ut?". Stockholm: Unionen.
- Kay, John (2011), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*. London: Department for Business, Innovation & Skills and HM Treasury.
- Kerr, William, Josh Lerner och Antoinette Schoar (2011), "The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings". Working Paper. Cambridge, MA: Harvard Business School.

- Keuschnigg, Christian och Søren Bo Nielsen (2004a), "Taxation and Venture Capital Backed Entrepreneurship". *International Tax and Public Finance* 11(4), 369–390.
- Keuschnigg, Christian och Søren Bo Nielsen (2004b), "Start-ups, Venture Capitalists, and the Capital Gains Tax." *Journal of Public Economics* 88(5), 1011–1042.
- Keynes, John Maynard (1921), *A Treatise on Probability*. London: MacMillan.
- King, Mervyn A. (1974), "Taxation and the Cost of Capital". *Review of Economic Studies* 41(1), 21–35.
- King, Mervyn A. (1977), *Public Policy and the Corporation*. London: Chapman-Hall.
- King, Mervyn A. och Don Fullerton (1984), *The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden and West Germany*. Chicago: University of Chicago Press.
- Klepper, Steven (2001), "Employee Startups in High-Tech Industries". *Industrial and Corporate Change* 10(3), 639–674.
- 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.
- Kristofferson, Anders (2002), "Neutral beskattning av bolagsinkomster i en öppen ekonomi – cash flow-skatter och andra skatter". I *Expertrapporter till Skattebasutredningen*. Volym C. SOU 2002:47. Stockholm: Fritzes.
- Landström, Hans (1993), "Informal Risk Capital in Sweden and Some International Comparisons". *Journal of Business Venturing* 8(4), 525–540.
- Landström, Hans, red. (2007), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham, UK och Northampton, MA: Edward Elgar.
- Leijonhufvud, Jonas (2014), "Ras för femte året: Riskkapitalet sviker svenska tillväxtbolag". *Dagens Industri*, 25 februari.
- 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 (2013), "Institutions and Venture Capital". *Industrial and Corporate Change* 22(1), 153–182.
- Lewis, Karen K. (1999), "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption". *Journal of Economic Literature* 37(2), 571–608.
- Lin, Leming och Mark J. Flannery (2012), "Do Personal Taxes Affect Capital Structure: Evidence from the 2003 Tax Cut". *Journal of Financial Economics* 109(2), 549–565.
- Lindhe, Tobias, Jan Södersten och Ann Öberg (2004), "Economic Effects of Taxing Different Organizational Forms under the Nordic Dual Income Tax". *International Tax and Public Finance* 11(4), 469–485.
- Lindhe, Tobias (2001), "Mitigating Double Taxation in an Open Economy". Working Paper nr 2001:5, Nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Lindhe, Tobias (2002), "The Marginal Source of Finance". Working Paper nr 2002:9. Nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Lindkvist, Hans (1990), *Kapitalemigration*. Doktorsavhandling. Handelshögskolan i Stockholm: EFI.
- Lodin, Sven-Olof (2014), "3:12-reglerna – följetong utan slut". I Mats Bergstrand, red., *En skattereform för 2000-talet – elva röster om hur Sverige får ett bättre skattesystem*. Stockholm: PMJ.
- McGee, M. Kevin (1998), "Capital Gains Taxation and New Firm Investment". *National Tax Journal* 51(4), 653–673.
- McKenzie, Kenneth J. och Aileen J. Thompson (1996), "The Economic Effects of Dividend Taxation". Technical Committee on Business Taxation Working Paper 96-7. Department of Finance, Government of Canada, Ottawa.
- Mehra, Rajnish (2006), "The Equity Premium Puzzle: A Review". *Foundations and Trends in Finance* 2(1), 1–81.
- Metrick, Andrew och Ayako Yasuda (2011), *Venture Capital and the Finance of Innovation*. New York, NY: Wiley.
- Modigliani, Franco och Merton H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review* 48(3), 261–297.

- Morck, Randall K. och Bernard Yeung (2005), "Dividend Taxation and Corporate Governance". *Journal of Economic Perspectives* 19(3), 163–180.
- Murphy, Kevin J. (2013), "Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There". I George Constantinides, Milton Harris och René Stulz, red., *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: North-Holland.
- 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 och Lars Persson (2009), "The Organization of the Innovation Industry: Entrepreneurs, Venture Capitalists, and Oligopolists". *Journal of the European Economic Association* 7(6), 1261–1290.
- Norrman, Erik (1997), "Portfolio Choice, Taxation and the Allocation of Capital between Large and Small Firms – A General Equilibrium Model with Financial Behavior". Working Paper nr 3. Reports from the Personal Finance and Family Business Research Program. Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.
- Nooteboom, Bart (1993), "Firm Size Effects on Transaction Costs". *Small Business Economics* 5(3), 283–295.
- NUTEK (1994), *Småföretagen – Sveriges framtid? Fakta om svenskt småföretagande*. Stockholm: NUTEK.
- Obstfeld, Maurice och Kenneth S. Rogoff (2000), "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?". Sid. 339–390 i Ben Bernanke och Kenneth S. Rogoff, red., *NBER Macroeconomics Annual 2000*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Obstfeld, Maurice och Alan M. Taylor (2003), "Global Capital Markets". I Michael Bordo, Alan M. Taylor och Jeffrey A. Williamson, red., *Globalization in Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press.
- OECD (2007), *Fundamental Reform of Corporate Income Tax*. OECD Tax Policy Studies nr 16. Paris: OECD.
- OECD (2012), "Debt and Macroeconomic Stability". *OECD Economics Department Policy Notes*, No. 16, January.
- Oreland, Carl (2012), "Snabbväxande företag i Sverige – en jobbskapande sprintstafett". *Ekonomisk Debatt* 40(8), 23–34.

- Parker, Simon C. (2009), *The Economics of Entrepreneurship*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Porter, Michael E. (1992), "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System". *Harvard Business Review* 70 (September), 65–82.
- Portes, Richard och Helene Rey (2000), "The Determinants of Cross-Border Equity Flows". CEP Discussion Paper nr 0446. Centre for Economic Performance, London School of Economics.
- Poterba, James M. (1989a), "Venture Capital and Capital Gains Taxation". Sid. 47–67 i *Tax Policy and the Economy, Vol. 3*. Cambridge, MA och London: MIT Press för National Bureau of Economic Research.
- Poterba, James M. (1989b), "Capital Gains Tax Policy Toward Entrepreneurship". *National Tax Journal* 42(3), 375–389.
- Poterba, James M. (2002), "Taxation, Risk-Taking, and Household Portfolio Behavior". Sid. 1109–1171 i Alan J. Auerbach och Martin S. Feldstein, red., *Handbook of Public Economics, Vol. 3*. Amsterdam. Elsevier.
- Poterba, James M. (2004), "Taxation and Corporate Payout Policy". *American Economic Review* 94(2), 171–175.
- Poterba, James M. och Lawrence H. Summers (1983), "Dividend Taxes, Corporate Investment, and 'Q'", *Journal of Public Economics* 22(2), 135–167.
- 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 S. (2011), "Global Imbalances without Tears". Project Syndicate, March.

- Roine, Jesper och Daniel Waldenström (2012), "On the Role of Capital Gains in Swedish Income Inequality". *Review of Income and Wealth* 58(3), 569–587.
- Rosa, Catarina D. M. och Kristiina Raade (2006), "Profitability of Venture Capital Investment in Europe and the United States". Economic Papers nr 245, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Bryssel: Europeiska kommissionen.
- Rosen, Harvey S. (2003), "Entrepreneurship and Taxation: Empirical Evidence". Opublicerat manuskript. Department of Economics, Princeton University.
- Rydqvist, Kristian, Joshua Spizman och Ilya Strebulaev (2014), "Government Policy and Ownership of Equity Securities". *Journal of Financial Economics* 111(1), 70–85.
- Saemundsson, Rögnvaldur J. (1999), *New Technology-Based Firms Growing into Medium-Sized Firms*. Licentiatavhandling. Institutionen för industriell dynamik, Chalmers Tekniska Högskola, Göteborg.
- Saez, Emmanuel (2010), "Do Taxpayers Bunch at Kink Points?". *American Economic Journal: Economic Policy* 2(3), 180–212.
- Sanandaji, Tino (2010), "Self-Employment Does not Measure Entrepreneurship". Working Paper. Irving B. Harris School of Public Policy. Chicago, IL: University of Chicago.
- Sanandaji, Tino (2014), "The International Mobility of Billionaires". *Small Business Economics* 42(2), 329–338.
- Schuetze, Herbert J. och Donald Bruce (2004), "Tax Policy and Entrepreneurship". *Swedish Economic Policy Review* 11(2), 233–265.
- 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.
- Shahnazarian, Hovick och Bo Stoltz (1999), *En översikt av olika synsätt på dubbelbeskattningens effekter på den reala ekonomin*. Promemoria vid Skatteekonomiska enheten, Stockholm: Finansdepartementet.
- Shleifer, Andrei och Robert W. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance". *Journal of Finance* 52(3), 1131–1150.

- Sinn, Hans-Werner (1987), *Capital Income Taxation and Resource Allocation*. Amsterdam: North-Holland.
- Sinn, Hans-Werner (1991a), "Taxation and the Cost of Capital: The 'Old' View, the 'New' View and Another View". Sid. 25–54 i David F. Bradford, red., *Tax Policy and the Economy 5*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Sinn, Hans-Werner (1991b), "The Vanishing Harberger Triangle". *Journal of Public Economics* 45(3), 271–300.
- Skatteverket (2014), "Skatteregler för delägare i fåmansföretag". Tillgänglig online: www.skatteverket.se/download/18.15532c7b1442f256bae2653/1393318433323/29222.pdf (nedladdad 2014-03-05).
- Slemrod, Joel och Jon Bakija (2008), *Taxing Ourselves: A Citizen's Guide to the Debate over Taxes*. Cambridge, MA: MIT Press.
- 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.
- SOU 2002:52, *Beskattning av småföretagare. Del 2. Generations-skiften*. Betänkande av 3:12-utredningen. Stockholm: Fritzes.
- Spånt, R. (1975), *Förmögenhetsfördelningen i Sverige*. Stockholm: Prisma.
- Strömberg, Per (2006), "Gräshoppor, ansiktslöst kapital och långsiktiga ägare". *Ekonomisk Debatt* 34(3), 1–2.
- SVCA (2011a), "Analys av riskkapitalmarknaden tredje kvartalet 2011: Med kommentarer till investeringar, avyttringar och kapitalanskaffning". Stockholm: Svenska Riskkapitalföreningen.
- SVCA (2011b), "Riskkapitalmarknaden första halvåret 2011: Analys och statistik om riskkapitalbolagens aktiviteter". Stockholm: Svenska Riskkapitalföreningen.
- Svensson, Roger (2011), *När är statligt stöd till innovativa företag och entreprenörer effektivt?*. Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Söderblom, Anna (2011), *Private Equity Fund Investing: Investment Strategies, Entry Order and Performance*. Doktorsavhandling i företagsekonomi. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm.
- Södersten, Jan (1984), "Sweden". I Mervyn A. King och Don Fullerton, red., *The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the United States, the United Kingdom,*

- Sweden and West Germany*. Chicago: University of Chicago Press.
- Södersten, Jan (1994), "Bör utdelningar förbli skattefria?". *Skattenytt* 44(10), 592–606.
- Söderström, Hans Tson, red. (2003), *Ägarmakt och omvandling. Den svenska modellen utmanad*. Ekonomirådets rapport. Stockholm: SNS Förlag.
- Sørensen, Peter Birch (1995), "Changing Views of the Corporate Income Tax". *National Tax Journal* 48(2), 279–294.
- Sørensen, Peter Birch (2010), *Swedish Tax Policy – Recent Trends and Future Challenges*. Rapport 2010:4 till Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi (ESO). Stockholm: Fritzes.
- 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.
- Triana, Pablo (2009), *Lecturing Birds on Flying: Can Mathematical Theories Destroy the Financial Markets?*. New York: Wiley.
- Tåg, Joacim (2012), "The Real Effects of Private Equity Buyouts". I Douglas Cumming, red., *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press.
- U.S. Treasury (1992), *Integration of the Individual and Corporate Tax Systems*. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- Viard, Alan D. (2003), "The President's Tax Plan". Federal Reserve Bank of Dallas, Mars. Tillgänglig online: www.dallasfed.org/research/indepth/2003/id0303.pdf (nedladdad 2012-01-20).
- 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.
- Yagan, Danny (2013), "Capital Tax Reform and the Real Economy: The Effects of the 2003 Dividend Tax Cut". Working Paper nr 13/22. Department of Economics, University of California at Berkeley.
- Zider, Bob (1998), "How Venture Capital Works". *Harvard Business Review*, November–December, 131–139.

- Zodrow, George (1991), "On the 'Traditional' and 'New' Views of Taxation". *National Tax Journal* 44(1), 497–509.
- Åstebro, Thomas, Pontus Braunerhjelm och Anders Broström (2013), "Does Academic Entrepreneurship Pay?". *Industrial and Corporate Change* 22(1), 281–311.
- Östros, Thomas (1997), Snabbprotokoll 1997/98:121 Anf. 137 Statsrådet Thomas Östros (s). Stockholm: Sverige riksdag.

Förteckning över tidigare rapporter till ESO

2014

- 3:12-Corporations in Sweden: The Effects of the 2006 Tax Reform on Investments, Job Creation and Business Start-ups.
- Goda år på ålders höst? En ESO-rapport om konkurrens i äldreomsorgen.

2013

- Bäste herren på täppan? En ESO-rapport om bostadsbyggande och kommunala markanvisningar.
- Allmän nytta eller egen vinning? En ESO-rapport om korruption på svenska.
- Var skapas jobben? En ESO-rapport om dynamiken i svenskt näringsliv 1990–2009.
- Transportinfrastrukturens framtida organisering och finansiering.
- Investeringar in blanco? En ESO-rapport om behovet av infrastruktur.
- Bonde söker bidrag – en ESO-rapport om effektivitet i det svenska landsbygdsprogrammet.
- The pension system in Sweden.
- Den offentliga sektorn – en antologi om att mäta produktivitet och prestationer.
- Utvinning för allmän vinning – en ESO-rapport om svenska mineralinkomster.
- Offentlig upphandling eller gröna nedköp? En ESO-rapport om miljöpolitiska ambitioner.

2012

- Svängdörr i staten – en ESO-rapport om när politiker och tjänstemän byter sida.
- En god start – en ESO-rapport om tidigt stöd i skolan.
- Den akademiska frågan – en ESO-rapport om frihet i den högre skolan.
- Income Shifting in Sweden. An empirical evaluation of the 3:12 rules.
- Samhällsekonomin på spåret – en ESO-rapport om att räkna på tunnelbanan.
- Hjälpa eller stjälpa? En ESO-rapport om kontrollfunktionen i arbetslöshetsförsäkringen
- Lärda för livet? – en ESO-rapport om effektivitet i svensk högskoleutbildning
- Forskning och innovation – statens styrning av högskolans samverkan och nyttiggörande

2011

- UD i en ny sits – organisation, ledning och styrning i en globaliserad värld.
- Försvarets förutsättningar – en ESO-rapport om erfarenheter från 20 år av försvarsreformer.
- Kalorier kostar – en ESO-rapport om vikten av vikt.
- Avtalsbestämda ersättningar, andra kompletterande ersättningar och arbetsutbudet.
- Sysselsättning för invandrare – en ESO-rapport om arbetsmarknadsintegration.
- Kollektivtrafik utan styrning
- Vägval i vården – en ESO-rapport om skillnader och likheter i Norden
- Att lära av de bästa – en ESO-rapport om svensk skola i ett internationellt forskningsperspektiv.
- Rapport från ett ESO-seminarium – decenniets framtidsfrågor.

2010

- En kår på rätt kurs? En ESO-rapport om försvarets framtida kompetensförsörjning.

- Beskattning av privat pensionssparande.
- Polisens prestationer – En ESO-rapport om resultatstyrning och effektivitet.
- Swedish Tax Policy: Recent Trends and Future Challenges.
- Statliga bidrag till kommunerna – i princip och praktik.
- Revisionen reviderad – en rapport om en kommunal angelägenhet.
- Värden i vården – en ESO-rapport om målbaserad ersättning i hälso- och sjukvården.
- Enkelt och effektivt – en ESO-rapport om grundtrygghet i välfärdssystemen.
- Kåren och köerna. En ESO-rapport om den medicinska professionens roll i styrningen av svensk hälso- och sjukvård.

2009

- Den långsiktiga finansieringen – välfärdspolitikens klimatfråga?
- Regelverk och praxis i offentlig upphandling.
- Invandringen och de offentliga finanserna.
- Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna.
- Lika skola med olika resurser? En ESO-rapport om likvärdighet och resursfördelning.
- En kår i kläm – Läraryrket mellan professionella ideal och statliga reform ideologier.

2003

- Skolmisslyckande – hur gick det sen?
- Politik på prov – en ESO-rapport om experimentell ekonomi.
- Precooking in the European Union – the World of Expert Groups.
- Förtjänst och skicklighet – om utnämningar och ansvarsutkrävande av generaldirektörer.
- Bostadsbyggandets hinderbana – en ESO-rapport om utvecklingen 1995–2001.
- Axel Oxenstierna – Furstespegel för 2000-talet.

2002

- ”Huru skall statsverket granskas?” – Riksdagen som arena för genomlysning och kontroll.
- What Price Enlargement? implications of an expanded EU.
- Den svenska sjukan – sjukfrånvaron i åtta länder.
- Att bekämpa mul- och klövsjuka en ESO-rapport om ett brännbart ämne.
- Lärobok för regelnissar – en ESO-rapport om regelhantering vid avregleringar.
- Att hålla balansen – en ESO-rapport om kommuner och budgetdisciplin.
- The School’s Need for Resources – A Report on the Importance of Small Classes.
- Klassfrågan – en ESO-rapport om lärartätheten i skolan.
- Staten fick Svarte Petter – en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985-1993.
- Hoten mot kommunerna – en ESO-rapport om ansvarsfördelning och finansiering i framtiden.

2001

- Mycket väsen för lite ull – en ESO-rapport om partnerskapen i de regionala tillväxtavtalen.
- I rikets tjänst – en ESO-rapport om statliga kårer.
- Rättvisa och effektivitet – en ESO-rapport om idéanalys.
- Nya bud – en ESO-rapport om auktioner och upphandling.
- Betyg på skolan – en ESO-rapport om gymnasieskolorna.
- Konkurrens bildar skola – en ESO-rapport om friskolornas betydelse för de kommunala skolorna.
- Priset för ett större EU – en ESO-rapport om EU:s utvidgning.

2000

- Att granska sig själv – en ESO-rapport om den kommunala miljötillsynen.
- Bra träffbild, fast utanför tavlan – en ESO-rapport om EU:s strukturpolitik.
- Utbildningens omvägar – en ESO-rapport om kvalitet och effektivitet i svensk utbildning.

- En svartvit arbetsmarknad? – en ESO-rapport om vägen från skola till arbete.
- Privilegium eller rättighet? – en ESO-rapport om antagningen till högskolan
- Med många mått mätt – en ESO-rapport om internationell benchmarking av Sverige.
- Kroppen eller knoppen? – en ESO-rapport om idrotts-gymnasierna.
- Studiebidraget i det långa loppet.
- 40-talisternas uttåg – en ESO-rapport om 2000-talets demo-grafiska utmaningar.

1999

- Dagens och drivkrafter – en ESO-rapport om 2000-talets demografiska utmaningar.
- Återvinning utan vinning – en ESO-rapport om sopor.
- En akademisk fråga – en ESO-rapport om rankning av C-uppsatser.
- Hederlighetens pris – en ESO-rapport om korruption.
- Samhällets stöd till de äldre i Europa – en ESO-rapport om fördelningspolitik och offentliga tjänster.
- Regionalpolitiken – en ESO-rapport om tro och vetande.
- Att snubbla in i framtiden – en ESO-rapport om statlig omvandling och avveckling.
- Att reda sig själv – en ESO-rapport om rederier och subventioner.
- Bostad sökes – en ESO-rapport om de hemlösa i folkhemmet.
- Att ta sig ton – en ESO-rapport om svensk musikexport 1974–1999.
- Med backspegeln som kompass – en ESO-rapport om stabiliseringspolitiken som läroprocess.
- Med backspegeln som kompass – en ESO-seminarium om stabiliseringspolitik som läroprocess.

1998

- Staten och bolagskapitalet – om aktiv styrning av statliga bolag.

- Kommittéerna och bofinken – kan en kommitté se ut hur som helst?
- Regeringskansliet inför 2000-talet – rapport från ett ESO-seminarium.
- Att se till eller titta på – om tillsynen inom miljöområdet.
- Arbetsförmedlingarna – mål och drivkrafter.
- Kommuner Kan! Kanske! – om kommunal välfärd i framtiden.
- Vad kostar en ren? – en ekonomisk och politisk analys.

1997

- Fisk och Fusk – Mål, medel och makt i fiskeripolitiken.
- Ramar, regler, resultat – vem bestämmer över statens budget?
- Lönar sig arbete?
- Egenföretagande och manna från himlen.
- Jordbruksstödet – efter Sveriges EU-inträde.

1996

- Kommunerna och decentraliseringen – Tre fallstudier.
- Novemberrevolutionen – om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985.
- Kan myndigheter utvärdera sig själva?
- Nästa steg i telepolitiken.
- Reglering som spel – Universiteten som förebild för offentliga sektorn?
- Hur effektivt är EU:s stöd till forskning och utveckling? – En principdiskussion.

1995

- Kapitalets rörlighet Den svenska skatte- och utgiftsstrukturen i ett integrerat Europa.
- Generationsräkenskaper.
- Invandring, sysselsättning och ekonomiska effekter.
- Hushållning med knappa naturresurser Exemplet sportfiske.
- Kostnader, produktivitet och måluppfyllelse för Sveriges Television AB.

- Vad blev det av de enskilda alternativen? En kartläggning av verksamheten inom skolan, vården och omsorgen.
- Hushållning med knappa naturresurser Exemplet allemansrätten, fjällen och skotertrafik i naturen.
- Företagsstödet Vad kostar det egentligen?
- Försvarets kostnader och produktivitet.

1994

- En effektiv försvarspolitik? Fredsvinst, beredskap och återtagning.
- Skatter och socialförsäkringar över livscykeln En simuleringsmodell.
- Nettokostnader för transfereringar i Sverige och några andra länder.
- Fördelningseffekter av offentliga tjänster.
- En Social Försäkring.
- Valfrihet inom skolan Konsekvenser för kostnader, resultat och segregation.
- Skolans kostnader, effektivitet och resultat En branschstudie.
- Bensinskatteförändringens effekter.
- Budgetunderskott och statsskuld Hur farliga är de?
- Den svenska insolvensrätten Några förslag till förbättringar inom konkurshandlingen m.m.
- Det offentliga stödet till partierna Inriktning och omfattning.
- Den offentliga sektorns produktivitet utveckling 1980–1992.
- Kvalitet och produktivitet – Teori och metod för kvalitetsjusterande produktivitetmått.
- Kvalitets- och produktivitet utvecklingen i sjukvården 1960–1992.
- Varför kulturstöd? Ekonomisk teori och svensk verklighet.
- Att rädda liv Kostnader och effekter.

1993

- Idrott åt alla? Kartläggning och analys av idrottsstödet.
- Social Security in Sweden and Other European Countries Three Essays.

- Lönar sig förebyggande åtgärder? Exempel från hälso- och sjukvården och trafiken.
- Hur välja rätt investeringar i transportinfrastrukturen?
- Presstödet effekter en utvärdering.

1992

- Statsskulden och budgetprocessen.
- Press och ekonomisk politik tre fallstudier.
- Kommunerna som företagsägare – aktiv koncernledning i kommunal regi.
- Slutbudsmetoden ett sätt att lösa tvister på arbetsmarknaden utan konflikter.
- Hur bra är vi? Den svenska arbetskraftens kompetens i internationell belysning.
- Statliga bidrag motiv, kostnader, effekter?
- Vad vill vi med socialförsäkringarna?
- Fattigdomsfällor.
- Växthuseffekten slutsatser för jordbruks-, energi- och skattepolitiken.
- Frihandeln ett hot mot miljöpolitiken eller tvärtom?
- Skatteförmåner och särregler i inkomst- och mervärdesskatten.

1991

- SJ, Televerket och Posten bättre som bolag?
- Marginaleffekter och tröskeeffekter barnfamiljerna och barnomsorgen.
- Ostyriga projekt att styra stora kommunala satsningar.
- Prestationsbaserad ersättning i hälso- och sjukvården vad blir effekterna?
- Skogspolitik för ett nytt sekel.
- Det framtida pensionssystemet två alternativ.
- Vad kostar det? Prislista för statliga tjänster.
- Metoder i forskning om produktivitet och effektivitet med tillämpningar på offentlig sektor.
- Målstyrning och resultatuppföljning i offentlig förvaltning.

1990

- Läkeförmånen.
- Sjukvårdskostnader i framtiden vad betyder åldersfaktorn?
- Statens dolda kapital. Aktivt ägande: exemplet Vattenfall.
- Skola? Förskola? Barnskola?
- Bostadskarriären som en förmögenhetsmaskin.

1989

- Arbetsmarknadsförsäkringar.
- Hur ska vi få råd att bli gamla?
- Kommunal förmögenhetsförvaltning i förändring – city-kommunerna Stockholm, Göteborg och Malmö.
- Bostadsstödet – alternativ och konsekvenser.
- Produktivitetmätning av folkbibliotekens utlåningsverksamhet.
- Statsbidrag till kommuner: allt på en check eller lite av varje? En jämförelse mellan Norge och Sverige.
- Vad ska staten äga? De statliga företagen inför 90-talet.
- Beställare-utförare – ett alternativ till entreprenad i kommuner.
- Lönestrukturen och den "dubbla obalansen" – en empirisk studie av löneskillnader mellan privat och offentlig sektor.
- Hur man mäter sjukvård – exempel på kvalitet- och effektivitetmätning.

1988

- Vad kan vi lära av grannen? Det svenska pensionssystemet i nordisk belysning.
- Kvalitet och kostnader i offentlig tjänsteproduktion.
- Alternativ i jordbrukspolitiken.
- Effektiv realkapitalanvändning i kommuner och landsting.
- Hur stor blev tvåprocentaren? Erfarenheten från en besparings-teknik.
- Subventioner i kritisk belysning.
- Prestationer och belöningar i offentlig sektor.
- Produktivitet utveckling i kommunal barnomsorg.
- Från patriark till part – spelregler och lönepolitik för staten som arbetsgivare.
- Kvalitet utveckling inom den kommunala barnomsorgen.

1987

- Integrering av sjukvård och sjukförsäkring.
- Produktkostnader för offentliga tjänster – med tillämpningar på kulturområdet.
- Kvalitetsutvecklingen inom den kommunala äldreomsorgen 1970-1980.
- Vägar ut ur jordbruksregleringen – några idéskisser.
- Att leva på avgifter – vad innebär en övergång till avgiftsfinansiering?

1986

- Offentliga utgifter och sysselsättning.
- Produktions-, kostnads-, och produktivitet utveckling inom den offentliga finansierade utbildningssektorn 1960-1980.
- Socialbidrag. Bidragmottagarna: antal och inkomster. Socialbidragen i bidragssystemet.
- Regler och teknisk utveckling.
- Kostnader och resultat i grundskolan – en jämförelse av kommuner.
- Offentliga tjänster – sökarljus mot produktivitet och användare.
- Svensk inkomstfördelning i internationell jämförelse.
- Byråkratiseringstendenser i Sverige.
- Effekter av statsbidrag till kommuner.
- Effektivare sjukvård genom bättre ekonomistyrning.
- Samhällsekonomiskt beslutsunderlag – en hjälp att fatta bättre beslut.
- Produktions-, kostnads- och produktivitet utveckling inom armén och flygvapnet 1972-1982.

1985

- Egen regi eller entreprenad i kommunal verksamhet – möjligheter, problem och erfarenheter.
- Sociala avgifter – problem och möjligheter inom färdtjänst och hemtjänst.
- Skatter och arbetsutbud.
- Produktions-, kostnads- och produktivitet utveckling inom vägsektorn.

- Organisationer på gränsen mellan privat och offentlig sektor – förstudie.
- Frivilligorganisationer alternativ till den offentliga sektorn?
- Transfereringar mellan den förvärvsarbetande och den äldre generationen.
- Produktions-, kostnads- och produktivitetens utveckling inom den sociala sektorn 1970–1980.
- Produktions-, kostnads- och produktivitetens utveckling inom offentlig bedriven hälso- och sjukvård 1960–1980.
- Statsskuldräntorna och ekonomin effekter på den samlade efterfrågan i samhället.

1984

- Återkommande kostnads- och prestationsjämförelser – en metod att främja effektivitet i offentlig tjänsteproduktion.
- Parlamentet och statsutgifterna hur finansmakten utövas i nio länder.
- Transfereringar och inkomstskatt samt hushållens materiella standard.
- Marginella expansionsstöd ekonomiska och administrativa effekter.
- Är subventioner effektiva?
- Konstitutionella begränsningar i riksdagens finansmakt – behov och tänkbara utformningar.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 4. Budgetunderskott, utlandsupplåning och framtida konsumtionsmöjligheter. Budgetunderskott, efterfrågan och inflation.
- Vem utnyttjar den offentliga sektorns tjänster.

1983

- Administrationskostnader för våra skatter.
- Fördelningseffekter av kommunal barnomsorg.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 3. Budgetunderskott, portföljeval och tillgångsmarknader. Modellsimuleringar av offentliga besparingar m.m.
- Produktivitet i privat och offentlig tandvård.
- Generellt statsbidrag till kommuner – modellskisser.

- Administrationskostnader för några transfereringar.
- Driver subventioner upp kostnader – prisbildningseffekter av statligt stöd.
- Minskad produktivitet i offentlig sektor – en studie av patent- och registreringsverket.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 2. Fördelningseffekter av budgetunderskott. Hushållsekonomi och budgetunderskott.
- Enhetligt barnstöd? några variationer på statligt ekonomiskt stöd till barnfamiljer.
- Staten och kommunernas expansion några olika styrmedel.

1982

- Ökad produktivitet i offentlig sektor – en studie av de allmänna domstolarna.
- Offentliga tjänster på fritids-, idrotts- och kulturområdena.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 1. Budgetunderskottens teori och politik. Statens budgetfinansiering och penningpolitiken.
- Inkomstomfördelningseffekter av livsmedelssubventioner.
- Perspektiv på besparingspolitiken.

